

T.C.
DOKUZ EYLÜL ÜNİVERSİTESİ
SOSYAL BİLİMLER ENSTİTÜSÜ
İKTİSAT ANABİLİM DALI
İKTİSAT PROGRAMI
DOKTORA TEZİ

ULUSLARARASI FİNANSAL KRİZLERİN TEMEL
KAYNAKLARI: YABANCI PARA CİNSİNDEN
BORÇLANMA VE TEMEL GÜNAH

Ela ÇOLPAN NART

Danışman

Prof. Dr. Utku UTKULU

İZMİR - 2013

TEZ ONAY SAYFASI

DOKTORA TEZ ONAY SAYFASI

2008800708

Üniversite : Dokuz Eylül Üniversitesi
Enstitü : Sosyal Bilimler Enstitüsü
Adı ve Soyadı : Ela ÇOLPAN NART
Tez Başlığı : Uluslararası Finansal Krizlerin Temel Kaynakları: Yabancı Para Cinsinden Borçlanma ve Temel Günah
Savunma Tarihi : 23.12.2013
Danışmanı : Prof.Dr.Utku UTKULU

JÜRİ ÜYELERİ

<u>Ünvanı, Adı, Soyadı</u>	<u>Üniversitesi</u>	<u>İmza</u>
Prof.Dr.Utku UTKULU	DOKUZ EYLÜL ÜNİVERSİTESİ	
Prof.Dr.Recep KÖK	DOKUZ EYLÜL ÜNİVERSİTESİ	
Prof.Dr.Hasan F.BAKLACI	İZMİR EKONOMİ ÜNİVERSİTESİ	
Doç.Dr.Hakan KAHYAOĞLU	DOKUZ EYLÜL ÜNİVERSİTESİ	
Prof.Dr.Ayten Ayşen KAYA	EGE ÜNİVERSİTESİ	

Oybirliği (X)

Oy Çokluğu ()

Ela ÇOLPAN NART tarafından hazırlanmış ve sunulmuş "Uluslararası Finansal Krizlerin Temel Kaynakları: Yabancı Para Cinsinden Borçlanma ve Temel Günah" başlıklı tezi kabul edilmiştir.

Prof.Dr. Utku UTKULU
Enstitü Müdürü

YEMİN METNİ

Doktora Tezi olarak sunduğum “**Uluslararası Finansal Krizlerin Temel Kaynakları: Yabancı Para Cinsinden Borçlanma ve Temel Günah**” adlı çalışmanın, tarafımdan, akademik kurallara ve etik değerlere uygun olarak yazıldığını ve yararlandığım eserlerin kaynakçada gösterilenlerden oluştuğunu, bunlara atıf yapılarak yararlanılmış olduğunu belirtir ve bunu onurumla doğrularım.

Tarih

.../.../.....

Ela ÇOLPAN NART

İmza

ÖZET

Doktora Tezi

Uluslararası Finansal Krizlerin Temel Kaynakları: Yabancı Para Cinsinden

Borçlanma ve Temel Günah

Ela ÇOLPAN NART

Dokuz Eylül Üniversitesi

Sosyal Bilimler Enstitüsü

İktisat Anabilim Dalı

İktisat Programı

Yabancı para birimi cinsinden borçlanma, özellikle gelişmekte olan ülkeler (GOÜ) için oldukça önemli bir finansman kaynağı oluşturmaktadır. Yabancı para cinsinden borçlanma ekonominin temel ihtiyaçlarının karşılanmasını sağlamakla beraber, yanlış dış borç yönetimi zaman zaman finansal krizlerin oluşmasını tetikleyen, derinleştiren ve ülkelerin büyüme süreçlerini kesintiye uğratan nedenler arasında da yer almaktadır. Gelişmiş ve GOÜ'lerin şu ana kadar yaşadıkları finansal krizlerin nedenleri ülkeden ülkeye uygulanan iktisat politikalarına bağlı olarak farklılık göstermekle birlikte, söz konusu krizlerin önemli bir kısmında döviz kuru oynaklığının finansal istikrarı sekteye uğrattığı sonucu ortaya çıkmıştır. Bu durum, özel ve kamu kesimi finansal aktörleri varlık ve yükümlülükleri arasındaki para birimi ve vade uyumsuzluklarını analiz etmeye ve yabancı para birimi cinsinden borçlarını yönetmeye itmiştir.

Temel günah (TG) (Original Sin) sorunu ekonomi literatüründe ülkelerin uluslararası piyasalarda kendi para birimi cinsinden borçlanamamaları (hatta yerel piyasalarda uzun vadeli ve sabit faizli) olarak tanımlamıştır. Bu tezin amaçlarından biri TG probleminin nedenlerine ilişkin öne sürülen bazı yaklaşımların sınanmasıdır. TG'nin belirleyicileri ve bu değişkenlerin marjinal etkileri panel veri çift sensörlü tobit yaklaşımı yardımıyla 1990–2012 yılları arasında 41 ülke için tahminlenmiştir. Çalışmanın

sonucunda ülke ekonomisinin büyüklüğünün ülkelerin TG probleminin uluslararası bileşeninde önemli bir etken olduğu tespit edilmiştir. Ülkenin ekonomik ve finansal gelişmişlik düzeyinin problemin çözümünde önemli olduğu bulgusuna ulaşılmıştır. Güçlü politika ve kurumların, kredibilitesi yüksek bir para politikasının ve dalgalı kur rejiminin varlığı sorunun açıklanmasında önem arz eden diğer faktörler olarak belirlenmiştir. Etkin çalışmayan kredi piyasasının varlığı ve sözleşmelerin uygulanmasında yaşanan aksaklıklar ülkeleri söz konusu probleme açık hale getirmektedir.

Yabancı para cinsinden borcun, finansal krizlerin ortaya çıkmasındaki etkisi ise panel probit veri yöntemiyle, 1990–2010 yılları arasında 39 ülke için tahminlenmiştir. Yabancı para cinsinden borcun her zaman finansal krizlere sebep olmadığı çalışmada varılan en temel sonuçlardan biridir. Yüksek TG'nin varlığı tek başına krizlerin temel sebebi olmamakla beraber, doğru borç yönetim yaklaşımları ile yönetilmeyen TG, para, bankacılık ve borç krizleri yaşanma olasılığını artırmaktadır. Hem gelişmiş ülkeler hem de GOÜ'lerin yabancı para cinsinden borçlanmasına rağmen sadece GOÜ'lerin krize girme olasılığının yüksek olmasının altında yatan temel sebep dış borçların düzgün yönetilememesidir. Varılan diğer önemli bir sonuç ise; bankacılık ve para krizlerinin temel sebeplerinden biri olan para birimi uyuşmazlığı, ekonomik birimlerin borç yapılarını daha da kırılgan hale getirerek, borç krizlerini tetiklemektedir. Borç, para ve bankacılık krizlerinin birbirlerini etkilemesi ve ortaya çıkmasını tetiklemesi ulaşılan diğer önemli bir sonuçtur.

Anahtar Kelimeler: Uluslararası Finansal Krizler, Dış Borç Yönetimi, Temel Günah, Para Birimi Uyuşmazlığı, Tobit Yaklaşımı, Probit Yaklaşımı, Panel Veri Analizi.

ABSTRACT
Doctoral Thesis
Doctor of Philosophy(PhD)
The Primary Causes of International Financial Crises: Foreign Currency
Denominated Debt and Original Sin
Ela ÇOLPAN NART

Dokuz Eylül University
Graduate School of Social Sciences
Department of Economics
Economics Program

Borrowing in foreign currency has been an important source of financing especially for developing countries. However, despite its critical function in meeting the requirements of the economy, foreign currency borrowing was also among the main factors triggering and/or deepening the financial crises hindering the development progress of these countries. Foreign currency denominated debt brings financial weakness to developing economies. The foreign currency denominated debt is a source of financial instability that increases the likelihood of currency and debt crises. Economic literature points out that it is not solely the existence of foreign currency borrowing but the capacity of asset-liability management that matters regarding the effects on the economy.

Original sin in economy literature is defined as the inability of countries to borrow in domestic currency from abroad (even from domestic markets with long maturities and fixed interest rates). In this thesis, some of theories on determinants of international original sin phenomenon are investigated. Predicted values of foreign currency denominated indebtedness and it's marginal effects are obtained based on country characteristics by employing a panel data double censored tobit model estimation technique between 1990-2012 for 41 countries. The results suggest that absolute size of the economy is a

significant determinant of the international original sin. Financial and economic development is also found to be necessary in order to redeem from the original sin problem. Existence of strong policies and institutions, monetary credibility, and flexible exchange rate regime are found as other significant factors in terms of explaining the phenomenon. Countries that faces credit market imperfections and poor contract enforcement more prone to original sin problem.

What is the role of foreign currency debt in precipitating international financial crises? In this thesis we examine the effects of foreign currency debt on debt crises, currency crises, banking crises and the interrelation between these varieties of crises by employing panel data probit model between 1990-2010 for 39 countries . We pay special attention to the role of hard currency debt, currency mismatches and debt intolerance. We find fairly robust evidence that high exposure to foreign currency debt does not necessarily lead to a high chance of having a debt crisis, currency crisis, or a banking crisis. Our results do not find unambiguous support for the idea that hard currency debt is always associated with more financial turbulence. Good financial management of the original sin condition, strong financial development and agile responsiveness to crises seem to play a role in helping avoid crises. When countries match their hard currency liabilities with hard currency reserves or take out such debt in proportion to their export earning potential, they reduce their exposure to currency and banking crises which often can spill over into debt crises in the presence of balance sheet effects.

Keywords: International Financial Crises, External Debt Management, Original Sin, Currency Mismatch, Tobit Model, Probit Model, Panel Data Analysis.

**ULUSLARARASI FİNANSAL KRİZLERİN TEMEL KAYNAKLARI:
YABANCI PARA CİNSİNDEN BORÇLANMA VE TEMEL GÜNAH**

İÇİNDEKİLER

TEZ ONAY SAYFASI	ii
YEMİN METNİ	iii
ÖZET	iv
ABSTRACT	vi
İÇİNDEKİLER	viii
KISALTMALAR	xii
TABLolar LİSTESİ	xiv
ŞEKİLLER LİSTESİ	xvi
EKLER LİSTESİ	xvii
 GİRİŞ	 1

**BİRİNCİ BÖLÜM
ULUSLARARASI FİNANSAL KRİZLER**

1.1. FİNANSAL KRİZ TANIMLARI	6
1.2. FİNANSAL KRİZ TÜRLERİ	8
1.2.1. Para Krizi	10
1.2.2. Bankacılık Krizi	17
1.2.3. Sistemik Finansal Krizler	22
1.2.4. Dış Borç Krizi	24
1.3. FİNANSAL KRİZ MODELLERİ	26
1.3.1. Birinci Nesil Kriz Modelleri (Kanonik Model)	28
1.3.2. İkinci Nesil Kriz Modelleri	33
1.3.3. Üçüncü Nesil Kriz Modelleri	36
1.4. FİNANSAL KRİZ YAKLAŞIMLARI VE İLGİLİ LİTERATÜR	40

1.4.1. Keynesgil Yaklaşım ve Finansal Krizler	40
1.4.2. Yeni Keynesgil ve Finansal Krizler: Asimetrik Bilgi Yaklaşımı	42
1.4.3. Post Keynesgil ve Finansal Krizler: Borç ve Finansal Kırılganlık Yaklaşımı	47
1.4.3.1. Fisher Yaklaşımı	48
1.4.3.2. Minsky Yaklaşımı	49
1.4.3.3. Kindleberger Yaklaşımı	51
1.4.4. Finansal Krizlere Paracı Yaklaşımlar	52
1.4.5. Marksist Yaklaşım ve Finansal Krizler	54
1.5. FİNANSAL KRİZLERİN ÖNCÜ GÖSTERGELERİ	56

İKİNCİ BÖLÜM

FİNANSAL YÖNETİM YAKLAŞIMLARINA DAYALI DIŞ BORÇ YÖNETİMİ

2.1. FİNANSAL BİR KAVRAM OLARAK DIŞ BORÇ	62
2.1.1. Finansal Açıdan Dış Borçların Sınıflandırılması	64
2.1.2. Dış Borçlanma Nedenleri	66
2.1.3. Dış Borçların Kullanım ve Geri Ödeme Süreci	69
2.1.4. Finansal Açıdan Dış Borçluluk Düzeyinin Göstergeleri	71
2.1.4.1. Toplam Dış Borç / GSMH	73
2.1.4.2. Toplam Dış Borç / İhracat	74
2.1.4.3. Toplam Dış Borç Servisi / İhracat	75
2.1.4.4. Dış Borç Faiz Servisi / İhracat	75
2.1.4.5. Uluslararası Net Rezervler / Dış Borç Stoku	76
2.1.5. Dış Borçlanmanın Sınırı	76
2.1.6. Dış Borç Sorununun Çözümüne İlişkin Yaklaşım ve Uygulamalar	79
2.1.6.1. Quito Bildirisi	81
2.1.6.2. Baker Planı	82
2.1.6.3. Brady Planı	83
2.1.6.4. Paris Kulübü ve Resmi Borç Ertelemeleri	84

2.1.6.5. Londra Kulübü ve Ticari Borç Ertelemeleri	86
2.2. DIŞ BORÇ YÖNETİMİ	86
2.2.1. Dış Borç Yönetiminin Tanımı, Kapsamı ve Önemi	86
2.2.2. Dış Borç Yönetiminin İşlevleri	90
2.2.3. Dış Borç Yönetiminin İlkeleri	92
2.2.4. Dış Borç Yönetiminin Amaçları	95
2.2.5. Dış Borç Yönetiminin İşlevsel Yapısı	97
2.2.6. Dış Borç Yönetim Yapısı ve Birimleri	98
2.2.7. Dış Borç Yönetimine Yönelik Yaklaşımlar	100
2.2.7.1. Geleneksel Dış Borç Yönetim Yaklaşımları	102
2.2.7.2. Modern Dış Borç Yönetim Yaklaşımları	103
2.3. DIŞ BORÇLARIN SÜRDÜRÜLEBİLİRLİĞİ VE ÖDEYEBİLİRLİK	113
2.3.1. Dış Borcun Geri Ödenmemesinin Başlıca Kısıtları	115
2.3.1.1. Likidite Kısıtının Nedenleri	115
2.3.1.2. Yükümlülüklerin Yerine Getirilememesi	116
2.3.1.3. Yeniden Taahhüt Vermeme	117
2.3.2. Dış Borç Dinamiğinin Belirleyenleri ve Ödeyebilirlik Kuralı	119
2.3.3. Dış Borçların Temel Sürdürülebilirlik Göstergeleri	122
2.4. DIŞ BORÇ YÖNETİMİ AÇISINDAN FİNANSAL KRİZ RİSKİ	124

ÜÇÜNCÜ BÖLÜM

ULUSLARARASI FİNANSAL KRİZLER VE TEMEL GÜNAHIN BELİRLEYENLERİ ÜZERİNE BİR AMPİRİK ANALİZ

3.1. DIŞ BORÇ-ULUSLARARASI FİNANSAL KRİZ İLİŞKİSİ ÜZERİNE LİTERATÜR TARAMASI	132
3.2. DIŞ BORCUN FİNANSAL YAKLAŞIMLARA DAYALI ANALİZİ	137
3.2.1. Ödeyebilirlik Göstergeleri	148
3.2.1.1. Toplam Dış Borç / GSMH	148
3.2.1.2. Toplam Dış Borç / İhracat	149
3.2.2. Likidite Göstergeleri	150

3.2.2.1. Toplam Dış Borç Servisi / İhracat	150
3.2.2.2. Toplam Dış Borç Faiz Servisi / İhracat	151
3.2.2.3. Uluslararası Rezervler / Dış Borç Stoku	153
3.2.3. Temel Günah Göstergeleri	154
3.2.4. Uyumsuzluk Oranı	160
3.2.5. Greenspan – Guidotti Kuralı	164
3.3. EKONOMETRİK TAHMİN YÖNTEMİ	166
3.3.1. Temel Günahın Ampirik Analizi	166
3.3.2.1. Tobit Yaklaşımı Ampirik Bulguları	172
3.3.3. Dış Borç-Uluslararası Finansal Kriz İlişkisi	184
3.3.4.1. Probit Yaklaşımı Ampirik Bulguları	187
3.3.5. Ampirik Bulguların Genel Değerlendirmesi	200
3.3.6. Ampirik Bulgular Işığında Dış Borç Yönetimi	201
SONUÇ	204
KAYNAKÇA	213
EKLER	

KISALTMALAR

ABD	Amerika Birleşik Devletleri
BIS	Uluslararası Ödemeler Bankası
Bkz.	Bakınız
BM	Birleşmiş Milletler
BRICs	Brezilya, Rusya, Hindistan ve Çin'i temsil eden ülke grubu
DİBS	Devlet İç Borçlanma Senedi
CACs	Kolektif Hareket Yaklaşımı
GGK	Greenspan – Guidotti Kuralı
GOÜ	Gelişmekte Olan Ülke
GSMH	Gayrisafi Milli Hasıla
GSYİH	Gayrisafi Yurtiçi Hasıla
IDA	Uluslararası Kalkınma Örgütü
IIF	International Institute of Finance
IMF	Uluslararası Para Fonu
MB	Merkez Bankası
NBER	National Bureau of Economic Research
No	Numara
OECD	Ekonomik İşbirliği ve Kalkınma Örgütü
s.	Sayfa No
SDRs	Özel Çekme Hakları (Special Drawing Rights)
SDRM	Devlet Borçlarını Yeniden Yapılandırma Mekanizması
TCMB	Türkiye Cumhuriyeti Merkez Bankası
TG	Temel Günah
TL	Türk Lirası
USD	Amerikan Doları
UTG	Uluslararası Temel Günah
VOB	Vadeli İşlem ve Opsiyon Borsası
YTG	Yurtiçi Temel Günah
YTL	Yeni Türk Lirası
yy.	Yüzyıl
WB	Dünya Bankası

WGI

Dünya Yönetim Göstergeleri (World Governance Indicator)

TABLÖLAR LİSTESİ

Tablo 1: Para Krizleri Kronolojisi	s. 16
Tablo 2: Finansal Kriz Göstergeleri	s. 58
Tablo 3: Değişkenlerin Kriz Öncesi İlk Sinyallerini Verme Süreleri	s. 59
Tablo 4: Para ve Bankacılık Krizlerinin En İyi Göstergeleri	s. 60
Tablo 5: Finansal Krizlerle İlgili Yapılan Çalışmalarda Kullanılan Temel Göstergeler ve Performansları	s. 60
Tablo 6: GOÜ'lerin Dış Borçluluk Sınıflandırması	s. 73
Tablo 7: 1980'li Yıllarda Borç Krizi Yaşayan GOÜ'lerin Dış Borç Stokları (milyar dolar)	s. 81
Tablo 8: Dış Borç Yönetiminin İşlevleri ve Sonuçları	s. 92
Tablo 9: Borç Yönetiminin Temel İlkeleri	s. 93
Tablo 10: Türev Finansal Ürünler ve Temel Özellikleri	s. 105
Tablo 11: Forward ve Futures Sözleşmeleri Arasındaki Farklar	s. 111
Tablo 12: Türev Finansal Ürünlerin Döviz Piyasaları ve Faiz Oranları Çerçevesinde Likiditesi	s. 113
Tablo 13: Borç Yönetiminin Karşı Karşıya Kaldığı Riskler ve Risk Yönetim Politikaları	s. 129
Tablo 14: GOÜ'lerin Dış Borçlarla İlgili Temel Göstergeleri	s. 140
Tablo 15: En Borçlu 10 Ülkenin 2011 Dış Borç Stokları ve 2010-2011 Net Dış Borç Girişleri	s. 143
Tablo 16: GOÜ'lerin Bölge Gruplarına Göre Seçilmiş Dış Borç Rasyoları	s. 146
Tablo 17: G7 Ülkelerinin Dış Borç Stokları, 2006-2011 (milyar dolar)	s. 147
Tablo 18: GOÜ'lerde Toplam Dış Borç/GSMH Rasyosu	s. 149
Tablo 19: GOÜ'lerde Toplam Dış Borç/İhracat Rasyosu	s. 150

Tablo 20: GOÜ’lerde Toplam Dış Borç Servisi/İhracat Rasyosu	s. 151
Tablo 21: GOÜ’lerde Toplam Dış Borç Faiz Servisi/İhracat Rasyosu	s. 152
Tablo 22: GOÜ’lerde Uluslararası Rezervler/Dış Borç Stoku Rasyosu	s. 154
Tablo 23: GOÜ’lerde Temel Günah Göstergeleri (1993-2011)	s. 157
Tablo 24: TG ve Ekonomik Büyüklük	s. 174
Tablo 25: TG ve Ekonomik Gelişme Düzeyi	s. 175
Tablo 26: TG ve Parasal Kredibilite	s. 176
Tablo 27: TG ve Mali Sürdürülebilirlik	s. 177
Tablo 28: TG ve Dışa Açıklık	s. 178
Tablo 29: TG ve Kurumsal Yapı	s. 179
Tablo 30: TG ve Döviz Kuru Rejimi	s. 180
Tablo 31: TG ve Finansal Gelişme Düzeyi	s. 181
Tablo 32: TG’nin Belirleyicileri ve Marjinal Etkileri	s. 184
Tablo 33: Borç Krizlerinin Belirleyicileri	s. 189
Tablo 34: Borç Krizlerinin Belirleyicilerinin Marjinal Etkileri	s. 191
Tablo 35: Para Krizlerinin Belirleyicileri	s. 193
Tablo 36: Para Krizlerinin Belirleyicilerinin Marjinal Etkileri	s. 194
Tablo 37: Bankacılık Krizlerinin Belirleyicileri	s. 196
Tablo 38: Bankacılık Krizlerinin Belirleyicilerinin Marjinal Etkileri	s. 197
Tablo 39: Sabit Etkiler Tahmin Denklemi Sonuçları	s. 199

ŞEKİLLER LİSTESİ

Şekil 1: Ekonomik Krizler	s. 9
Şekil 2: Sermaye Hesabı Krizi ve Kredi Daralması Arasındaki İlişki	s. 15
Şekil 3: Birinci Nesil Kriz Modellerinde Kriz Oluşum Süreci	s. 31
Şekil 4: Finansal Krizlerin Aşamaları	s. 46
Şekil 5: Dış Borçların Sınıflandırılması	s. 66
Şekil 6: Dış Borçların Genel İşleyiş Şeması	s. 70
Şekil 7: GOÜ’lerde Temel Dış Borç Rasyoları (2003-2011)	s. 141
Şekil 8: Özel ve Kamu Net Borç Girişleri (2000-2011)	s. 142
Şekil 9: GOÜ’lerde Vade ve Borçlanan Yapısına Göre Dış Borç Stoğu (2000-2011)	s. 144
Şekil 10: GOÜ’lerde Temel Borç Rasyoları (2000-2011)	s. 145
Şekil 11: Seçilmiş Ülke Gruplarına Göre Dış Borç/GSYİH Rasyoları (2006-2011)	s. 148
Şekil 12: Ülke Gruplarına Göre Temel Günah Göstergeleri (1999-2010)	s. 158
Şekil 13: GOÜ’lerde Temel Günah Göstergelerinin Genel Görünümü (1999-2010)	s. 159
Şekil 14: Türkiye İçin Temel Günah Göstergeleri (1995-2012)	s. 160
Şekil 15: GOÜ’lerin Uyumsuzluk Oranları (1995-2011)	s. 162
Şekil 16: Türkiye İçin Uyumsuzluk Oranları (1995-2011)	s. 163
Şekil 17: GOÜ’lerde GGK Değerleri (1995-2011)	s. 165
Şekil 18: Türkiye İçin GGK Değerleri (1995-2012)	s. 165

EKLER LİSTESİ

EK 1: GOÜ'lerin Listesi (2012)	ek s.1
EK 2: Analize Dahil Edilen Ülkeler (Tobit Tahmin Denklemi)	ek s.3
EK 3: Tobit Tahmin Denklemi Açıklayıcı Değişkenler	ek s.4
EK 4: Analize Dahil Edilen Ülkeler (Probit Tahmin Denklemi)	ek s.6
EK 5: Probit Tahmin Denklemi Açıklayıcı Değişkenler	ek s.7
EK 6: Tobit Tahmin Denklemi Marjinal Etkiler Stata Tahmin Sonuçları	ek s.9
EK 7: Probit Tahmin Denklemi Marjinal Etkiler Stata Tahmin Sonuçları	ek s.25

GİRİŞ

a. Araştırma Konusunun Önemi ve Amacı

Bu araştırmanın temel amacı, dış borçlanmanın finansal kriz olgusu üzerindeki etkilerinin ortaya konulmasıdır. Araştırmanın genel amacı çerçevesinde söz konusu etkiler ekonometrik araçlarla uygulamalı bir biçimde analiz edilecektir. Bu bağlamda, dış borcun yönetilmesi konusunda çeşitli yöntemler ortaya konulurken, finansal kriz riskini dikkate alan dış borç yönetimi nasıl olmalıdır sorusu yanıtlanacak ve bağlantılı olarak dış borçların sürdürülebilirliği incelenecektir.

Dış borçlanma, özellikle gelişmekte olan ülkeler (GOÜ) için ciddi bir finansman kaynağıdır. Küreselleşen dünya ekonomisinde ülkelerarası ekonomik ilişkiler giderek yoğunlaşmaktadır. Bu yoğunluğun sonuçlarından birisi de yapılan dış borçlanmaların ekonomilere olan olumlu ya da olumsuz etkileridir. Dış borçlar geçmişte sadece olağanüstü dönemlerde başvurulması öngörülen bir finansman kaynağı iken, artık ülke ekonomilerinin gelişmesi için de kullanılmaktadır. Özellikle GOÜ'lerin sıkça başvurduğu bir finansman türü olan dış borçlanma ile bu ülkeler ekonomik kalkınmalarını tamamlamaya çalışmaktadırlar.

Yabancı para cinsinden borçlanma ekonominin temel ihtiyaçlarının karşılanmasını sağlamakla beraber, yanlış dış borç yönetimi zaman zaman finansal krizlerin oluşmasını tetikleyen, derinleştiren ve ülkelerin büyüme süreçlerini kesintiye uğratan nedenler arasında da yer almaktadır. Gelişmiş ve GOÜ'lerin ekonomik geçmişleri incelendiğinde, bugüne kadar birçok finansal kriz tecrübe ettikleri görülmektedir. Yaşanan finansal krizlerin nedenleri ülkeden ülkeye uygulanan iktisat politikalarına bağlı olarak farklılık göstermekle birlikte, söz konusu krizlerin önemli bir kısmında döviz kuru oynaklığının finansal istikrarı sekteye uğrattığı sonucu ortaya çıkmıştır. Bu durum, özel ve kamu kesimi finansal aktörleri varlık ve yükümlülükleri arasındaki para birimi ve vade uyumsuzluklarını analiz etmeye ve yabancı para birimi cinsinden borçlarını yönetmeye itmiştir. Bu nedenle doğru dış borçlanma ve dış borç yönetimi sadece finansal krizleri önleyici bir etki yaratmakla kalmayarak aynı zamanda ortaya çıkmış bir finansal krizin olumsuz etkilerini azaltmak, derinleşmesini ve yayılmasını önlemek için etkin bir iktisat politikası aracı olabilecektir.

Finansal krizler ve döviz kurları arasındaki ilişki borçlanma politikaları açısından incelendiğinde, borç stoku içerisinde yabancı para cinsinden borcun payının yüksek olduğu ülkelerde, döviz kurlarında yaşanan ani ve yüksek oynaklığın ilgili ülke ekonomisinde yıkıcı sonuçlar meydana getirdiği gözlenmektedir. Finansal krizlerin olumsuzlukları neticesinde ülkeler için etkin sürdürülebilir bir dış borçlanma ve borç yönetimi bir zorunluluk haline gelmektedir. Yaşanan olumsuz ekonomik gelişmeler, yerel para birimi cinsinden borçlanmanın önemini ortaya çıkarmış ve yerel borçlanma piyasalarının geliştirilmesinin temel borç yönetimi tekniği olması sağlanmıştır. Gelişmiş ülkelerin aksine gelişmekte olan ülkeler kendi para birimlerinden dış borçlanma olanağına sahip olmamaktadırlar. Yabancı para cinsinden borçlanan gelişmekte olan ülkelere döviz cinsi borcun varlığı, döviz kuru dalgalanmaları ile birlikte sermaye girişlerinin istikrarının kaybolması ve borç stokunda ani artışlar yaşanması riskini beraberinde getirmektedir. Bu nedenle, yerel borçlanma piyasalarının gelişmesi ve ekonominin maruz kaldığı döviz kuru riskinin azaltılması istikrar açısından önem taşımaktadır. Dolayısıyla, yerel para cinsinden borçlanma, kamu veya özel sektör gelir ve giderleri arasındaki para birimi uyumsuzluğunu ortadan kaldırarak iç borçlanma piyasalarının geliştirilmesine katkı yapmaktadır.

Etkin borç yönetimi olmak koşuluyla borçlanmanın kriz dönemlerinde etkili bir politika aracı olduğu kabul edilmektedir. Borç yönetimi, dünyanın pek çok ülkesinde belirli kriz dönemlerinde iyi bir kriz önleme aracı olmuştur. Ne var ki, günümüzde borçlanmanın krizi önlemedeki olumlu etkilerinden daha çok onun krizi tetikleyen yönü üzerinde durulmaktadır.

Bu araştırmada, dış borç – uluslararası finansal kriz ilişkisi ekonometrik tahmin denklemleri yardımıyla açıklamaya çalışılmıştır. Buna ek olarak, finansal kriz riskini dikkate alan dış borç yönetimi nasıl olmalıdır sorusu yanıtlanacaktır.

b. Araştırmanın Yöntemi

Bu araştırmada, dış borç – uluslararası finansal kriz ilişkisi tobit ve probit yaklaşımları yardımıyla açıklanmaya çalışılmıştır. Nitel bağımlı değişkenli panel veri modellerinden probit yaklaşımı bağımlı değişkenin kukla değişken olması durumunda kullanılmaktadır. Dış borç, para ve bankacılık krizlerinin

belirleyicilerinin tahmin edildiği ekonometrik tahmin denkleminde bağımlı değişkenlerimizin kukla değişken olması nedeniyle probit yaklaşımı kullanılmıştır. Sadece pozitif değer alan bağımlı değişkenin alt veya üst limite sahip olduğu modeller ise tobit yaklaşımı olarak tanımlanmaktadır. Ekonometrik tahmin denkleminin önemli belirleyicilerinden olan temel günah değerleri 0 ile 1 arasında değer aldığından tobit yaklaşımı yoluyla tahmin edilmiştir.

Finansal krizlerin nedenleri konusunda birinci, ikinci ve üçüncü nesil kriz modelleri olmak üzere, üç temel yaklaşım bulunmaktadır. Teorik modeller krizleri açıklamada eksik ve yetersiz kalsa da ve krizlerin nedenleri konusunda uzlaşmaya varamasalar da, her biri krizlerin farklı bir boyutuna dikkat çektiği için, gelebilecek krizin belirtilerinin ne olduğunu anlamamıza yardımcı olmaktadır. Yeni modeller, eski modellerin yanlışlığını ya da eksikliğini vurgulamak yerine, önceki modellerin yetersizliğinden ötürü geliştirilmiştir. Araştırmanın ekonometrik tahmin denklemleri üç teorik modelin de vurgu yaptığı değişkenleri içermekle birlikte özellikle üçüncü nesil modellerinin krizi belirleyen bağımsız değişkenlerini içermektedir.

Yabancı para cinsinden borcun ülke ekonomisi üzerinde yaratabileceği etkileri ele alan temel göstergeler ülkelerin borçlanabilme kapasiteleri, varlık-yükümlülük dengesi ve yabancı para likiditenin ölçümüne yönelik olarak geliştirilmiş göstergelerdir. Ekonomi ve finans literatüründe en çok kullanılan göstergeler; temel günah (TG), uyumsuzluk oranı ve Greenspan-Guidotti kuralıdır (GGK). Çalışmamızın ekonometrik analiz bölümünde temel günahın belirleyicileri tobit (çift sansürlü) yaklaşımı ile borç krizi, bankacılık krizi ve para krizlerinin belirleyicileri ise probit yaklaşımı ile tahmin edilmiştir. Tobit ve probit yaklaşımları ile tüm değişkenlerin marjinal etkileri de analiz edilmiştir.

Ekonometrik uygulamaya ek olarak analize dâhil edilen gelişmiş ve GOÜ'lerden oluşan ülkeler için rasyo analizi yapılmıştır. Ekonomi literatüründe genel kabul gören toplam 8 rasyo çerçevesinde ülkelerin dış borçluluk göstergeleri incelenmiştir. Rasyo analizinde kullanılan temel göstergeler arasında; Toplam Dış Borçlar/GSMH, Toplam Dış Borçlar/İhracat, Toplam Dış Borç Servisi/İhracat, Toplam Dış Borç Faiz Servisi/İhracat, Uluslararası Rezervler/Dış Borç Stoku, TG, uyumsuzluk oranı ve GGK bulunmaktadır.

c. Araştırmanın Planı

Araştırma üç bölümden oluşmaktadır. Uluslararası finansal krizleri ele alan birinci bölüm, beş alt ana başlık ile şekillendirilmiş ve finansal krizlerin teorik temelleri ortaya konulmaya çalışılmıştır. İlk alt ana başlıkta finansal kriz kavramının iktisat literatüründeki farklı tanımlarına yer verilmiştir. İkinci alt ana başlıkta para krizi, bankacılık krizi, sistemik finansal krizler ve dış borç krizlerinden oluşan finansal kriz türleri açıklanmıştır. Üçüncü alt ana başlıkta finansal kriz modelleri, dördüncü alt ana başlıkta ise farklı İktisadi okulların finansal kriz yaklaşımları aktarılmıştır. Finansal krizlerin öncü göstergelerine değinilen beşinci alt ana başlıkla birinci bölüm tamamlanmıştır.

Dış borç yönetimini inceleyen ikinci bölüm beş alt ana başlıktan meydana gelmiştir. Öncelikle dış borçların nedenleri ve dış borç düzeyini ölçmede kullanılan oranlar gözden geçirilmiştir. Tarihsel süreçte dış borç sorununu çözmeye çalışan yaklaşımlar ele alındıktan sonra geleneksel ve modern olmak üzere dış borç yönetimi yaklaşımları açıklanmıştır. Ardından dış borçların sürdürülebilirliği ve ödeyebilirlik koşulu kavramları ele alındıktan sonra temel sürdürülebilirlik göstergeleri sıralanmıştır. İkinci bölümün son alt ana başlığında çalışmanın özgünlük taşıdığı yerlerden biri olan finansal kriz riskini dikkate alan dış borç yönetimi açıklanmaya çalışılmıştır.

Araştırmamızın uygulama kısmını oluşturan üçüncü bölüm üç alt ana başlıktan oluşmuştur. İlk olarak dış borç – uluslararası finansal kriz ilişkisini farklı ekonometrik yöntemlerle araştıran seçici bir literatür özetine yer verilmiştir. Çalışmada iki tür uygulama kullanılmıştır. İlk uygulama rasyo analizidir. Analize dahil edilen ülkelerin farklı temel borçluluk rasyoları hesaplanarak, tablo ve şekiller yardımıyla ülkelerin borçluluk düzeylerinin karşılaştırılması sağlanmıştır. Daha sonra, dış borçların finansal kriz yaratıp yaratmayacağının test edildiği ekonometrik tahmin denklemleri ortaya konmuştur. Ekonometrik yöntemin açıklanmasından sonra uygulama kullanılan veriler tanıtılmış ve ampirik bulgular rapor edilmiştir. Araştırmanın uygulama bölümü ampirik bulguların genel değerlendirmesi ve bu değerlendirmelerin ışığında dış borç yönetiminin nasıl olması gerektiği konusunda sonuç ve önerilerle tamamlanmıştır.

BİRİNCİ BÖLÜM

ULUSLARARASI FİNANSAL KRİZLER

1.1. FİNANSAL KRİZ TANIMLARI

Kriz kelimesi Yunanca kökenli “krisis” kelimesine dayanmaktadır ve bir durumdan başka bir duruma geçerken ortaya çıkan kararsızlık anını dile getirmektedir. Kriz, sosyal bilimlerde çoğu kez “*buhran*”, “*bunalım*” “*birden bire meydana gelen kötüye gidiş yönündeki gelişme*”, “*büyük sıkıntı*” kelimeleri ile eş anlamlı olarak kullanılmaktadır. Kökenine bakıldığı zaman “karar vermek” anlamında olan kriz geçmiş ve geleceğe yönelik kararların sorgulanmasının gerekli olduğu anlamını taşımaktadır (Çapraz, 2001: 5).

Sosyal bilimler açısından kriz kavramının genel bir tanımını yapmak hiç de kolay değildir. İçinde bulunulan durumun ya da karşı karşıya kalınan olayların ne derece "kriz" olduğu kişiden kişiye değişebilmektedir. Herhangi bir durumu kriz olarak adlandırmak için krizin temel unsurları ya da özelliklerinin bilinmesinde yarar bulunmaktadır (Aktan ve Şen, 2002: 1225).

Ekonomik ve finansal açıdan da krizin farklı tanımları yapılmıştır. Ekonomik açıdan kriz, “*ekonomide aniden ve beklenmedik bir şekilde ortaya çıkan olayların makro açıdan ülke ekonomisini, mikro açıdan ise firmaları ciddi anlamda sarsacak sonuçlar ortaya çıkarması anlamına gelir*” (Aktan ve Şen, 2001: 1226). Kibritçioğlu (2001)’e göre ekonomik kriz, *genel olarak herhangi bir mal, hizmet, üretim faktörü veya finans piyasasındaki fiyat ve/veya miktarlarda kabul edilebilir bir değişme sınırının ötesinde gerçekleşen şiddetli dalgalanmalar* olarak tanımlanmıştır.

Kriz makro iktisadi açıdan iktisat politikası araçlarının etkisini kaybetmesidir. Mikro iktisadi açıdan ise mikro iktisadi karar birimlerinin, karar süreci belirleyen mekanizmaların özellikle fiyat mekanizmasının çökmesidir.

Finans alanında kriz, açık ya da gizli bir şekilde spekülatif saldırılar sonucunda ülke parasının değerinin hızla düşmesi, ülkenin uluslararası rezervlerinde hızlı bir gerilemenin oluşması veya bu iki durumun aynı anda gelişmesidir (Malatyali, 2000: 58-59). Finansal kriz, genel olarak herhangi bir mal, hizmet, üretim faktörü ya da finans piyasasındaki fiyat ve miktarda kabul edilebilir bir değişme sınırının ötesinde gerçekleşen şiddetli dalgalanmalar ve buna bağlı olarak finansal

piyasaların kendinden beklenen işlevleri yerine getirememesi olarak tanımlanabilir. Diğer yandan, Paul Krugman krizin belirli bir tanımının bulunmadığını öne sürerken, Edward ve Santanella ise krizleri, paranın değerindeki belirgin bir düşüşe bağlamıştır (Sevim, 2012: 6).

Etkiledikleri sektörler açısından ekonomik krizler, reel sektör krizleri ve finansal sektör krizleri şeklinde ikili bir ayırıma tabi tutulabilir. Arz yönlü etkiler doğuran reel krizler, üretimde ve/veya istihdamda önemli daralmalar şeklinde ortaya çıkarlar. Hem arz hem de talep yönlü etkileri bulunan finansal krizler ise ekonominin reel kesimi üzerinde tahrip edici etkiler yaratabilen ve piyasaların etkin işleyiş gücünü bozan finansal piyasa çöküşleridir (Delice, 2003: 58). Krizler, finansal yatırımcıların ülke koşullarının riskli hale geldiği konusundaki beklentilerine bağlı olarak, giriştikleri spekülasyon atakları sonucu başlar ve bu atakların yoğunluğu ölçüsünde şiddet kazanır (Afşar, 2004: 78).

Finansal krizleri mikro karar birimleri açısından ele alan Mishkin'e göre, ahlaki tehlike (moral hazard) ve ters seçim (adverse selection) gibi fiyat mekanizmasını bozan etkiler, finansal piyasaların kaynaklarının tahsisinde işlevini kaybetmesine yol açar. Bunun sonucunda ekonomik değişkenler arasındaki ilişkileri gösteren parametreler zamana göre değişkenlik gösterir. Bunun anlamı krizlerin doğrusal olmayan özelliklerinin olmasıdır. Bu süreç uluslararası düzeyde ticaret hadlerinin bozulması sonucunda uluslararası parasal sistemin çökmesiyle sonuçlanır. Bu konu Kindleberger tarafından ele alınmıştır (Mishkin, 1999b: 1).

Kindleberger, krizlerin yaygın, derin ve uzun süreli olmasını uluslararası bir son kredi merciinin bulunmamasına bağlamaktadır. Kindleberger kriz sürecinin üç aşamasını cinnet, panik ve çöküş (mania, panic ve crash) olarak tanımlamıştır. Cinnet sırasında, yatırımcılar paradan kaçarak ya da borçlanarak reel ya da finansal varlıklara yönelmektedir. Panik sırasında ise bunun tersi bir davranış sergilenmekte, reel ya da finansal varlıklardan paraya geçmeye çalışılmakta ya da borcun geri ödenmesine başlanmaktadır. Çöküş sırasında ise, cinnet sırasında büyük bir istekle alınan tüm reel ya da finansal varlıkların fiyatları düşmekte ve süreç üç aşamada sonuçlanmaktadır (Kindleberger, 2007: 2-10).

Raymond Goldsmith'in tanımına göre finansal kriz, finansal göstergelerin tümünün ya da çoğunun keskin, kısa ve döngüsel bir biçimde bozulması olarak

tanımlanmaktadır. Parasalcı okuldan Michael Bordo ise finansal krizi beklentilerdeki değişim, bazı finansal kurumların iflasından duyulan korku, taşınmaz ve likit olmayan varlıkların paraya çevrilme girişimi ile birlikte ortaya çıkan para arzındaki daralma bağlamında tanımlamaktadır (Kindleberger, 2007: 9). Bu tanımlama likiditeye dayalı olarak yapılmıştır.

Genel olarak ülke para birimlerinin özellikle rezerv para olarak kabul edilen diğer ülke para birimleri karşısında değer kaybetmesi likidite krizlerinin en önemli nedeni olarak görülmektedir. Bunun ana nedeni ulusal para birimlerinin aşırı değerliliğini ortadan kaldıracak spekülasyon saldırıların rezerv kaybına ve bu kanaldan para arzının azalmasına yol açarak likidite krizine neden olmasıdır. Özellikle ülkelerin yabancı para birimleri cinsinden borçlanmaları yukarıda belirtilen krizlerin ekonominin üzerinde finansal konjonktür dalgalanmalarının ortaya çıkmasına yol açmaktadır (Kaminsky, Lizondo ve Reinhart, 1998: 15).

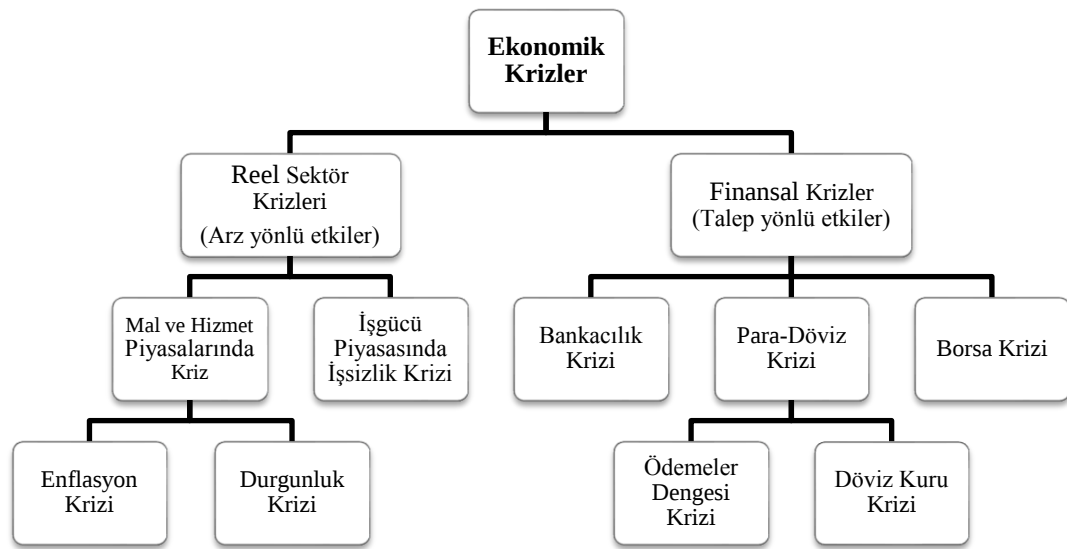
Likidite krizleri, ekonomide iç ticaret hadleri üzerindeki etkisine bağlı olarak mikro iktisadi sonuçlar ortaya çıkarmaktadır. Bu sonuçların en önemlileri, ekonomide emek ve sermayenin sektörler arasında dağılımının değişmesidir. Bununla birlikte dış ticaret hadlerinin de sürekli olarak likidite krizlerinin sonucunda değişmesi ülkelerin ödemeler dengesi üzerinde etkilere yol açar. Bu durum sonucunda, döviz kuru, faiz ve hisse senedi fiyatlarında görülen anormal değişimlerden veya bankacılık sisteminde bankalara geri dönmeyen (batık) kredilerin aşırı derecede artmasıyla krizler derinleşmektedir (Kibritçioğlu, 2001: 175-176).

1.2. FİNANSAL KRİZ TÜRLERİ

Finansal krizlerin sınıflandırılması konusunda literatürde farklı yaklaşımlar yer almaktadır. Finansal kriz türlerinin iç içe geçmiş olması, birinin diğeri için neden ya da sonuç olabilmesi, sınıflandırmayı zorlaştırmaktadır. Temel bir ayırım mal ve hizmet piyasaları ile işgücü piyasalarını içeren ve enflasyon-resesyon, işsizlik olgularına dayanan reel sektör krizi ile bankacılık, para-döviz, dış borç-ödemeler dengesi ve borsa gibi türlere ayrılan finansal krizler şeklinde gözlemlenmektedir (Bayraktutan, 2006: 25).

Kibritçioğlu (2001) makro ekonomik kriz türlerini reel sektör krizleri ve finansal krizler olmak üzere iki ana başlık altında incelemiştir. Kibritçioğlu (2001) tarafından yapılan sınıflandırma Şekil 1’de verilmiştir. Bu sınıflamaya göre reel sektör krizleri, mal ve hizmet piyasalarında kriz ve işgücü piyasasında kriz olmak üzere iki alt başlık altında ele alınmaktadır. Finansal krizler ise; bankacılık, para ve borsa krizi olmak üzere üç ana başlık altında ele alınmaktadır.

Şekil 1: Ekonomik Krizler



Kaynak: Kibritçioğlu, 2001, s. 175¹.

Feldstein (1999) finansal krizleri cari hesap krizleri, bilanço krizleri, banka paniklerinin yol açtığı para krizleri ve bulaşma-irrasyonel spekülasyon krizleri olarak dört grup olarak sınıflandırmıştır. Jacobs, Kuper ve Lestano (2004) ise finansal krizleri para, bankacılık ve borç krizleri olmak üzere üç ana başlık altında ele almışlardır. Radelet ve Sachs (2000)’ e göre finansal krizler; makroekonomik politikaların yol açtığı krizler, finansal panikler, finansal fiyatlardaki şişkinliklerin (köpük) patlaması ve ahlaki tehlike krizleri olmak üzere dört ana başlık altında

¹ Söz konusu çalışmada, Para-döviz krizleri, ödemeler dengesi krizleri ve döviz kuru krizleri olarak iki ayrı başlık altında sınıflandırılmıştır. Böylelikle, sabit kur sistemi uygulanan ülkelerdeki döviz krizleri, ödemeler dengesi krizi diye adlandırılarak dikkat döviz rezervi azalmalarına çekilirken, esnek kur sistemi uygulanan ülkelerdeki krizlere döviz kuru krizi adı verilerek, dikkat rezerv azalmaları yerine kur değişmelerine çekilmiş olmaktadır.

incelenmiştir. Başka bir çalışmada ise krizler kaynaklandıkları sektöre göre özel-kamu ve bankacılık-şirket krizleri; dengesizliklerin yapısına göre, akım dengesizlikler (cari hesap ve bütçe dengesizlikleri) ve stok dengesizlikleri (varlıklar ve yükümlülüklerin uyumsuzluğu) ve bu dengesizliklerin kaynaklandığı finansmanın vadesine göre likidite krizi ve borç ödeyememe krizi şeklinde de sınıflandırılabilir (IMF, 2002: 7).

Genel kabul gören diğer bir yaklaşıma göre özellikle gelişen piyasalarda yaygın olarak finansal krizler ana hatlarıyla; para, bankacılık, sistemik finansal krizler ve dış borç krizleri olmak üzere dört grupta toplanabilmektedir. Bu krizler genellikle birbirini takip ettikleri ya da birbirlerinin nedenleri oldukları için bunlar arasında çok kesin çizgilerle ayırım yapılamamaktadır (Delice, 2003: 59). IMF (1998) krizleri sınıflandırırken para krizi, bankacılık krizi, sistemik finansal kriz ve dış borç krizi olmak üzere dört başlık altında ele almıştır. Çalışmanın bu bölümünde IMF'nin yapmış olduğu sınıflamaya göre finansal krizler dört ayrı başlık altında incelenecektir.

1.2.1.Para Krizi

Para krizleri, para arzı üzerinde aşırı daralmaya yol açan etkilere bağlı olarak ortaya çıkmaktadır. Bu açıdan değerlendirildiğinde likidite krizine benzer olmaktadır. Para krizleri ülkelerin varlık-yükümlülük yapısına bağlı olarak ortaya çıkan etkiler sonucunda ekonominin bütünü üzerinde etkisi olur. Varlık-yükümlülük yapısı ülkeye yönelik sermaye giriş ve çıkışlarının en temel nedenidir.

Para krizi genel olarak bir spekülasyon etki sonucunda döviz kurlarında ani bir hareketi ve sermaye akımlarındaki şiddetli değişimleri ifade etmekte ve paranın ani değer kaybı olarak tanımlanmaktadır. Ayrıca para krizi tanımı, sadece sabit döviz kuru sisteminin geçerli olduğu ülke paralarına yönelik spekülasyon saldırıları değil, aynı zamanda belirli bir bandın dışında daha büyük boyutlarda bir devalüasyona yol açan spekülasyon saldırıları da kapsar. Kuşkusuz ülkenin uyguladığı kur politikasına göre bu tanım değişecektir. Eğer sabit kur sistemi geçerli ise, devalüasyon oranlarındaki hızlı yükseliş kriz olarak değerlendirilirken, dalgalı kur sistemlerinde,

kurun ortalama piyasa değerinden önemli ölçüde sapmalar göstermesi kriz olarak değerlendirilmektedir (Sevim, 2012: 7).

Başka bir ifadeyle döviz kuru ya da para krizi, ulusal paraya yönelik spekülatif saldırı sonucu ulusal paranın devalüasyon ya da keskin bir değer kaybıyla sonuçlanan ve Merkez Bankası'nı büyük miktarlarda rezerv satışı ya da faiz oranlarını yükselterek savunmaya zorlayan kriz türüdür. Bazı iktisatçılar para krizlerini “eski tip” veya “yavaş hareket eden” para krizleri ile “yeni tip” para krizleri olarak bir ayrıma tabi tutmuşlardır. Eski tip krizler, aşırı harcama ve reel değerlenme politikaları sonucu cari hesap açığının artmasıyla derinleşen ve genellikle sermaye kontrolleri ile devalüasyonla sonuçlanan kriz tipidir. Yeni tip parasal krizler ise, sermaye piyasalarının serbestleştiği ve bütünleştiği bir ortamda daha çok yatırımcıların piyasalarla ilgili olumsuz beklentileri sonucu döviz kurları üzerinde şiddetli baskılar oluşturmaları sonucunda ortaya çıkmaktadır (IMF 2002: 6). Başka bir ifadeyle para krizleri, sermaye giriş çıkışlarının ortaya çıkardığı krizlerdir.

Frankel ve Rose para krizini, ulusal paranın nominal değer yitirme oranının %25 olması ve bu devalüasyon oranının bir önceki yıla göre %10'dan daha fazla olması olarak tanımlamışlardır (Frankel ve Rose, 1996: 4).

Kaminsky ve Reinhart (1996); Kaminsky, Lizondo ve Reinhart (1998)'ye göre ise para krizi; finansal baskı endeksi (exchange market pressure index) ile tanımlanmaktadır. Döviz kurundaki ve brüt uluslararası rezerv düzeyindeki yüzde değişmelerin ağırlıklı ortalamalarından oluşan spekülatif baskı endeksinin, ortalamasından üç standart sapma uzaklaşması para krizi olarak tanımlanmaktadır. Diğer bir anlatımla, elde edilen spekülatif baskı endeksinin ilgili dönemdeki ortalaması ve standart sapması hesaplanmakta, daha sonra endeksin ortalamasından hesaplanan standart sapma değerinin üç katı kadar uzaklaşması kriz olarak kabul edilmektedir.

Eichengreen, Rose ve Wyplosz (1995) de para krizini, finansal baskı endeksi (speculative pressure index) ile tanımlamaktadır. Farklı olarak finansal baskı endeksinde faiz oranındaki değişimleri de kullanmaktadır. Faiz oranındaki, döviz kurundaki ve brüt uluslararası rezerv düzeyindeki yüzde değişmelerin ağırlıklı ortalamalarından oluşan spekülatif baskı endeksinin ortalamadan sapması para krizi olarak tanımlanmaktadır.

Para krizlerini, ödemeler dengesi krizi ve döviz kuru krizleri şeklinde sınıflandırmak da mümkündür. Sabit kur uygulayan ülkelerde döviz rezervlerindeki azalma önem kazanmakta ve para krizleri ödemeler dengesi krizleri olarak adlandırılmaktadır. Esnek kur sistemi uygulayan ülkelerde ise, para krizleri döviz kuru krizi olarak adlandırılarak kur değişmelerine dikkat çekilmek istenmektedir (Delice, 2003: 59). Kibritçioğlu (2001)'e göre para krizlerinin belirleyicileri beş grup altında toplanabilir: “(1) Zayıf makroekonomik göstergeler ve hatalı iktisat politikaları, (2) Finansal altyapının yetersizliği, (3) Ahlaki risk (moral hazard) ve asimetrik enformasyon olgusu, (4) Piyasadaki kreditorlerin ve uluslararası kuruluşların hatalı his ve önsezileri ve (5) Siyasal suikast ya da terör saldırısı gibi bazı beklenmedik olay ve tesadüfler”.

Krizlerin bulaşıcı olması ve rasyonel olmayan spekülasyonlar da para krizlerinin nedenleri arasındadır. Bir ülke esnek döviz kuru sistemi uygulasa bile, piyasadaki beklentiler ya da piyasalara yansıyan yeni bilgilere piyasa aktörlerinin tepkileri nedenleriyle ülkenin parası önemli ölçüde dalgalanma gösterebilir. Bunlara ek olarak, coğrafi bölge, ticaret ortaklıkları, yatırımcıların portföy stratejileri ve başka ekonomik sebeplere bağlı olarak oluşan bulaşma etkisi, ülke parasının değer kaybetmesine neden olur. Ülke parasının değerini kaybetmesi enflasyonu artırabilir veya ülkenin dış borçlarının artmasına neden olarak ülkeyi dış borç krizine sürükleyebilir. Eğer ülke yeterli uluslararası rezerve sahip değil veya uluslararası piyasalarda kredibilitesi yoksa parasının değer kaybını önleyemez (Özer, 1999: 32).

Bankacılık sisteminin çöküşü de para krizine yol açabilir. Mevduat sahipleri çeşitli bankalarda bulunan mevduatlarını, istedikleri zaman bankadan çekebilecekleri konusunda güvene sahip oldukları sürece bankalarda tutarlar. Mevduat sahipleri bu güveni kaybettikleri anda, bankalar mevduat çekme taleplerini karşılayamazlarsa, bankaların batacağı korkusu kendi kendini besleyen bir krize dönüşür (Özer, 1999: 31).

Bunlara ek olarak mevduat sahiplerinin, Merkez Bankasının en son kredi verme merci olmasının, bankalardaki çöküşü önleyemeyeceği biçiminde bir beklentiye sahip olması durumunda kriz daha da derinleşecektir. Bu durumda mevduat sahiplerinin yapabileceği en akıllı hareket, tüm mevduatlarını yurtiçinden çekip yurtdışındaki bankalara yatırmak olacaktır. Birçok mevduat sahibinin aynı şeyi

yapması durumunda ülke parasında kaçış başlar ve sonucunda ülke parasının değeri düşer. Hükümet bunu önlemeye çalışırsa, ülkenin uluslararası rezervleri azalır ve döviz kurunun çökmesi olasılığı daha da artar (Özer, 1999: 31-32).

Özellikle 1970'lerden sonra uluslararası finans piyasasında çok sayıda para krizleri yaşanmıştır. Dünya üzerindeki çeşitli ülkeler çeşitli zamanlarda krizlerle karşılaşmış ya da krizlerin baskısını hissetmiştir. 1976 yılında Meksika, 1980'lerin başında ve ortasında Arjantin, Brezilya, Meksika ve Peru, 1980'lerde Şili ve Arjantin, 1992 yılında Avrupa döviz kuru krizi, 1995 Meksika krizi ve 1997 yılında başlayıp Asya'nın büyük bir bölümüne yayılan Güneydoğu Asya krizi yaşanan para krizlerine örnek teşkil etmektedir (Saxena ve Wong, 1999: 3).

Para krizlerinin en önemli özelliği yayılma mekanizmasının ortaya çıkarttığı yıkıcı etkilerdir. Bu etki son Güneydoğu Asya krizinde kendini belirgin bir biçimde göstermiştir. Kriz önce sadece bir ülkede ortaya çıkmış, bölge ekonomilerinin yapılarının birbirine benzer olması ve ticari bağlantılarının yüksekliği nedeniyle Güneydoğu Asya'nın önemli bir kısmında yıkıcı etkilere neden olmuştur.

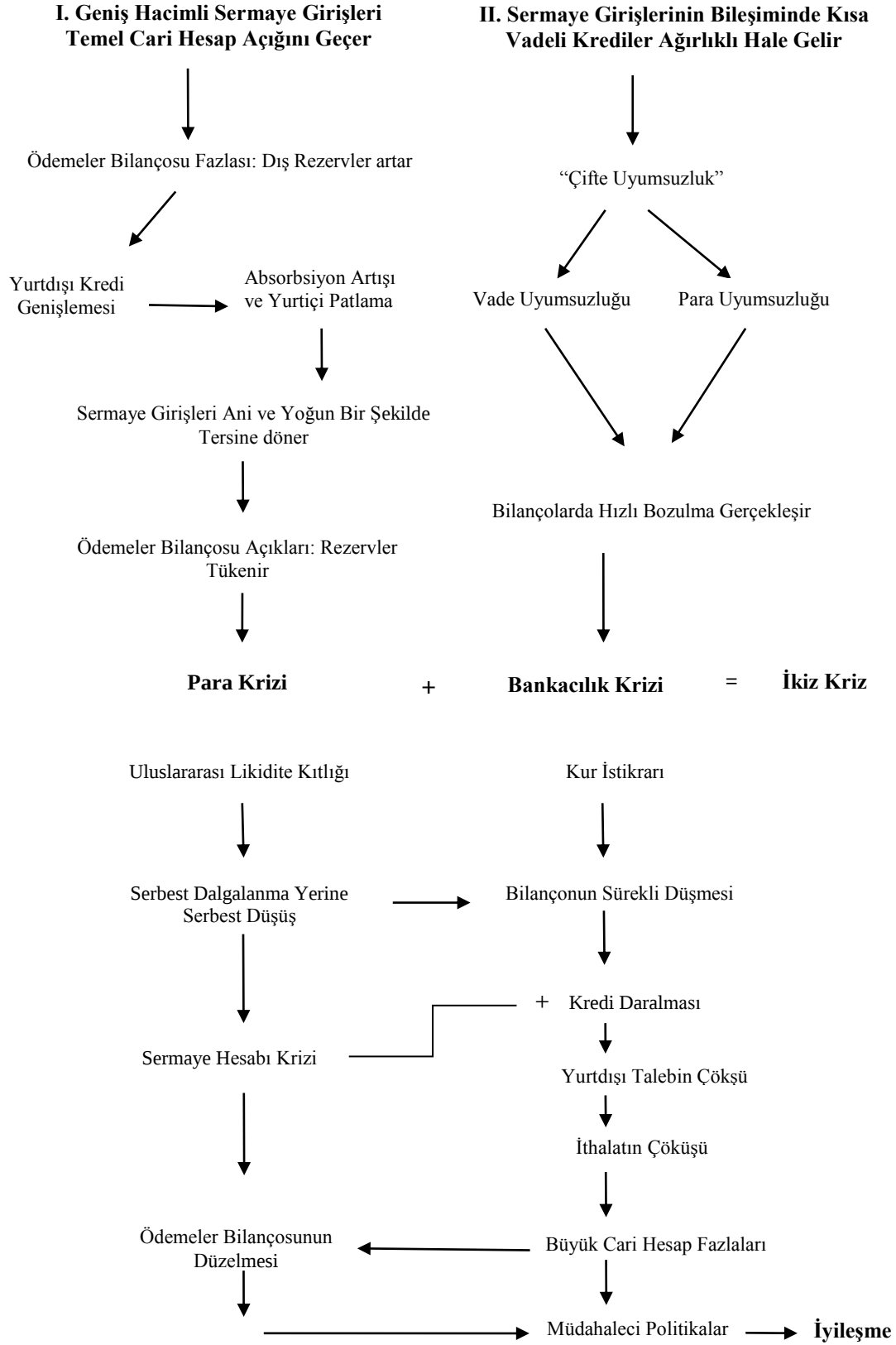
IMF (1998) döviz kuru, faiz oranı ve uluslararası döviz rezervlerini dikkate alarak oluşturduğu kur baskı endeksine göre belirlediği para krizi dönemlerini 1975 ile 1997 yılları arasında 22 gelişmiş ve 31 gelişen ülke için incelemiştir. Döviz kuru baskı endeksinin artarak belirli bir eşik değerini geçmesi ülkenin para krizi ile karşı karşıya kaldığını göstermektedir. Elde edilen sonuçlara göre, ele alınan dönemi kapsayan 22 yılda bu ülkelerde 158 para krizi belirlenmiş ve bu para krizlerinin 55'i döviz kurunun aşırı değerlenmesinden, 55'i ise uluslararası döviz rezervlerindeki azalmadan kaynaklandığı sonucuna varılmıştır. Ayrıca para krizlerinin 1987 ile 1997 döneminde daha fazla ortaya çıktığı ve özellikle 1970'li yılların ortasında ve 1980'li yılların sonlarında para krizlerinin sayısında önemli derecede artış olduğu kaydedilmiştir.

Yoshitomi ve Shirai (2000), 1990 sonrası dönemde GOÜ'lerde yaşanan para krizlerinin büyük bir kısmında krizin tetiğini çeken unsurun yüksek sermaye hareketliliğinin ortaya çıkardığı sermaye hesabı krizleri olduğunu belirtmişlerdir. Teorik olarak, sermaye akımlarındaki bir tersine dönme para krizlerini başlatabilir ve dış finansman kaynaklarının tükenmesinden dolayı cari hesap açıklarında bir azalmayı beraberinde getirebilir. Sermaye hesabı krizlerinin en önemli iki bileşeni,

hacimli sermaye girişleri ve bu sermaye içerisinde kısa vadeli kredilerin ağırlıklı olmasıdır. Bu iki durum birlikte para ve bankacılık krizlerine yol açmaktadır. Söz konusu krizlerin oluşum mekanizmaları genel olarak Şekil 2’de gösterildiğı gibi işlemlenmektedir.

Kaminsky (2006) döviz kuru baskı endeksini kullanarak 1970 ile 2002 yılları arasında 20 gelişmiş ve gelişen ülke için belirlediğı para krizlerini ve tarihlerini sıralamıştır. Sıralama sonuçları Tablo 1’de yer almaktadır.

Şekil 2: Sermaye Hesabı Krizi ve Kredi Daralması Arasındaki İlişki



Kaynak: Yoshitomi ve Shirai, 2000, s. 85.

Tablo 1: Para Krizleri Kronolojisi

Ülke	Para Krizi	Ülke	Para Krizi	Ülke	Para Krizi	Ülke	Para Krizi
Arjantin	Haziran 1970 Haziran 1975 Şubat 1981 Temmuz 1982 Eylül 1986 Nisan 1989 Şubat 1990 Şubat 2002	Kolombiya	Mart 1983 Şubat 1985 Ağustos 1995 Eylül 1997 Eylül 1998 Ağustos 1999 2002	Norveç	Haziran 1973 Şubat 1978 Mayıs 1986 Aralık 1992 Temmuz 1998 Temmuz 1999 Kasım 2000 2008	Şili	Aralık 1971 Ağustos 1972 Ekim 1973 Aralık 1974 Ocak 1976 Ağustos 1982 Eylül 1984 1987 1989 2008
Bolivya	Kasım 1982 Kasım 1983 Eylül 1985 1987 1989	Malezya	Temmuz 1975 Ağustos 1997 Haziran 1998	Peru	Haziran 1976 Ekim 1987 Eylül 1988 1998	Uruguay	Aralık 1971 Ekim 1982 1993 2001 2002
Brezilya	Şubat 1983 Kasım 1986 Haziran 1989 Kasım 1990 Ekim 1991 Ocak 1999 2001 2002, 2008	Finlandiya	Haziran 1973 Ekim 1982 Kasım 1991 Eylül 1992	Meksika	Eylül 1976 Şubat 1982 Aralık 1982 Aralık 1994 1998 2008	İspanya	Şubat 1976 Temmuz 1977 Aralık 1982 Eylül 1992 Mayıs 1993 2005
Filipinler	Şubat 1970 Ekim 1983 Haziran 1984 Şubat 1986 Aralık 1997 2000	Endonezya	Kasım 1978 Nisan 1983 Eylül 1986 Aralık 1997 Ocak 1998 2000 2008	Tayland	Kasım 1978 Temmuz 1981 Kasım 1984 Temmuz 1997 Ocak 1998 Eylül 1999 Temmuz 2000	Venezuela	Şubat 1984 Aralık 1986 Mart 1989 Mayıs 1994 Aralık 1995 2002 2004, 2010
Danimarka	Mayıs 1971 Haziran 1973 Kasım 1979 Ağustos 1993 2010	İsrail	Kasım 1974 Kasım 1977 Ekim 1983 Temmuz 1984	İsveç	Ağustos 1977 Eylül 1981 Ekim 1982 Kasım 1992 2005, 2008	Türkiye	Ağustos 1970 Ocak 1980 Mart 1994 Şubat 2001 2008

Kaynak: Kaminsky, 2006, s. 511 temel alınarak hazırlanmış, Kaminsky ve Rogoff (2011) ile güncellenmiştir.

1.2.2. Bankacılık Krizi

Bankaların bilançolarının aktiflerinin kalitesinin kötüleşmesi, bankaların portföylerinde verimli olmayan fonların payının yüksekliği, varlık fiyatlarında ortaya çıkan ani dalgalanmalar, batan firma sayısındaki artışlar, politik ve ekonomik koşullardaki değişimler sonucunda mali güvenin kaybolması dolayısıyla tasarruf sahiplerinin mevduatlarını çekmek için bankalara hücum etmeleri veya başka bir nedenle bankaların yükümlülüklerini karşılamada yetersiz kalması nedeniyle kamu otoritesinin söz konusu bankaların faaliyetlerine son vermesi, birleşmelere zorlaması, devletleştirilmesi veya önemli miktarda mali destekte bulunması bankacılık krizi olarak adlandırılmaktadır.

Sistemdeki bankaların sermayelerinin tamamının veya büyük bir kısmının kaybedilmesi sistemik bankacılık krizleri olarak; devlet yönetiminin bankalara el koyması, birleşmeye veya kapanmaya zorlaması, bankaların mevduatlarına yönelik aşırı çekilişler gibi bankaları olumsuz etkileyen durumların varlığı ise, geniş anlamda bankacılık krizleri olarak tanımlanmaktadır (Altıntaş, 2004: 40).

Caprio (1998)'ye göre bankacılık krizleri; genellikle bankaları yükümlülüklerini yerine getiremeyip ertelemeye zorlayan, banka başarısızlıkları ve banka iflasları durumunda; mevduatlarının kendilerine ödenemeyeceği algı ve korkusu nedeniyle mevduat sahiplerinin bir ya da daha fazla bankadan kaçışları/panikleri durumunda veya hükümetlerin bu durumu önlemek için kurtarma ve kamulaştırma operasyonlarıyla müdahale ettiği durumlarda veya geniş ölçüde dönmeyen kredilerin varlığı halinde ortaya çıkmaktadır (Yay, 2001: 5).

Kaminsky ve Reinhart (1999)'a göre bankacılık krizi, finansal kurumların kapanmasına, birleşmelerine ya da kamu sektörü tarafından ele geçirilmesine neden olmaktadır. Bir bankacılık krizinin ise ancak hükümet yardımı bittikten sonra sona ereceğini belirtilmektedir (Lestano, Kuper ve Jacobs, 2003: 4-5).

Demirgüç-Kunt ve Detragiache (1997: 12) bankacılık krizini sistemik kriz bölümleri olarak tanımlamaktadır. Bu bölümler: “(1) Ödenmemiş borçların toplam varlıklara oranının en az % 10 olması, (2) Kurtarma operasyonunun maliyetinin GSYİH'nın % 2'sini geçmesi, (3) Banka problemlerinin büyük ölçekte banka

millileştirilmeleri ile sonuçlanması ve (4) Mevduat dondurma, banka tatillerinin sürdürülmesi, genelleştirilmiş mevduat garantisi getirilmesi gibi acil önlemlerin ortaya çıkmasıdır”.

GOÜ'lerde ortaya çıkan bankacılık krizlerinin öncü göstergeleri arasında borç vermede yaşanan hızlı artış, döviz kuru rejimleri, dışsal faktörlerdeki dengesizlik, hızlı finansal serbestleşme, ileriye dönük gözetim eksikliği, yasal ve kurumsal zayıflıklar yer almaktadır (Eichengreen ve Artate, 2000: 2-3). Banka mevduatlarının geri çekilmesi ya da bankaların aktif yapısındaki kötüleşme, bankacılık krizinin başlangıcı olarak değerlendirilebilmektedir. Bankacılık sisteminin finansal yapısının zayıflığı ise krizleri başlatan bir diğer faktördür (Ural, 2003: 12).

Bankacılık krizlerinin gerçekleşmesinin çok çeşitli nedenleri mevcuttur. Faiz oranları, kredi, likidite ve piyasa riski gibi bankacılık sistemi içinde yer alan makro ekonomik değişkenler son 20 yılda bankacılık krizlerinin önemli belirleyicileri konumuna gelmiştir. Bazı bankacılık krizleri ise ödeme gücü olan bir bankanın likidite sıkıntısına girmesinin sonucu olarak diğer bankalara yayılması gibi kendi kendini besleyen bir şekilde ortaya çıkabilir. Bu durumda kriz asimetrik bilgi ve banka hücumları ile birlikte oluşmaktadır. Bankacılık krizlerinin diğer bir diğer önemli bileşeni artan kredi riski veya borç alanların temerrüt olasılığıdır (Davis ve Karim, 2008: 90).

Bununla birlikte Mishkin (1996) bankacılık krizinin nedenleri olarak, faiz oranlarındaki artış, ekonomideki belirsizliğin artması, varlık piyasasının banka bilançoları üzerine etkisi ve banka paniklerini göstermiştir.

Bankaların faaliyetlerini gerçekleştirirken karşı karşıya kaldıkları riskler; likidite riski, faiz oranı riski, kredi riski ve kur riskidir. Bu riskler bankacılık krizlerinin oluşma olasılığını artırmaktadır. Bu riskler;

Likidite Riski: Likidite riski; bankaların ekonomik birimlere karşı yükümlülüklerini yerine getiremedikleri, vadesi gelen borçları ödeyemedikleri, yeterli kaynak girişinin sağlanamadığı ya da ani talep yükselişlerinin yaşandığı durumlarda ortaya çıkan risk türüdür (Babuşcu, 1997: 62). Bankaların kısa vadeli borçlanıp uzun vadeli borç vermelerinden dolayı aktifleri ve pasifleri arasında vade uyumsuzluğu ortaya çıkmaktadır. Bu vade uyumsuzluğu herhangi bir şok

oluştığında güven kaybını hızlandırarak likidite riskini oluşturmaktadır (Eichengreen ve Rose, 1998: 14).

Faiz Oranı Riski: Faiz oranı riski, faiz oranlarında oluşan ters yönlü hareketlerin, ya da faiz uyumsuzluklarının bankaların bilançolarında yarattığı etki olarak tanımlanmaktadır. Yani faiz riski, faiz oranlarındaki hareketler nedeniyle bankanın pozisyon durumuna bağlı olarak maruz kalabileceği zarar ihtimalini ifade eder. Bununla birlikte faiz riskini bankanın gelirleri ile ilişkilendiren tanıma göre faiz riski, faiz oranlarındaki hareketler nedeniyle gelirlerdeki azalma riskidir (Aloğlu, 2005: 33).

Kredi Riski: Kredi riski, verilen bir kredinin geri dönmediği durumda oluşan risktir. Bankaların verdiği kredilerin geri ödenmemesi ya da geciktirilmesi bankaların kârlılıklarını olumsuz etkileyebilmekte, nakit akımında sorun yaratarak banka açısından belirsizlik oluşturabilmektedir (Babuşcu, 1997: 72).

Döviz Kuru Riski: Döviz kuru riski, döviz piyasalarında para birimlerinin birbirlerine karşı değer kaybetmeleri ya da değer kazanmaları sonucu oluşan risk türüdür. Bankaların yabancı para cinsinden borçlanıp, ulusal para cinsinden ödünç vermeleri, ulusal paranın devalüasyonu sonucu para birimi uyumsuzluğu yaratarak bankalar için sorun oluşturmaktadır (Eichengreen ve Rose, 1998: 14).

Finansal serbestleşme sistemik riskin bir diğer önemli kaynağıdır ve bundan dolayı serbestleşme ile krizler arasında bağlantı kurulmaktadır. Örneğin Kaminsky ve Reinhart (1999) bankacılık krizlerinin %70'den fazlasının finansal serbestleşme sürecinden sonraki 5 yıl içinde gerçekleştiğini belirlemiş ve finansal serbestleşmeye bağlı olarak bankacılık krizinin olma olasılığının koşulsuz olasılığından daha yüksek olduğunu belirlemiştir. Ayrıca Demirgüç-Kunt ve Detragiache (1998) finansal serbestleşmenin iki yıllık bir süre zarfında kriz riskini arttırdığı sonucuna varmışlardır.

Bankacılık krizleri 1950 ve 1960'lı yıllarda sermaye ve finans hesapları üzerindeki kontroller nedeniyle ortaya çıkarken, 1970'li yıllardan sonra genellikle para krizleri ile birlikte gerçekleşmeye başlamışlardır (IMF, 2002). 1970'lerden 1990'lara uzanan dönemde yapılan araştırmaların sonuçları, 1970–85 arasında daha çok para krizleri olduğunu, 1980'lerin ortalarından itibaren de bankacılık krizlerinin arttığını göstermektedir. Gelişmekte olan piyasalarda ortaya çıkan para krizlerinin

sayısı, sanayileşmiş ülkelerin iki katı kadarken; bankacılık krizlerinin sayısı iki katından da fazladır. Bankacılık krizleri, bir veya iki yıl içinde para krizlerine yol açmıştır. Bazı krizlerde ise (özellikle 1990'dakiler) her iki kriz hemen hemen aynı yıl içinde ortaya çıkmıştır (IMF, 1998). Bankacılık krizleri daha çok gelişmekte olan ülkelerde görülmekte ve çoğunlukla bir ikiz kriz durumu olarak karşımıza çıkmaktadır.

Finansal krizlerden en çok bankacılık krizlerinin somut yaşamda tespit ve teşhisi (verilerdeki eksiklikler ve problemin doğası gereği) zordur. Pek çok ülkenin banka mevduat verilerine ulaşmak ve krizi mevduat kaçıışı olarak tanımlamak mümkün olsa da, son yıllardaki pek çok bankacılık problemi banka bilançolarının yükümlülüklerinden değil, aktif tarafından kaynaklandığından, bankacılık krizlerini tanımlamakta; banka portföylerindeki geriye dönmeyen borçların payı, gayri menkul ve borsa fiyatlarındaki dalgalanmalar ya da firma başarısızlıkları gibi değişkenler gösterge olarak kullanılmaktadır. Bu sınırlamalar nedeniyle pek çok araştırmacı, bankacılık krizlerini iki tip olguyla tahmin etmektedir: Bunlar, bir veya daha fazla finansal kurumun kapatılması, birleştirilmesi veya kamu sektörüne el konulması olgusu ile banka paniklerinin olduğu durumda, yoğun bir kamu müdahalesinin gündeme gelmesidir (Kaminsky ve Reinhart, 1999: 476, Aktaran Yay, 2001: 5).

Bankacılık krizleri oldukça sık ve ağır olmaktadır. Bu ağırlık, ülke dışına sermaye hareketlerinin çıkışı ile doğru orantılı olarak değişmektedir. 1980 yılından 1996 yılına kadar gelişmekte olan ülkelere ortaya çıkan bankacılık krizleri, gelişmiş ülkelerin yaşamış olduğu bankacılık krizlerine oranla çok daha ağır olmaktadır. 1996 yılında yapılan bir çalışmaya göre (1977-1985) yılında İspanya Bankacılık krizinin kayıp ve çözüm maliyetleri toplam GSYİH'nın %17'si, Finlandiya (1991-1993) yılında % 8, İsveç 1991 % 6, Norveç (1987-1989) % 6 ve ABD (1984-1991) % 3'ünü oluşturmuştur. Buna karşın, bu maliyetler gelişmekte olan ülkelere Venezuela'da % 8, Bulgaristan'da % 14, Meksika'da %12-15, Macaristan'da % 10 ve çok değişik biçimde Arjantin, Şili ve Fildişi Sahillerinde bu oran % 25'in üzerinde gerçekleşmiştir (Goldstein ve Turner, 1996: 5-6). Diğer bir çalışmaya göre ise, bankacılık krizlerinden sonra, banka bilançolarının düzeltilme maliyetinin gayrisafi yurtiçi hasılaya oranı; 1994-1995 Meksika Krizi'nde %15-20, 1997-1998 döneminde Tayland'da %42, Endonezya'da %36, Kore'de %20, Malezya'da ise %21 olarak

gerçekleşmiştir. Ülkemizde ise, 2000 ve 2001 döneminde yaşanan bankacılık krizinin maliyeti 2001 yılı sonu itibariyle yaklaşık 40 milyar ABD Dolar'ı ve GSMH'nin %35'i seviyesindedir (Kaplan, 2002: 3).

Bankacılık krizlerinin maliyeti de, üretimde yarattığı kayıplar da para krizlerinden daha fazladır. Bu maliyetin yüksekliği, hem daha fazla üretim kaybına yol açmasından, hem de finansal sektörün yeniden yapılandırılması için gerekli olan finansal desteğin yüksekliğinden ileri gelmektedir. Krizlerin sona erme süresi ise, bankacılık krizlerinde ortalama üç yıl iken, para krizleri yaklaşık bu sürenin yarısında sona ermektedir (Yay, 2001: 6).

Bankacılık krizleri çoğunlukla para krizlerinden önce meydana gelmektedir. Özellikle 1990'ların ortalarında Türkiye ve Venezüella'da yaşanan krizler buna örnektir. Şiddetli para krizlerinin, bankacılık krizlerini tetiklediği de görülmüştür. 1992-1993 yılında Avrupa'da yaşanan döviz krizi ise bankacılık krizi oluşmadan sona ermiştir (Caprio, 1998). 1981-1982 Arjantin ve Şili krizlerinde, bankacılık krizinin borç krizinden önce meydana geldiği görülmüştür; 1982'de Kolombiya, Meksika, Peru ve Uruguay'da ise bankacılık krizleri borç krizlerinin ardından ortaya çıkmıştır. Güney Doğu Asya ülkelerinde ise, para krizi olarak başlayan krizler bankacılık ve borç krizlerine dönüşmüştür (Aziz, Caramazza ve Salgado, 2000; Kaufman, 2000).

Bir bankacılık krizinin para krizine neden olabilmesi ile ilgili olarak IMF (2002: 20) üç durumun ortaya çıkması gerektiğini belirtmektedir: (1) Bankalardan kaçışlar ve mali etki, (2) yerli paraya olan talepteki düşüşler ve (3) Aracı bankalar yoluyla sermaye akışlarının geriye dönmesi ve para krizleri. Tayland'da yaşanan kriz, IMF'nin belirtmiş olduğu durumlara uygun bir örnektir. 1998 yılında Tayland para krizinden önce bankacılık krizine girmiştir.

Finansal liberalizasyon öncesi, 1970'li yıllarda para krizleri ile banka krizleri arasında herhangi bir etkileşimden bahsedilmezken; 1980'li yıllardan başlayarak finansal liberalizasyon sürecinin bir sonucu olarak bankacılık ve para krizleri arasında çift yönlü bir ilişkinin varlığı öne sürülmüş ve bu nedenle söz konusu krizler, "*İkiz Krizler*" (Twin Crises) olarak isimlendirilmiştir. Kaminsky ve Reinhart (1999: 473), yapmış oldukları bir çalışmada literatürde bankacılık ve para krizleri arasındaki ilişkiye çok fazla dikkat edilmediğini ifade etmişlerdir. Şili, Finlandiya,

Meksika, Norveç ve İsveç’deki krizlerin ikiz krizlerin örnekleri olduğunu ve bunlara Güneydoğu Asya’da yaşanan Tayland, Endonezya ve Kore krizlerinin eklendiğini belirtmişlerdir.

Kaminsky ve Reinhart (1999)’a göre ikiz krizlerde, her iki kriz de aynı nedenlerden kaynaklanmakta, yalnızca banka krizi para krizinden daha önce ortaya çıkmaktadır. Finansal liberalizasyon ve uluslararası sermaye piyasalarına erişim olanağı, bankacılık sektörünün dış yükümlülüğünü artırmakta, reel kesim finansmanı kolaylaşmakta ve böylece ekonomik konjonktürün genişleme aşamasına girilmektedir. Ancak bankacılık sektörünün bu süreçte artan yükümlülükleri nedeniyle ekonominin kırılganlığı da artmaktadır (Kaminsky ve Reinhart 1999: 474).

Kaminsky ve Reinhart (1999)’a göre her iki krize de neden olan etkenler: (1) dış ticaret haddinin kötüleşmesi, (2) ulusal paranın aşırı değerlenmesi, (3) yükselen kredi maliyetleri ve (4) ihracat azalışı gibi etkenlere bağlanabilecek bir durgunluk süreci ya da normalin altında kalan bir büyüme oranıdır. Bu etkenler sonucunda finansal piyasaların kırılganlığı artmakta ve spekülatif saldırılara açık hale gelmektedir.

Kaminsky ve Reinhart (1999) tarafından elde edilen deneysel bulgulara göre; banka krizi, para krizinin öncüsü olmakla birlikte, para krizi de banka krizinin derinleşmesine neden olmaktadır. Banka krizi ile para krizlerinden yalnızca birinin görülmesi ile ikiz krizin ortaya çıkması durumu karşılaştırıldığında; ikiz krizlerde ekonomik yapı daha fazla yıpranmakta, ekonominin kırılganlığı daha fazla artmakta ve bunların sonucu olarak da kriz daha da derinleşmektedir (Kaminsky ve Reinhart, 1999: 474).

1.2.3. Sistemik Finansal Krizler

Sistemik finansal krizler; para ve banka krizlerini de kapsamakta olup, finansal sistemin temel görevlerini etkin olarak yerine getirme yeteneğinde ortaya çıkan keskin ve önemli potansiyel bozukluklar olarak tanımlanmaktadır. Ekonomik, politik ve sosyal yaşamın yapısından ve değişkenliğinden kaynaklanırlar. Aynı zamanda tüm finansal piyasalar (para ve sermaye piyasaları) ile bu piyasalarda işlem gören finansal varlıkların tamamını etkilemektedir. Marshall (1998), sistemik

finansal krizleri, finansal sistemde ortaya çıkan ve finansal sistemin, varlık değerlemesi, kredi tahsisi ve ödemeler gibi önemli işlevlerini kesintiye uğratan bir şok biçiminde tanımlamaktadır. Sistemik finansal krizler para krizlerini içinde barındırabilir ama para krizleri yurt içi ödeme sisteminde ciddi sorunları içermemektedirler ve bundan dolayı para krizleri sistemik finansal krizlerin boyutunda değildir (IMF, 1998: 75).

Finans piyasalarının ekonomik sistemde temel işlevlerinden birincisi; kaynakları, verimli yatırım projeleri olan, fakat yeterli kaynağa sahip olmayan karar birimlerine doğru etkin bir biçimde yönlendirmektir. Bununla birlikte, ekonomik karar birimleri arasında yatırım projelerinin riskini paylaştırarak kaynak akışı işlemini daha da kolaylaştırmaktadır. Finansal sistemin başka bir işlevi de likidite işlevi olup, sunduğu finansal araçlar aracılığıyla karar birimlerinin likit varlıklara sahip olmasını sağlamaktır. Ayrıca finansal sistem, finans piyasalarında işlem ve araştırma maliyetlerini azaltarak, ekonomide etkin kaynak dağılımını sağlama işlevini yerine getirmektedir. Böylece, reel ekonomide verimlilik artarken ekonomik büyüme de sağlanmış olacaktır. Finansal sistem bu işlevlerini, finansal piyasalar ve bu piyasalarda faaliyet gösteren finansal kurumlar aracılığı ile yerine getirmektedir. Finansal kurumların özellikle bankaların ödeme zorluğu içinde bulunmaları, ekonomik koşullardaki belirsizliğin ve bozulmaların olması, menkul kıymetler piyasasındaki ani çöküntülerin ortaya çıkması ve ayrıca bu durumların sistematik olarak gerçekleşmesi, sistemik finansal krizlerin baş göstermesine neden olmaktadır. Bu nedenle, bu krizler para ve banka krizlerini de kapsar duruma gelmekte olup, reel ekonomi üzerinde, yani çıktı ve istihdam düzeylerinde olumsuz etkiler yaratmaktadır (Çeviş, 2005: 14, Sevim, 2012: 9-10).

Sistemik finansal krizlerin temelinde likidite sorunları olmasına rağmen, diğer birçok nedenle de bu krizler ortaya çıkabilir. Bu nedenler, ülkenin borcunun rasyonel olmayan bir biçimde artması, mevduat sigorta sisteminin neden olduğu ahlâki tehlike, dealerların işlem yapmaktaki isteksizlikleri, gereksinim duyulduğu anda Merkez Bankasının likidite sağlamadaki başarısızlığı, finans kesiminin dışından kaynaklanan olumsuz öngörülemeyen şoklar ve banka iflaslarıdır (Özer, 1999: 34).

Önemli ölçülerde üretim ve ekonomide etkinlik kaybına neden olan sistemik krizler mutlaka bir politik müdahaleyi gerektirirler. Bunun için krizle birlikte oluşan iflasların ekonominin önemli bir kısmı üzerinde olumsuz etkiler yaratması gerekir.

Sistemik finansal krizler bir yayılma sürecine sahiptirler. Bir ülke, kurum veya firmadaki sorunlar, diğer bir ülke, firma veya kurumlarda çözümsüzlüğe yol açabilmektedir. Örneğin Asya krizinde başlangıçta şirket iflasları Kore ve Tayland'da gözlenirken, bu durum kısa bir süre sonra bölge ülkelerinin finansal piyasalarına yayılmıştır (Özer, 1999: 35). Sistemik kriz dönemlerinde, ülkede üretim kayıpları meydana gelmekte, milli gelir düşmekte, ekonomik kayıplar büyümekte ve ülke ekonomik etkinlikten uzaklaşmaktadır (Turgut, 2007: 39). Para krizlerinin sistemik finansal krize kaynaklık etme olasılığı oldukça yüksektir. Örneğin 1980'lerin başlarında Güney Amerika'da, 1990'ların başlarında İskandinavya'da, 1995'de Meksika'da ve 1997'de Asya'da yaşanan para krizleri sistemik finansal krizlere dönüşmüşlerdir (Delice, 2003: 63).

1.2.4. Dış Borç Krizi

Dış borç krizleri, bir ülkenin kamu ve/veya özel kesime ait dış borçlarını ödeyememe durumudur. Dış borç krizleri, kredi verenlere karşı dış yükümlülükler üzerindeki anapara ya da faiz borcunun, toplam borç kalanına oranının %5'i aşması ve/veya kredi verenlerle borcun yeniden yapılanamaması ve ödeme zamanının ayarlanamaması şeklinde de tanımlanmaktadır (Ishihara, 2005: 4). Özellikle hükümetlerin dış borçların çevrilmesi ve yeni dış kredi bulma konusunda sıkıntı yaşamaları nedeniyle dış borcun yeni ödeme planlarına bağlanması veya yükümlülüklerin ertelenmesi şeklinde ortaya çıkarlar.

Borçlanan ülke borçlarını ödeyemediğinde veya borç vericiler borçların ödenmeme olasılığı olduğunu düşünerek yeni krediler vermeyip, mevcut kredileri geri almaya çabaladıklarında borç krizleri ortaya çıkar. Bu krizler özel veya kamu borcundan kaynaklanabilir. Kamu sektörünün geri ödeme yükümlülüklerini yerine getiremeyeceği şeklindeki risk algılamaları özel sermaye girişlerinde şiddetli bir düşüşe ve bir para krizine yol açabilir (IMF, 2002: 6).

Ciarlone ve Trebeschi (2005: 378) herhangi bir ülkede borç krizinin yaşanması için bazı özelliklerin gerçekleşmesi gerektiğini belirtmişlerdir. Bunlar; “(1) Bir ülkenin dış borç ödemelerini yapamayacağını resmi olarak duyurması (moratoryum ilan etmesi), (2) Bir ülkenin resmi kredi kuruluşlarına olan yükümlülüklerini yerine getirmede sıkıntı yaşaması (yıl sonundaki borç servis oranının %52’sinden fazlasını ödeyemediğinde), (3) Bir ülkenin resmi kredi kuruluşlarına yaptığı faiz ödemelerinin veya temel yükümlülüklerinin toplam dış borcunun %5’ini aşması, bir ülkenin borcunu yeniden yapılandırmak istemesi veya resmi borç veren kuruluşlar ile yeniden yapılandırma antlaşması yapması ve (4) Bir ülkenin IMF’den %100’lük kotasını aşacak şekilde büyük bir yardım paketi almasıdır”.

Likidite krizine (para ve bankacılık) düşen bir ülkenin, tüm yükümlülüklerinde olduğu gibi, dış borç geri ödeme taahhütlerini yerine getirmesinde de aksama oluşabilir. Bu nokta, likidite krizleri ile dış borç krizleri arasındaki tek gerçek ve bilinen ilişkidir. Dış borç krizlerini, likidite krizlerinden ayıran pek çok unsur bulunmaktadır. Bir dış borç krizi, dış borç geri ödeme, miktar ya da vadelerindeki yükümlülüklerini tam ve eksiksiz bir şekilde yerine getir(e)meyeceği beyanı ile başlamış kabul edilmektedir. Dış borç krizlerinin en önemli özelliği krizlerin sürekli değil geçici ve bir döneme ait olmasıdır. Ayrıca, tek bir ülkedeki likidite krizi bile tüm dünya finansal sistemine önemli derecede olumsuz etkide bulunurken, dış borç krizine düşen bir ülkenin olumsuz etkileri yalnızca alacaklı taraf(lar)la sınırlı kalmaktadır. Bu durum, aksayan ödemenin miktarı önemli derecede büyük olsa da geçerlidir (Çalışkan, 2003: 226).

Diğer taraftan, Bauer, Herz and Karb (2007) borç ve para krizleri arasında her zaman doğrudan bir ilişki olmadığını ve bu ilişkinin bütçe finansmanı politikalarına bağlı olarak negatif dahi olabileceğini belirtmişlerdir. Buna göre, hükümetler bütçe açığı ile karşı karşıya ise ve vergi gelirlerini arttıramayıp harcamalarını kısımlıyorsa, bütçe finansmanı için üç farklı politika uygulayabilirler. Bunlardan ilki, yeniden borçlanmaktır ve bu durum borç yükünü ve buna bağlı olarak gelecekteki olası bir borç krizi riskini arttıracaktır. İkinci olarak hükümetler para basmayı tercih edebilirler ve bu politika tercihi ise enflasyon baskısını arttırarak para krizi riskini arttıracaktır. Son olarak hükümetler vadesi gelen borcu ödeyemeyerek borç

ödemelerini erteleme yoluna gidebilirler. Bu açıdan bakıldığında, bütçe finansmanının parasal genişleme politikasına bağlı olarak yapılması borç krizi olasılığını düşürürken para krizi olasılığını arttıracaktır.

Bu analize ek olarak, Bauer, Herz and Karb (2007: 61) borç krizleri ile kendi kendini besleyen kriz türü arasında bir bağlantı olduğunu belirtmiştir. Buna göre, hükümetlerin yükümlülüklerini yerine getirmede borcun miktarı ve vadesinin en önemli temel özellik konumunda olduğu belirtilmiştir. Bu açıdan değerlendirildiğinde, bazı durumlarda yatırımcıların beklentileri borcun geri ödenmeme olasılığını arttırmaktadır. Şöyle ki, yatırımcılar hükümetlerin yükümlülüklerini yerine getiremeyeceği gibi bir beklenti içine girerlerse, yeni hazine bonoları için daha yüksek bir faiz oranı talep edecekler ve buna bağlı olarak hükümetlerin artan borçları yükümlülüklerini yerine getirememe riskinin artmasına neden olacaktır. Tam tersi durumda; yatırımcılar hükümetlerin yükümlülüklerini yerine getiremeyeceğini düşünmeseler, daha yüksek faiz oranı talep etmeyecekler ve böylece hükümetlerin yükümlülüklerini yerine getirememe riski artmayacaktır. Buna bağlı olarak bir ülkede temel ekonomik faktörler kötüyse (örneğin borç düzeyinin belirli bir seviyenin üzerinde olması gibi), borç krizlerinde kendi kendini besleyen çoklu denge durumu ortaya çıkacaktır. Diğer taftan borç düzeyi bu kritik düzeyin altında ise, kriz beklentileri faiz oranlarının artmasına neden olsa dahi hükümetler yükümlülüklerini yerine getirmede zorluk yaşamayacaklardır.

Ülkeler bir dış borç krizi ile karşılaştıkları zaman sorulacak ilk soru, krizin geçici mi yoksa kalıcı mı olduğudur. Bir başka ifadeyle, ülkenin likidite kısıtı (illiquidity) ile mi yoksa çözümsüzlükle mi (insolvency) karşılaşıldığının belirlenmesidir. Borçlular için cevap birincisidir ve likidite sağlanmasıyla sorun aşılabacaktır ancak, alacaklılar için ise cevap ekonominin şartlarına bağlı olarak değişecektir. Alacaklıların tepkisi daha fazla kayıp vermemek için yeni borçlanmaları durdurmak şeklinde belirlenebilir (Turgut, 2007: 38).

1.3. FİNANSAL KRİZ MODELLERİ

20. yy. ve özellikle finansal küreselleşmenin dünya çapında hızla ve belki de kontrolsüzce yayıldığı son çeyreği, pek çok iktisadi krize tanıklık etmiştir. 1980'lerin başında Washington Uzlaşması ile hız ve yön verilen finansal küreselleşme,

çoğunlukla gelişmekte olan ve az da olsa gelişmiş ülkelerde yaşanan iktisadi kriz sayısını belirgin bir şekilde artırmıştır. Bu dönemde iktisadi krizlerin sayısı, derinliği, sıklığı ve yarattığı olumsuz sonuçlar giderek artan bir seyir izlemiştir. 1980 sonrası yaşanan finansal krizler tam anlamıyla özdeş sayılamazlar. Bununla beraber, çoğunun ana karakteristiğini para krizleri oluşturmuştur.

1970’li yıllardan itibaren gelişmiş ve gelişen ülkelerde yaşanan finansal krizlerin artması, krizlerin oluşum nedenleri üzerine hem kuramsal hem de deneysel çalışmaların ve yeni yaklaşımların gelişmesini sağlamıştır. Finansal krizlerin nedenleri konusunda birinci nesil, ikinci nesil ve üçüncü nesil modeller olmak üzere üç temel yaklaşım bulunmaktadır.

Bunlardan ilki 1960 ve 1970’li yıllarda Latin Amerika’da gerçekleşen krizler için geliştirilmiş olan ve “birinci nesil modeller” olarak adlandırılan modellerde para ve maliye politikaları ile hükümetin döviz kuru hedefleriyle tutarsızlık göstermesi finansal krizlerin temel nedeni olarak gösterilmiştir. Bu yaklaşım ilk kez 1979’da Paul Krugman tarafından ortaya konmuştur.

“İkinci nesil modeller” 1990’lı yılların başlarında Avrupa ülkelerinde ortaya çıkan para krizini açıklamaya yönelik geliştirilmiştir. Bu modellerde gelişmiş ülkeler arasındaki politikaların etkisine ve krizin kendi kendini besleyen beklentiler (self-fulfilling expectations) sonucunda ortaya çıkmasına odaklanılmış, krizin temel nedeninin piyasa yetersizlikleri olmadığı görüşü savunulmuştur. Bu yaklaşım ilk kez, 1994’te Maurice Obstfeld tarafından ortaya konmuştur.

Hem birinci hem de ikinci nesil modellerin 1994 yılında Meksika’da ve 1997 yılında Güneydoğu Asya ülkelerinde ortaya çıkan yeni para krizi dalgalarını açıklamakta yetersiz kalmaları, araştırmacıları yeni modeller geliştirmeye itmiştir ve “üçüncü nesil modeller” olarak adlandırılan yeni bir model yaklaşımının oluşmasını sağlamıştır. Bu modeller, krizlerden sonra bankacılık ve finans sektörünün rolünü vurgulayarak, banka krizleri ile para krizlerinin birbirlerini besleyen bir kısır döngü yarattığı ana düşüncesine dayanmakta ve krizlerin, ülkeler arasında bulaşma (contagion) mekanizmasını açıklamaya çalışmaktadırlar.

1990’larda yaşanan çok sayıda kriz, krizleri açıklamaya çalışan modellerin de sayısını arttırmıştır. Krizler ortaya çıktıkça, yeni olgular gündeme geldikçe, yeni tip modellerle en son kriz açıklanmaya çalışılmaktadır. Oysa en son üretilen model bir

sonraki krizi açıklamakta yetersiz kalabilmektedir. 1990'lardaki krizler birbirleriyle pek çok ortak özelliği paylaşıyor da, hiçbir kriz birbirinin aynı olmadığından, teorik modellerin açıklayıcı niteliği sınırlı kalmaktadır. Yeni modeller, eski modellerin yanlışlığını vurgulamak ya da bütünüyle reddetmek yerine, daha çok önceki modellerin yetersizliğinden ötürü geliştirilmiştir. Teorik modeller eksik ve yetersiz kalsa da ve krizlerin nedenleri konusunda bir uzlaşmaya varamasalar da, her biri krizlerin farklı bir boyutuna dikkat çektiği için, gelmekte olan bir krizin belirtilerinin ne olduğunu anlamaya yardımcı olmaktadır.

Çalışmanın bu bölümünde finansal krizlerin nedenlerini açıklamaya yönelik oluşturulmuş yaklaşımlar ayrıntılı olarak incelenecektir.

1.3.1. Birinci Nesil Kriz Modelleri (Kanonik Model)

Spekülatif atak modelleri olarak da adlandırılabilen, birinci nesil ya da geleneksel para krizi yaklaşımlarının ilk teorik çerçevesi Krugman (1979) ile Flood ve Garber (1984) tarafından oluşturulmuştur. 1973-1982 Meksika ve 1978-1981 Arjantin'deki para krizlerini açıklamak için ortaya atılan bu modeller, spekülatif ataklara atıfta bulunur ve para krizlerinin nedenlerini, para veya maliye politikasıyla uyumlu olmayan kur sistemlerinin seçilmesi olarak açıklar (Erkekoğlu, 2005: 17).

Bu modeller, krizi ateşleyen temel makroekonomik faktörlerin önemini vurgulamakta ve para krizlerini, sürdürülemez politikalar ile yapısal dengesizliklerin sonucu olarak görmektedir. Bu tutarsız politikaların en önemli örneği ise, bütçe açıklarını para basarak finanse eden genişleyici para politikaları ile sabit (veya yarı sabit) döviz kuru politikalarının birleşimidir. Böyle bir tutarsızlık, bir zaman için ve Merkez Bankası yeterince rezerv bulundurduğu sürece göz ardı edilir; fakat rezervler düşük seviyeye indiğinde ve piyasalar tarafından yetersiz görüldüğünde, para üzerinde ani bir spekülatif atak oluşacaktır. Bu modellere göre, *makroekonomik temellerdeki bozukluklar* bir krizin göstergeleri olmaktadır. Bu temel bozukluklar, yüksek ve artan bütçe açıkları, yüksek para arzı artış oranları, yüksek enflasyon, aşırı değerli döviz kuru, geniş cari açıklar, uluslararası rezervlerde düşüşler ve yükselen ülke içi faiz oranları şeklinde sıralanabilir (Yay, 2001: 6).

Paul Krugman'ın 1979 tarihli çalışması, finansal kriz yazınında yapılan ilk çalışma olarak kabul edilmektedir. Aslında Krugman'a esin kaynağı olan çalışma, Stephen W. Salant ve Dale Henderson tarafından 1978 yılında, altın piyasasıyla ilgili olarak yapılan çalışmadır. Salant ve Henderson (1978) çalışmalarında, hükümetin altın rezervlerini kullanarak altının fiyatını sabit tutmaya çalışırken spekülative atakla neticesinde altın stoklarının hızlı bir şekilde nasıl tükendiğini göstermiştir. Krugman (1979) bu analizi doğrudan sabit döviz kurunu savunmak için rezervlerini kullanan ülkelere göre uyarlamıştır. Daha sonra Flood ve Garber (1984) ve birçok ekonomist tarafından bu modeldeki bazı karışıklıklar ve fazlalıklar ortadan kaldırılarak modeli genişletmişlerdir (Krugman, 1996: 347).

Salant ve Henderson yaptıkları çalışmada, 1968 ve 1974 yıllarında yaşanan ve Bretton Woods sisteminin çöküşü ile sonuçlanan altın fiyatındaki değişmeyi modellemeye çalışmışlardır. Salant ve Henderson'ın ilgi alanı para krizleri değil, mal piyasalarında uygulanan istikrar programlarının doğuracağı tehlikeler olmuştur. Altını tükenebilir bir kaynak olarak görmüşler böylece yaptıkları çalışma, yalnızca altın için değil, başka tükenebilir kaynaklar için de kullanılabilir duruma gelmiştir. Söz konusu çalışmaya göre hükümet tarafından altın için bir yasal fiyat açıklanması durumunda, piyasa fiyatı bu yasal fiyatın altında ise, spekülative kazanç elde edemeyeceklerini düşünerek ellerindeki satacaklardır. Böylece devletin elinde, büyük miktarda rezerv birikmiş olacaktır. Ancak bir süre sonra istikrar programı olmadığı durumda var olacak olan fiyat, yani "gölge fiyat", hükümetin hedeflerinin üzerine çıkacaktır. Bu durumda spekülative saldırı başlayacak, fiyat yükselme eğilimine girecektir. Eğer fiyat, hâlâ denetim altında tutulmak isteniyorsa, rezervler kullanılarak gerçekleştirilebilecektir. Ancak bu sürecin daha da hızlanmasına neden olacak ve rezervler daha da azalarak fiyat denetimi sürdürülemez duruma gelecektir (Salant ve Henderson, 1978: 628, Aktaran Sevim: 2012: 26-27). Böylece, kanonik kriz modelinin temelleri ilk olarak, ABD Federal Rezerv'in Uluslararası Finans Bölümü iktisatçılarından Stephan Salant tarafından, 1970'li yılların ortalarında geliştirildiği ifade edilebilir.

Krugman, altın piyasası ile ilgili olarak yapılan bu çalışmayı, döviz piyasasına uygulayarak, krizin nedeninin, spekülativelerin kârını maksimize etme isteğinden kaynaklandığını belirtmiştir. Spekülative saldırının başlaması ile, ileriye

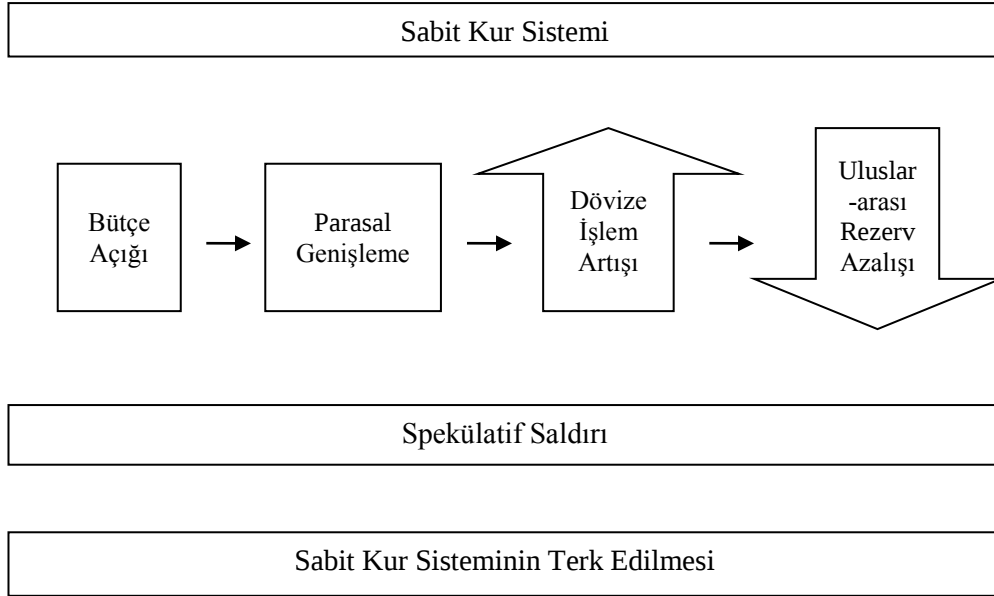
görebilen spekülörler, yerli parayı satıp, döviz satın alarak, Merkez Bankası'nın rezervlerin daha hızlı bir biçimde tükenmesine neden olacaklardır. Parasal otoritenin, daha önceden duyurulmayan, ikincil rezervlere ulaşarak spekülatif saldırıyı bastırması da; Krugman (1979)'a göre, krizi yalnızca geçici bir süreliğine erteleyecektir (Krugman, 1979: 312).

Krugman, mal piyasalarına istikrar kazandırmaya çalışan mal kurullarındaki mantığın benzerinin, para piyasalarına istikrar kazandırmaya çalışan merkez bankalarına da uygulanabileceğini fark etmiş ve bu konudaki öncü makalesinde, sonradan “Birinci Nesil Kriz Modelleri” olarak da anılan, “Kanonik Para Kriz Modeli”ni ortaya koymuştur (Krugman, 1979: 311).

Krugman (1979), sabit döviz kuru sistemi geçerli iken, bütçe açıklarının kapatılmasında parasal genişlemeye başvurulmasının yaratacağı sonuçlara dikkat çekmektedir. Bütçe açıklarının parasal genişleme ile kapatılması durumunda, ortaya çıkan ek para dövize yönelmekte, böylece parasal otoritenin uluslararası rezerv düzeyi azalmaktadır. Krugman'a göre, ekonominin temel göstergelerinin sürekli kötüleşmesinin sabit döviz kurunu sürdürme amacıyla çatışması krize neden olur. Bu modele göre sorunların temelinde, ya mali açıkları finanse etmek amacıyla para basmak ya da bankacılık sistemine kaynak sağlamak amacıyla genişleyen iç kredi hacmi vardır. Bir başka deyişle, model, hükümetin sermaye piyasalarında borçlanma olanağının olmaması durumunda, harcamalarını ve açıklarını parasallaştırmak zorunda kalacağını varsayar (Özer, 1999: 56).

Bütçe açığı ve bu nedenle parasal genişleme sürecinin süreklilik kazanması, dövize olan istemin artması, uluslararası rezerv düzeyinin de aşamalı olarak azalması ile sonuçlanacaktır. Rezerv düzeyindeki bu azalma, spekülörleri dövize saldırı için hazırlayacaktır. Dövize saldırması durumunda yitirecek bir şeyi olmayan spekülör, eylemsiz kalıp, sabit döviz kuru rejiminin terk edilmesi durumunda sermaye yitimine uğrayacaktır. Böyle güçlü bir güdü ile hareket eden spekülörler Krugman'a göre kesinlikle uluslararası rezervler sıfırlanmadan önce eyleme geçecek ve sabit döviz kuru sistemi sürdürülemez duruma gelecektir (Krugman, 1979: 311-312). Birinci nesil kriz modellerine göre yukarıda açıklanan krizin oluşum süreci, Şekil 3'te gösterilmiştir.

Şekil 3: Birinci Nesil Kriz Modellerinde Kriz Oluşum Süreci



Kaynak: Sevim, 2012, s. 26.

Krugman'ın (1979) çalışmasının ardından, ortak sonuçlara varan birçok çalışma yapılmıştır. Söz konusu çalışmalar; Krugman modelini geliştirmeye çalışmışlar ve ilgili yazında “birinci nesil modeller” (first generation models) başlığı altında sınıflandırılmaktadır.

Söz konusu çalışmalardan en önemlisi, Flood ve Garber'in 1984 yılında yaptıkları çalışmadır. Flood ve Garber, stokastik bileşeni olan basitleştirilmiş bir doğrusal model geliştirmişler ve milli paradan kaçış ve dövizle yönelmenin, yalnızca spekülatif bir amaç ya da rasyonel olmayan yatırımcı davranışı ile başlamayacağı olasılığını modellerine eklemişler; hükümetler tarafından oluşturulan politikaların, orta ve uzun vadede sürdürülmesinin olanaklı olmadığı görülünce (örneğin, enflasyonlu bir ortamda sabit kur politikası uygulamaya çalışılıyorsa), dövizle hücum başlayacağını iddia etmişlerdir (Flood ve Garber, 1984: 1-2).

Connolly ve Taylor (1984), döviz kuru sisteminin çökmesinden önce, ticaret konu malların nispi fiyatlarının nasıl değiştiğini incelemişlerdir. İlgili çalışmada, bir sürünen sabit kur (crawling peg) uygulaması göz önüne alınmıştır (Connolly ve Taylor 1984: 194-207). Bu araştırmacılar analizlerinde, reel döviz kurunun değerlendirildiğini ve cari hesabın da önemli açıklar vermeye başladığını bulmuşlardır.

Krugman modeli, 1990'da, Krugman ve Rotemberg tarafından hedef bölgelerde, spekülatif saldırıları analiz edecek şekilde daha fazla genişletilmiştir (Krugman ve Rotemberg, 1990: 2). Ayrıca aynı model, 1994 Meksika krizinden sonra Flood, Garber ve Kramer (1996) tarafından, aktif sterilizasyon politikasının rolünü ortaya koyacak biçimde yeniden geliştirilmiştir.

Birinci nesil kriz modelleri, özellikle 1973-1982 yılları arasında, Latin Amerika ülkelerinde ortaya çıkan krizleri açıklamak için geliştirilen modellerdir. Örneğin 1982 Meksika krizinde, birinci nesil modellerin temel unsurlarını görmek mümkündür. Sabit kur sistemiyle, tutarsız ve sürdürülemez makroekonomik politikalar ile azalan rezerv düzeyi, yaşanan krizde etkili olan faktörlerdendir (Kansu, 2006: 82).

1998 Rusya krizinde de birinci nesil modellerin temel unsurlarını görmek mümkündür. Rusya'da bütçe açığı ve hükümetin borç yükü, gelecekte parasal genişlemenin olacağı ve Ruble'nin değer yitireceği beklentisine yol açtığı için Rusya krizinin önemli nedenleri arasında görülmüştür (Altıntaş ve Öz, 2007: 21). Birinci nesil kriz modelleri bu krizleri açıklamasına karşın, 1992-1993 Avrupa Para Mekanizması krizini ve 1997 Asya krizini açıklamakta yetersiz kalmıştır.

Birinci nesil modeller, günümüzde yaşanan krizleri açıklamakta yetersiz kaldığı için eleştirilmektedir. Eleştirilerin başında modelin aşırı mekanik ve tek boyutlu olması gelmektedir. Modeller, hükümetlerin otomatik olarak tüm bütçe açıklarını parasallaştırdığını ve MB'nin ekonomideki gelişmelere bakmadan, rezerv satarak döviz kurunu baskıladığını varsayar. Ancak, bütçe açıkları sürekli olduğunda bile açıkları parasallaştırmanın ötesinde, başka politika seçenekleri de mevcuttur. Ayrıca bu modellerde, iktisadi ajanların gelecek beklentilerinin veya iktisadi faaliyetlerinin mali dengesizlikler veya kredi politikaları üzerinde etkisinin olmadığı varsayılmaktadır (Yay, 2001: 6-7). Bu eleştirilerin temelinde, hükümetlerin birinci nesil modellerde varsayıldığından daha rasyonel olduğu düşüncesi yatmaktadır. Ayrıca birinci nesil kriz modelleri kendi içinde tutarlı olsa da, krizlerin bulaşma etkilerini ve ekonomik yapıları güçlü olan ülkelerdeki ödemeler bilançosu krizlerinin oluşumunu açıklamada yetersiz kalmaları nedeniyle de eleştirilmektedir. Özellikle, 1992-1993 Avrupa Para Mekanizması krizini açıklayamaması, para krizlerini

açıklamada yeni model arayışlarını gündeme getirmiştir. Bu arayış ve çalışmalar “İkinci Nesil Kriz Modelleri” adı ile anılmaktadır.

1.3.2. İkinci Nesil Kriz Modelleri

Krugman’ın sürdürülemez düzeydeki sabit kurun mutlaka terk edileceğini öngören modeli genel olarak finansal, özel olarak da para krizlerini anlamada bir ilk adım olarak oldukça önemli olmasına rağmen bir takım eksiklikleri de bünyesinde taşımaktadır. Birinci nesil kriz modellerinde, hükümetlerin dış dengeleri göz önüne almadan bütçe açıklarını sürekli bir şekilde emisyonla kapattıkları, merkez bankalarının döviz kurunu sürdürmek için dövizlerini son kuruşuna kadar harcadıkları gibi çok da gerçekçi olmayan varsayımlar yapılmıştır. Bu model daha sonra bir taraftan farklı boyutlarda geliştirilirken, diğer taraftan eleştirilere de konu olmuş ve yeni model oluşturma çabalarını hızlandırmıştır. Bunlardan en önemlileri, *ikinci nesil kriz modelleri* olarak adlandırılan ve makroekonomik politika problemlerine vurgu yapan modellerdir (Delice, 2003: 65).

1992-1993 Avrupa Para Sistemi içinde ve 1994-1995 yıllarında spekülasyon saldırılar sonucunda gerçekleşen Latin Amerika krizleri, birinci nesil kriz modelleri tarafından açıklanamadığı için yeni finansal kriz yaklaşımları ortaya atılmış ve bunlar *ikinci nesil kriz modelleri* olarak adlandırılmıştır. Obstfeld, Krugman’ın yaptığı çalışmayı bir adım daha ileri götürerek kendi kendini besleyen spekülasyon atak modelini literatüre kazandırmıştır.

Maurice Obstfeld’in çalışmalarıyla (1986 ve 1994) geliştirilen ikinci nesil modellerde olumsuz koşullara dayalı kötümser beklentiler ve kendi kendini besleme özelliği (self-fulfilling expectations) vurgulanmıştır. İkinci nesil kriz modelleri, Obstfeld’in 1986 ve 1994 tarihli makaleleri ile başlayan ve Calvo (1995), Cole ve Khoe (1996), Sach, Tornell ve Velesco (1996) ve Drazen (1998) gibi önceki araştırmacıların çalışmaları ile gelişen geniş bir yazına sahiptir. Bu yazın, politik tercihleri de analize katmış ve ekonomik yapıları güçlü olan ülkelerde bile parasal bir krizin ortaya çıkabileceğini savunmuştur.

İkinci nesil kriz modellerinin ortak özelliği, ekonominin temel göstergelerinde bir kötüleşme olmaksızın da bu ekonomilerde kriz çıkma olasılığı

üzerinde durmalarıdır. Bir başka deyişle bu modeller, para ve maliye politikaları tutarlı olsa bile, bir ülke parasına yönelik spekülasyon saldırılarının nasıl bir krize neden olacağını açıklamaktadır (Esquivel ve Larrain, 1998: 3, Asian Development Bank, 1999: 28. Aktaran Özer, 1999: 67).

İkinci nesil krizlerde, birinci nesil krizlerden farklı olarak finansal krizler öngörülemez ve bulaşıcı olarak kabul edilirler. Spekülatörler, hükümetin döviz kurunun yükselmesine izin vereceğinden kuşkulananmaya başladıklarında beklenen faiz oranları artar. Faiz oranları üzerinde artan baskı da sabit döviz kuru sistemini sürdürülemez duruma getirir. İkinci nesil para krizi modelleri, para krizlerini, makro iktisadi politikaların sürdürülebilirliği ile ilgili olarak aniden ortaya çıkan olumsuz beklentilerden beslenen bir olgu olarak ele almaktadır (Obstfeld, 1994: 189). Bu modele göre, piyasa aktörleri beklentilerini oluştururken, kendi davranışlarının iktisat politikası uygulamalarını etkilemeyeceğini varsayarlar (Pasenti ve Tille, 2000: 3). Bunun aksine, piyasa aktörlerinin beklentileri ile cari dönemde ortaya çıkan sonuçlar arasındaki karşılıklı etkileşim, ikinci nesil modellerin hareket noktasını oluşturmaktadır. Piyasada oluşan beklentiler, doğrudan makro iktisadi politika kararlarını etkilemektedir. Makro iktisadi göstergeler ile ilgili kötümser beklentiler, kendi kendini besleyen bir süreç yaratmaktadır. Krizler ekonominin temel göstergelerinde önemli bir kötüleşme olmadığı ve/veya beklenmediği durumlarda bile ortaya çıkabilmektedir (Yılmaz, Kızıltan ve Kaya, 2005: 91, Işık ve Togay, 2002: 31).

İkinci nesil modellerin, beklentilerin *kendi kendini beslemesi* ve *çoklu denge* olmak üzere iki temel özelliği vardır. İkinci nesil modeller sabit döviz kuru sistemini çöküşünü, ekonomik bir sürecin kaçınılmaz bir sonucu olarak değil, politik bir tercih olarak kabul eder. Başka bir anlatımla ikinci nesil modellere göre, devalüasyon yapıp yapılmayacağı, sabit kur rejimini sürdürmenin hükümete sağladığı faydanın, maliyetinden yüksek olup olmadığına bağlıdır. Sabit kuru sürdürmenin maliyeti ne kadar yüksekse, özel kesimin hükümetin sabit kuru sürdürme yüklenimine güvenleri o derecede azalır ve devalüasyon olasılığı o derece artar (Sevim, 2012: 30, Bastı, 2006: 12).

Bu modellerde kendi kendini besleyen beklentiler önemli rol oynamaktadır. İkinci nesil modellere göre piyasada hükümetin sabit kur rejimini sona erdireceği

düşüncesi egemen olduğunda, önce bir devalüasyon beklentisi sonra bir spekülasyon saldırı ve bunun sonucunda bir devalüasyon ortaya çıkabilir. Devalüasyon beklentileri, ücretleri ve faiz oranlarını artırarak, gelecekteki makroekonomik büyüklüklerde bozulmaya neden olmakta ve sabit kuru sürdürmenin maliyetini yükseltmektedir. Maliyetteki bu yükselme, devalüasyon beklentilerinin daha da artmasına neden olmaktadır. Beklentiler ile sabit kuru sürdürme arasındaki bu geri besleme süreci, spekülasyon saldırı çıkıncaya kadar sürmektedir (Sevim, 2012: 30).

Diğer bir deyişle, ikinci nesil modellerde şimdiki makroekonomik büyüklüklerden çok, gelecekteki makroekonomik büyüklükler dikkate alınmaktadır. Gelecekteki makroekonomik büyüklüklerin, sabit döviz kuru politikası ile uyuşmayacağı yönünde bir beklentiler kendi kendini besleyen krizlere ortam hazırlar.

Bu modellerin dayandığı en önemli varsayım, ekonomik politikaların önceden belirlenmediğini, buna karşılık ekonomideki değişimlere tepki olarak uygulanmaya başladıkları ve ekonomik birimlerin de beklentilerini oluştururken, bu durumu dikkate aldıklarını varsaymalarıdır. Bu arada ekonomik birimlerin faaliyetleri ve beklentileri de ekonomik politikalar oluşturulurken dikkate alınan değişkenlerin bazılarını etkiler.

Çoklu denge özelliğinde ise, spekülasyonların beklentilerine bağlı olarak, döviz kuru, her biri dengede olan, birden fazla farklı değer alabilir. Diğer bir deyişle, birkaç olası döviz kuru dengesi vardır ve hangisinin gerçekleşeceği beklentilere bağlıdır. Obstfeld (1996), Cole ve Khoe (1996 ve 1998), Chang ve Velasco (1998) çoklu dengenin oluşumunun, makroekonomik büyüklüklere bağlı olduğunu savunmaktadır. Eğer makroekonomik büyüklükler çok iyi ise (örneğin işsizlik sorunu, dış ticaret açığı ve bankacılık sisteminde likidite sorunu yoksa), sabit kur sistemini savunmanın maliyeti çok düşük olacaktır. Bu nedenle de beklentilerle, maliyetler arasında geri besleme süreci ortaya çıkmaz. Eğer makroekonomik büyüklükler çok kötü ise birinci nesil modellerde olduğu gibi, devalüasyon kaçınılmazdır. Makroekonomik büyüklükler orta düzey değerlere sahip olduğunda ise, beklentilere bağlı olarak çoklu dengenin oluşması olasıdır. Özetle, bir yandan olumsuz beklentilere göre yüksek bir döviz kuru düzeyinde bir denge gerçekleşirken, öte yandan olumlu beklentilere göre, düşük bir döviz kuru düzeyinde başka bir denge gerçekleşebilir (Sevim, 2012: 31, Bastı, 2006: 13).

Krizin nedenlerini geniş bir çerçevede ele alma avantajına karşın ikinci nesil modeller beklentileri dışsal ve krizleri öngörülemez olarak algılamaları, özel sektör beklentilerinde değişimin önemini vurgularken devletlerin sorumluluğunu ihmal etmeleri ve benzeri gerekçelerle eleştirilmiştir (Bayraktutan, 2006: 27). İkinci nesil kriz modellerinin, küresel finansal piyasaların yapısına daha iyi uyduğu belirtilmekle birlikte, analizin temel taşı olan güven kaybı ve beklentilerdeki kaymanın nedenleri konusunda yetersiz kaldığı ifade edilmektedir (Yay, 2001: 7).

Birinci ve ikinci nesil kriz modelleri, 1980 ve 1990'lı yıllardaki pek çok finansal krizi açıklayabilseler de, 1997 Güneydoğu Asya krizi her ikisi tarafından da açıklanamamıştır. Bu durumda, yeni karşılaşılan krizi açıklamaya dönük pek çok çalışma başlamıştır. Bu çerçevedeki çalışmalar, literatürde “Üçüncü Nesil Kriz Modelleri” olarak adlandırılmaktadırlar.

1.3.3. Üçüncü Nesil Kriz Modelleri

1997 yılında Güneydoğu Asya ülkelerinde patlak vermesine karşın küresel anlamda pek çok dünya ekonomisinin ciddi boyutlarda etkilenmesine neden olan Asya Krizini, standart ekonomik göstergelere (enflasyon, parasal büyüme oranı ve bütçe açıkları gibi) bağlı olarak birinci ve ikinci nesil kriz yaklaşımları ile açıklamak ve tahmin etmek mümkün olmamıştır. Çünkü Doğu Asya krizine, ne bütçe açıklarının finansman yönteminin sabit kur sistemi ile tutarsızlığı, ne de makroekonomik büyüklüklerin kriz yaratacak düzeyde olmamasına karşın spekülörlerin hükümetin sabit kur sistemini sürdüremeyeceği ile ilgili beklentileri neden olmuştur. Üçüncü nesil finansal kriz modelleri, birinci ve ikinci nesil finansal kriz modellerinin bileşiminden oluşmaktadır. Bu modellerde, asimetrik bilginin sonuçları olan ahlaki risk ve ters seçim sorunları ve ülkeler arasındaki ticari ve finansal ilişkilerin etkisinin görüldüğü yayılmacı/bulaşıcı etkiler üzerinde durulmaktadır.

Güneydoğu Asya krizinden hareketle geliştirilen üçüncü nesil kriz modelleri, bankacılık ve finans sektörünün rolünü vurgulayarak, bankacılık krizleri ile para krizlerinin birbirlerini besleyen bir kısır döngü yarattığı ana fikrine dayanmakta ve krizlerin ülkeler arasındaki yayılma/bulaşma mekanizmasını açıklamaya

çalışmaktadır. Krugman'ın (1998) “*ahlâki risk*” yaklaşımı ve Radelet ve Sachs'ın (1998) “*finansal atak*” yaklaşımı bu çerçevede değerlendirilen öncü çalışmalardandır.

Krugman'a göre, finansal aracılardan yaratmış olduğu yükümlülüklerin açık veya örtük olarak hükümet garantisine alınmış olması, “*ahlâki risk*” sorununa yol açmıştır. Özellikle, bankaların riskli projeleri kredileştirme davranışının yaygınlaşması ve kredi hacminin bu şekilde genişlemesi, finansal aktif fiyatlarını yükselterek finansal sistemi nominal olarak aşırı derecede büyötmüştür. Oluşan finansal balonların patlaması bu süreci tersine çevirmiş ve ekonomide genel olarak finansal aktiflerin fiyatları düşerken, bankaların toplam kredi içinde donuk aktiflerinin payı önemli ölçüde artmıştır. Bu durum, ulusal düzeyde ödeme sistemlerinin kilitlenmesine ve bankacılık krizlerinin ortaya çıkmasına neden olmuştur. Bankacılık krizleri ise para krizlerine yol açmıştır (Krugman, 1998: 1, Aktaran Yılmaz, Kızıltan ve Kaya, 2005: 93).

Radelet ve Sachs (1998)'e göre yükümlülüklerin vade yapısının aktiflerin vade yapısından daha kısa olması, kısmi rezerv sisteminde, bankalara yönelik hücumun potansiyel kaynağını oluşturmaktadır. Günümüz finans dünyasında, bankaların fon kaynaklarının ve kullanım alanlarının farklı para birimlerinden oluşması, vade ve kur uyumsuzluğu sonucunda, vade-kur riskinin birlikte var olmasına yol açmaktadır. Bu risk birbirini besleyerek, bankalar açısından likidite problemi yaratmakta ve ülkenin temel makroekonomik göstergelerinde sorun olmasa bile krizin nedenini oluşturmaktadır. Finansal sektör problemleri parayı zayıflatırken, bir devalüasyon da banka pozisyonlarını ciddi bir biçimde zayıflatmaktadır. Yani, olay bir kısır döngü şeklinde gerçekleşmektedir (Yılmaz, Kızıltan ve Kaya, 2005: 93).

Doğu Asya krizinin başladığı Tayland, Endonezya, Malezya, Filipinler ve G. Kore'de kriz öncesinde bütçe açıkları ya sınırlı düzeydeydi ya da fazla vermekteydi. Bu durum Doğu Asya krizinin, birinci nesil kriz modelleri ile açıklanamamasına neden olmaktadır. Daha öncede belirtildiği gibi birinci nesil modellerde kriz, bütçe açıklarının para basılarak finanse edilmesi sonucunda gerçekleşen spekülasyon saldırı ve sabit kur sisteminin çöküşü ile ortaya çıkmaktaydı. Yine Güneydoğu Asya ülkelerinde işsizlik, büyüme ve enflasyon gibi makroekonomik büyüklükler, kriz

öncesinde sorun yaratmayacak, kendi kendini besleyen ya da çoklu denge yaratabilecek beklentilere neden olmayacak bir düzeydedir. Bu durum yaşanan krizin, ikinci nesil kriz modelleri ile açıklanamamasına neden olmaktadır. Böylece Doğu Asya krizinin nedenlerini ve oluşum sürecini açıklayıcı yeni modellere gereksinim duyulmuştur (Sevim, 2012: 35-36).

Finansal krizlerin nedenlerini açıklamaya çalışan üç kriz modeli de hükümet başarısızlıklarından kaynaklanmaktadır. Birinci nesil modeller, tutarsız makroekonomik politikalar uygulamasına, ikinci nesil modeller ise hükümetin sabit kur sistemini sürdürüp sürdürememe konusundaki güven yetersizliğine vurgu yapmaktadır. Doğu Asya krizleri ile hükümetin başka bir başarısızlığı ortaya çıkmıştır. Hükümetin finansal piyasaları gerekli denetim ve yönetimden yoksun bırakmaları ve hükümet ile büyük sermayeli işletmeler arasındaki uygun olmayan ilişkilerin varlığı krizin ortaya çıkışının temel faktörlerinden olduğu belirtilmiştir.

Krugman (2001), üçüncü nesil modellerde üç temel kriz nedeni üzerinde durmaktadır. Bunlar: (1) Ahlâki tehlike kaynaklı yatırımlar; dış borç ile finanse edilen yatırımların aşırı biçimde yapılması ve daha sonra bu sürecin tersine dönmesi, (2) Açık ekonomilerde banka hücumlarının görülmesi (bank-run) ve (3) Ödemeler bilançosu bozulmalarının döviz kuru üzerinde yarattığı baskıdır.

Spekülatif saldırı krizinden daha çok, finansal sektör krizi olarak nitelendirilen üçüncü nesil krizlerinde krize neden olan temel faktör ahlâki risktir. Ahlâki risk sorununun arkasında yatan olgu ise bilginin ekonomik aktörler arasında simetrik dağılmaması ve bunun sonucunda eksik bilgiye sahip ekonomik birimin yanlış karar vermesine yol açan asimetrik bilgidir. Örneğin, finansal piyasada, kredi ilişkilerinde, kredi verenlerin, kredi alanlar hakkında daha az bilgiye sahip olması, finansal sistemlerde ters seçim ve ahlâki risk problemlerine neden olmaktadır. Kredi verenlerin, kredi isteyenler hakkındaki bilgilerinin tam olmaması, kredilerin geri dönmeyeceğini düşünerek kredilere yüksek faiz istemelerine neden olmaktadır. Bu durumda, krediyi geri ödeme gücüne sahip olanlar, faiz oranlarının yüksekliği nedeniyle piyasadan çekilmekte ve geriye kalan ödünç almaya istekli olanlar ise, daha fazla riski göze alan, ancak krediyi geri ödeme olasılığı düşük olanlardır. Çünkü kredi isteminde bulunanlar borcu geri ödeyememe olasılıklarını bilmektedirler. Ters seçim sorunu, krediyi geri ödeme gücüne sahip olanlardansa, geri ödeme olasılığı

daha zayıf kredi isteminde bulunanların seçilmesi ile ortaya çıkmaktadır (Mishkin, 1992: 116-117, Aktaran Sevim, 2012: 37).

Doğu Asya Krizi'ndeki temel sorun, ahlâki risk kaynaklı bir sorundur. Çünkü sorun finansal kurumların yeterli denetim ve gözetimden yoksun olmalarına karşın, doğrudan ya da dolaylı şekilde devlet garantisi altında olmalarından kaynaklanmaktadır. Ancak hükümetlerin, finansal birimleri kontrol etmedeki yetersizliği sonucu, ciddi ahlâki bozulma problemleri ortaya çıkmaktadır. Bu kurumların, aşırı riskli borç vermeleri, varlıkların fiyatlarını yükseltmekte ve enflasyona neden olmaktadır. Riskli borç vermenin sürmesi ise, riskli varlıkların fiyatlarını yükseltmekte ve varlık balonunun daha da şişmesine neden olmaktadır (Krugman, 2001: 2-3).

Üçüncü nesil modeller finansal piyasaların giderek birbirine bütünleşik olduğu günümüz dünyasında, herhangi bir ülkenin finans piyasasında meydana gelen bir krizin bir başka yerde makro ekonomik temellerde açıklanamayan bir krizi başlatabilmesi gerçeğine dayanmaktadır (Karaçor ve Alptekin, 2006: 240). Bir ülkede ortaya çıkan finansal krizin, öteki ülkelerde de krizlere neden olması, literatürde *bulaşma (contagion) etkisi* olarak adlandırılmaktadır.

Bir finansal krizin görünür ekonomik bağlantılar aracılığıyla, başka bir ekonomiye aktarılması; “*karşılıklı bağımlılık*” (interdependence) terimi ile ifade edilmektedir. Bu terim ekonomilerin “temel makroekonomik göstergelerinde” ortaya çıkan, gözlenebilir nitelikteki değişimler ile ilişkilidir. Doğu Asya krizinde olduğu gibi, krizin çıktığı ülkedeki yatırım fonlarını elden çıkaramayan yatırımcıların, makroekonomik göstergeleri sorunlu olmayan başka bir ülkedeki hisse senetlerini satmak zorunda kalması ile kriz söz konusu öteki ülkeye bulaşacaktır. Literatürde *sürü davranışı* olarak isimlendirilen bu durum riskli ülkelerle birlikte çevre ülkelerden de sermaye kaçışlarına neden olarak krizin o bölgedeki tüm ülkelere bulaşmasına neden olmaktadır (Sevim, 2012: 38-40).

1990'lı yıllarda ortaya çıkan finansal krizler üç bölgesel dalgalanmaya neden olmuştur. Bunlar 1992-1993 yıllarında Avrupa'yı etkileyen döviz krizi, 1994-1995 yıllarında Latin Amerika'yı etkileyen Tekila krizi ve 1997'de başlayan Güneydoğu Asya krizidir. Bu krizlerin ortak özelliklerinden birisi, bulaşıcı nitelikte olmalarıdır (Özer, 1999: 72-73).

1.4. FİNANSAL KRİZ YAKLAŞIMLARI VE İLGİLİ LİTERATÜR

1.4.1. Keynesgil Yaklaşım ve Finansal Krizler

1929 krizini izleyen süreçte, gelişmiş ülkelerde meydana gelen şiddetli depresyon ve işsizlik karşısında, o güne kadar geçerli olduğuna inanılan klasik ekonomik anlayışın yetersiz kalması, bu yaklaşıma karşı çıkan talep yanlı Keynesgil yaklaşımın ortaya çıkmasını sağlamıştır. Çünkü 1929 bunalımı, yeniden canlanma yaratması beklenen olayların hiç birisinden etkilenmeden yayılmış; iktisadi sistem, yeniden canlanma yolunu kendiliğinden bulamamıştır. Yani, klasik süreçler için geçerli olan özgün mekanizmalar yetersiz kalmış veya hiç ortaya çıkmamıştır.

Krizin bir olgu olarak kapitalist ekonomilerde sorgulanması Keynesgil iktisadın yükselişi ile başlamıştır. Çünkü Keynes ilk defa paranın dolanım hızının istikrarsız olduğunu ifade etmiş ve buna spekülasyon güdüsüyle para talebinin yol açtığını göstermiştir.

Klasik İktisatçıların iddia ettiği gibi, ekonominin kendinden dengeye geleceği, tam istihdamın otomatik olarak sağlanacağı görüşünü reddeden ve Say yasasının geçersiz olduğunu belirten Keynes, yatırım ve tasarruf eşitliğinin de her zaman gerçekleşmediğini ileri sürmüştür. Keynes, yaklaşımında ekonomik faaliyet düzeyini beş değişkene bağlamaktadır. Bu değişkenler; milli gelir, istihdam, tüketim, yatırım ve faiz oranlarıdır. Keynes, bu değişkenler arasındaki ilişki için de çarpan mekanizmasının etkisini dikkate almış ve maliye politikasını öne çıkarmıştır (Çapraz, 2001: 20).

Keynes, krizi, “yükselen konjonktür ortamında, iktisadi ajanlar tarafından genellikle öngörülmeyen ve çoğu zaman şiddetli ve ani olarak meydana gelen bir olay” olarak betimler. Yine Keynes istihdam, tüketim, dönem başı (ex-ante) ve dönem sonu (ex-post) yatırım, toplam gelir, marjinal tüketim eğilimi, efektif talep gibi makro iktisadi değişkenlerin, çarpan ve hızlandıran mekanizmalarının ve de “sermayenin marjinal etkenliğine” ve faiz oranına ait beklentilerin karşılıklı etkileşimi ile, yükselen konjonktür döneminin kendi kendini besleyen bir büyüme dinamiği oluşturduğunu; konjonktür dalgasının daralma istikametine döndüğü tepe noktasında dönüşün, ani ve şiddetli olduğunu; bu noktadan sonra aynı unsurların, bu

kez daralma yönünde etkileşimler yaratarak işlediklerini; fakat daralma devresinden yükselen konjonktür devresine geçişin (krize girişteki olgunun tersine) ani ve şiddetli değil, yavaş ve aşamalı olduğunu belirtmektedir. Ancak bu süreçler talebe bağlı işlemektedir (Öztürk ve Çakmak, 2002: 13, Yıldırım, Kızıltan ve Kaya, 2005: 83).

Keynes'e göre durgunluğun ve resesyonun çözümü, yatırımların artırılması yolu ile toplam talebin artırılmasıdır. Toplam talebin artırılması için para politikasından, özellikle de maliye politikasından yararlanmak gerekir. Devlet bütçesi ekonomik istikrarın sağlanması için kullanılabilecek güçlü bir politik araçtır ve kamu harcamalarının artırılması yolu ile toplam talep artırılabilir. Bu görüş doğrultusunda durgunluk başladığında devlet müdahalesi ile ekonomi genişlemeye başlayacaktır. Eğer devlet müdahale etmezse bu resesyon ve ya depresyon uzun süre devam edecektir (Orhan, 1995: 112). 1933–1939 yılları arasında bu öneriler ABD'de kısmen de olsa uygulama alanı bulmuş, ancak alt yapı yatırımları yeterince artırılmadığı için krizden tam çıkış, 1940 yılında II. Dünya Savaşı'nın patlaması ile gerçekleşmiştir. 1940 yılı bu bağlamda Keynesgil kriz kuramının, pratikte doğrulandığı yıl olarak tarihe geçmiştir (Öztürk ve Çakmak, 2002: 21).

Keynes 1936'da yazdığı 'Genel Teori' isimli eserine göre, ekonomik hayatta ortaya çıkan dalgalanmaların temel nedeni, sermayenin marjinal etkinliği tanımı ile ifade ettiği, en üretken sermayenin beklenen getiri oranındaki konjonktüre bağlı değişimlerdir. Sermayenin marjinal etkinliğindeki değişiklikler ise bekleyişlere göre şekillenmektedir. Kâr oranından söz etmek gerekirse, bu oran, konjonktürün genişleme döneminde aşırı yatırım durumunun yaratıcısıdır. Nitekim, genişleme döneminde sermayenin marjinal etkinliğinin düşmesi gerekse bile, sermaye maliyetinin ve faiz oranının yükselmesine oranla beklentiler daha fazla olur (Keynes öngörüşlerin yanıltıcılığından söz etmektedir). Bu durum, yatırım yapma talebinin durması nedeni ile krize yol açacak olan, beklentilerde bir azalma (sermayenin marjinal etkinliğinin birden bire düşmesi) ile sonuçlanacaktır. Böylece kriz, sermayenin iskonto edilmiş getirisi ile faiz oranı arasındaki farkın ortadan kalkmasından doğmaktadır. Bu, Keynes'e göre tasarruf talebine değil, kredi arzına bağlıdır. Demek ki, tamamıyla parasal bir olgu iktisat politikası aracı haline gelebilmektedir. Sonuç olarak, düşmesi gereken kredi arzı, tam tersine yükselecektir. Keynes, böylece, girişimcilerin krize neden olmaksızın, yatırımları

yönetebilmelerinin tartışmalı olduğunu göstermiştir (Yıldırım, Kızıltan ve Kaya, 2005: 82-83).

1.4.2. Yeni Keynesgil ve Finansal Krizler: Asimetrik Bilgi Yaklaşımı

Asimetrik bilgi yaklaşımı, finansal krizleri açıklamayı amaçlayan ve son yıllarda ortaya çıkmış olan modern bir yaklaşımdır. Bu yaklaşım, bilginin finansal piyasaları oluşturan birimler arasında simetrik dağılmamasının yaratacağı sorunları incelemektedir. Finansal piyasaların etkinliği, piyasadaki aktörlerin piyasanın işleyişi hakkındaki bilgilere aynı ölçüde sahip olma şartına bağlanmaktadır. Bu durumdan uzaklaşıldıkça yani ekonomik birimlerin sahip oldukları bilgi, nitelik ve nicelik olarak farklılaştıkça, finansal sistemin etkinliği azalmaktadır.

Yeni Keynesgil yaklaşım, finansal krizlerin merkezine bankacılık sistemini yerleştirir. Piyasaların etkin işleyemeyişinin nedeni olarak asimetrik bilgi problemini görür ve bu doğrultuda finansal krizleri açıklamaya çalışır. Yeni Keynesgil asimetrik bilgi yaklaşımı, sadece bankacılık krizlerini değil finansal piyasalarda oluşabilecek tüm krizleri açıklamaya yönelik olarak geliştirilmiştir. Ancak bankacılık sektörü finansal sistemlerin merkezinde bulunduğundan bu yaklaşımda ağırlıklı olarak kredi piyasaları sorunları üzerinde durulmuştur (Karabulut, 2002: 5).

Asimetrik bilgi yaklaşımına göre finansal kriz, finansal piyasalardaki bilgi akışının aksadığı ve bu yüzden finansal piyasaların görevlerini yapamadığı bir durumdur (Mishkin, 1999a). Finansal piyasalar, fonları en verimli yatırım fırsatlarına etkin bir şekilde kanalize edemezler. Sonuçta yatırımlarda bir azalma ve buna bağlı olarak da ekonomik faaliyetlerde bir daralma meydana gelir (Şen, 2006: 2).

Asimetrik bilgi, finansal bir sözleşmedeki tarafların sahip oldukları bilginin farklı olması halinde ortaya çıkar. Borç alan, borç verene göre daha avantajlıdır. Çünkü borç alanlar, üstlenmek istedikleri yatırım projeleri hakkında borç verenden daha fazla bilgiye sahiptirler. Bu durumda borç veren, borçlunun güvenilirliği hakkında bir belirsizlikle karşılaşır. Asimetrik bilgi, ters seçim (adverse selection) ve ahlâki risk (moral hazard) olmak üzere 2 tür probleme yol açar. Ters seçim, finansal işlemden önce, ahlâki risk ise finansal işlemden sonra meydana gelir (Şen, 2006: 2).

George Akerlof'un 1970 yılında yayımlanan "The Market for Lemons: Quality Uncertainty and the Market Mechanism" adlı makalesi, asimetrik bilgi yaklaşımının öncü çalışmalarındandır. Ters seçim probleminin finansal piyasanın işleyişine nasıl etki ettiği bu çalışmada anlatılmıştır. Akerlof (1970) çalışmasında, ürün kalitesine yönelik olarak, alıcı ve satıcıların bilgi farklılıklarının piyasanın işleyişi üzerindeki olumsuz etkisini incelemiştir. Satıcıların kendi ürünleri hakkında alıcılara göre daha fazla bilgiye sahip olmalarının yarattığı asimetrik bilgi, piyasada aksamalara ya da piyasanın varlığına karşı bir tehdide neden olacaktır. Bilginin asimetrik dağıldığı böyle bir ortamda, düşük kalitedeki malların satıcıları, yüksek kalitedeki mallara sahip satıcıların aleyhine olmak üzere prim elde edeceklerdir. Bu durumda yüksek kalitedeki malların satıcıları piyasadan çekilmek zorunda kalacaklardır. Bu çekilme, piyasanın oluşmasını engelleyecek kadar sıkıntılı sonuçlar da yaratabilecektir. Akerlof, asimetrik bilginin otomobil piyasalarında yarattığı bu sorunun sigortacılık, bankacılık gibi finansal piyasalarda da benzer sonuçlar vereceğini belirtmiştir (Sevim, 2012: 18).

Asimetrik bilginin en önemli etkisi menkul değerler ve bankacılık piyasası üzerindedir. Yeni Keynesgil iktisatçılara göre, menkul değerler piyasasının etkin bir şekilde işlemeyişinin nedeni asimetrik bilgidir. Şirket yöneticileri, firmanın durumunu iyi bildikleri için arz ettikleri hisse senedi ve tahvillerin piyasa değerini tam olarak belirleyememektedirler. Alıcılar ise, firmanın durumunu tam olarak bilmedikleri için aşırı riskten kaçınma amacı ile ortalama bir fiyat önerecektir. Bu durumda iyi kağıt arz edenler piyasayı terk eder. Tahvil ve hisse senedi satışlarının dünyanın hiçbir ülkesinde temel finansman kaynağı olamamasının temel sebebi bu durumdur (Paya, 1998: 346).

Asimetrik bilginin olmadığı bir durumda limon problemi ile karşılaşılmayacaktır. Eğer alıcılar, iyi ve kötü firmaları birbirinden ayırt edebilirlerse, iyi firmalar tarafından çıkarılan hisse senedi, bono ve tahvilleri tam değerinden satın alacaklardır. Böylece finansal piyasalar, fonları en verimli yatırım alanlarına taşıyabileceklerdir (Şen, 2006: 4). Sonuç olarak Akerlof'un çalışması, özünde kalite ve belirsizliği ilişkilendirmektedir. Farklı kalitedeki malların varlığı ve farklı bilgi akışı, piyasalarda önemli olumsuzluklar ortaya çıkarmaktadır.

Asimetrik bilgi ve onun sonucunda meydana gelen ters seçim problemi, piyasa başarısızlıklarının en önemli örneklerinden biri olan kredi tayinlamasına yol açar. Kredi kurumlarının ters seçim ve ahlâki risk sorunlarına karşı geliştirdikleri bir yöntem olan kredi tayinlaması; kredi talebinde bulunanların daha fazla faiz oranı vermek istemelerine rağmen, kredi kurumlarının kredi tahsis ve kullandırılmasının ret etmesidir (Jaffee ve Russell, 1976: 651). Kredi tayinlaması iki şekilde ortaya çıkabilir (Mishkin, 1992: 218-219): Birincisi, kredi talep edenin yüksek faiz önermesine rağmen kredi kurumunun hiç kredi tesis etmemesini; ikincisi ise; kredi kurumu kredi talebinde bulunan işletmenin istediği tutarın altında kredi tesis etmesidir. Kredi tayinlamasının ilk şekli ters seçime, ikinci şekli ahlâki tehlikeye karşı uygulanan bir yöntemdir.

Arzın talebe eşit olmasını ifade eden piyasa dengesi kavramı, iktisat biliminin en temel prensiplerinden biridir; eğer talep arzı aşarsa, fiyatlar artacak, talep azalarak ve/veya arz artarak yeni bir denge oluşacaktır. Fiyatların bu görevi yapması halinde tayinlama meydana gelmeyecektir. Bununla beraber gerçek hayatta kredi tayinlaması ve işsizlik vardır. Serbest piyasa koşullarında denge, hem istikrarsızdır, hem de etkin çalışmamaktadır. Mankiw, bu yüzden piyasaya hükümetin müdahalesinin gerekli olduğunu iddia etmiştir (Mankiw, 1986, Aktaran Şen, 2006: 4).

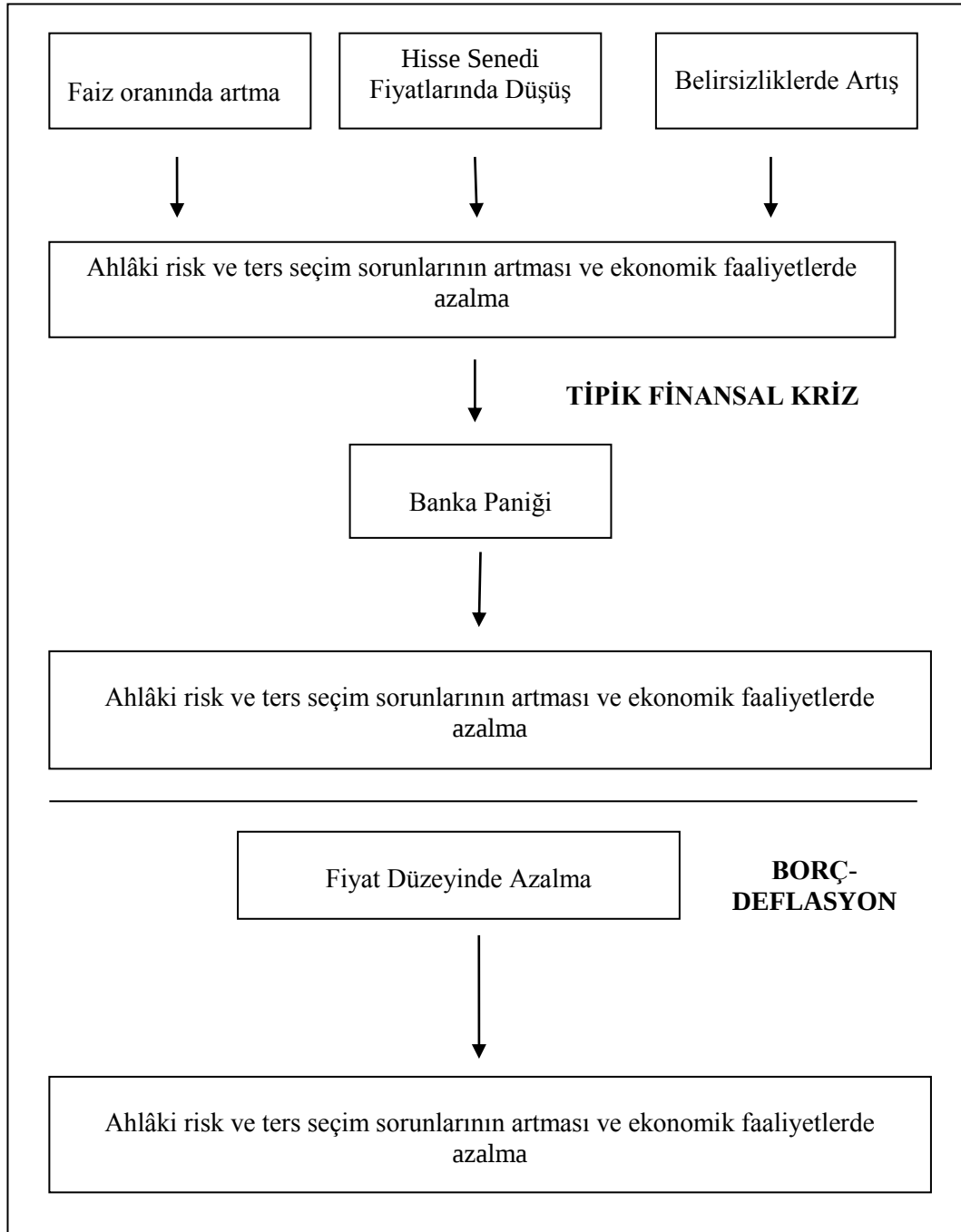
Yeni Keynesgil okulun finansal kriz modellerinden en önemlisi G.N. Mankiw'in modelidir. Mankiw (1986), öğrenci kredi piyasasından yola çıkarak finansal krizlerin temelini asimetrik bilgi yaklaşımına dayandırdığı bir model geliştirmiştir. Bu modelde kredi tayinlaması vardır ve bu krizin başlangıcını oluşturmaktadır. Kredi tayinlaması yeni kredi almak isteyenlerin riskinin çok yüksek olması sebebiyle bankaların kredi vermemesidir. Kredi piyasasının işlerliğini kaybetmesi kötü durumda olan birçok firmanın iflasını beraberinde getirir. Bu durum bankaların verdikleri kredilerin geri dönmemesi sonucunu doğurur ve banka iflaslarına neden olur. Ekonomik aktiviteler bu gelişmelerin sonucunda azalır ve ekonomi durgunluğa girer. Bunun sonucunda yeni firma iflasları yaşanır (Karabulut, 2002: 12).

Mishkin gelişmekte olan ülkelerde finansal krizlerin dinamiklerini, üç aşama ile açıklamaktadır. *Birinci aşamada*, finansal serbestleşmenin ardından, sermaye girişleri ile sağlanan banka ödünçlerindeki aşırı şişkinliklerin, büyük ölçüde geri

dönmeyen kredilere dönüşmesi ve bankalar başta olmak üzere, finans ve finans dışı kurumların bilânçolarında bozulma sürecini anlatmaktadır. *İkinci aşamada*, ulusal para biriminin değerini korumak amacıyla Merkez Bankasının faiz oranlarını yükseltmesi, zaten zayıf olan bankacılık sistemindeki bankaların bilânçolarının daha da kötüleşmesi ve ulusal para biriminin daha fazla korunmayacağı düşüncesinin egemen olması sonucunda finansal krizin ortaya çıkışını anlatmaktadır. *Son aşamada* ise, spekülasyon saldırıların yoğunlaşmasıyla, ulusal para biriminin değer yitirmesi ve yabancı para birimine bağlı olarak, kısa vadeli borçların, yani bilânçodaki yükümlülüklerin artması ve bu borçların vadesinin genellikle çok kısa olması nedeniyle, likidite sorunlarının ortaya çıkmasını anlatmaktadır. Sonuçta bilânçolar, hem varlık hem de yükümlülük kalemleriyle, her iki yönden sıkışmış olmaktadır. Bozulan bilânçolar ile zayıf sermaye tabanının varlığı, bankaların borç vermesini zorlaştırmakta, böylece son aşamada, tam anlamıyla bir finansal kriz ortaya çıkmış olmaktadır (Mishkin, 2000: 9-10, Aktaran Sevim, 2012: 18).

Mishkin, asimetrik bilgi sonucunda finansal sistemin fonları verimli yatırım alanlarına yönlendirilmesini sağlayamaması nedeniyle finansal piyasalarda ortaya çıkan ters seçim ve ahlâki risk sorunlarını kötüleştirerek, finansal krizlere neden olan ve ardından ekonominin yüksek çıktı düzeyinden, düşük çıktı düzeyine ulaşmasına neden olan süreci beş aşamada incelemiştir: (1) Faiz oranlarının artması, (2) Hisse senedi fiyatlarının düşmesi, (3) Finans piyasalarındaki belirsizliklerin artması, (4) Banka paniklerinin yaşanması ve (5) Fiyat düzeyinde beklenmedik azalmanın yaşanması sonucu firmaların net değerindeki azalışlar (Mishkin, 1991: 7-10; Mishkin, 1996: 39-43; Mishkin ve Hahm, 2000: 2). Finansal kriz sürecindeki beş aşama Şekil 4'te gösterilmiştir. Her ne kanalla olursa olsun bu faktörlerin ortaya çıkması, ahlâki risk ve ters seçim sorunlarının artmasına ve toplam ekonomik faaliyetlerin azalmasına yol açacak ve süreç finansal krizle sonlanacaktır. Şeklin üst kısmında bütün finansal krizlerde yaşanan aşamalar, alt kısmında ise borç ya da deflasyon durumunda ortaya çıkan finansal krizlerde yaşanan aşamalar gösterilmiştir (Mishkin, 1991: 11).

Şekil 4: Finansal Krizlerin Aşamaları



Kaynak: Mishkin, 1991, s. 12.

Yeni Keynesgil iktisatçılar finansal krizlere karşı iki politika önerinde bulunurlar. Birincisi, finansal krizlere karşı para politikası uygulanmalıdır. Para arzını artırarak durgunluğun önleneceğini savunur. Bu görüşe göre para arzının artırılması faiz oranlarını düşürecek, diğer taraftan da kredi piyasasındaki sorunları

azaltacak ve yatırımları teşvik edecektir. Aynı zamanda ahlâki riski de azaltacaktır. İkinci olarak, bilgi akışına kamu müdahalesini öngörürler. Bu durumda Merkez Bankalarının iletişim mekanizması önemli hale gelmektedir. Asimetrik bilgi probleminin oluşmasını engellemek için firmaların ve bankaların mali durumları hakkında bilgi yayınlamasını ve bilgilerin doğru olmaması durumunda cezai yaptırım uygulanmasını önerirler (Karabulut, 2002: 12-13).

1.4.3. Post Keynesgil ve Finansal Krizler: Borç ve Finansal Kırılganlık Yaklaşımı

Borç ve Finansal Kırılganlık Yaklaşımının en önemli temsilcileri; Fisher (1932), Minsky (1977) ve Kindleberger (1978)'dir. "Fisher-Minsky-Kindleberger Yaklaşımı" finansal krizlerin ortaya çıkmasını bir "dalga teorisi" ile açıklamaktadırlar. Bu yaklaşıma göre; gittikçe iyileşen ekonomik iklim, yükselen fiyatlara, artan şirket kârlarına ve yatırımların artmasına neden olmaktadır; ama aynı zamanda, spekülâtif sermaye kazançlarının artmasını da teşvik etmektedir. Bankalar artan miktarda kredi verir ve "para arzı" gittikçe artar. Sadece firmaların değil, kişilerin ve bankaların aldıkları kredilerle, gittikçe şişen bir "kredi balonu" oluşur. Balonun patlamasıyla kredi geri ödenmesinde ortaya çıkan zorluklar, bankaları varlık satmaya zorlar. Krediler yenilenemez hale gelir; banka mevduatları azalır. Reel sektör fiyat indirmek zorunda kalınca da şirket kârları düşer; borsalar çöker. Şirketlerin iflası, ülkenin GSMH'sının düşmesi ve işsizliğin artması anlamına gelmektedir.

Mali araçların çeşitlenmesi ve yaygınlaşması sürecinde likiditenin artmasına bağlı olarak iktisadi birimlerin borçluluk düzeyleri yükselirken birbirlerine karşı bağımlılıkları artmaktadır. Finansal kırılganlık, iktisadi birimlerin karşılıklı bağımlılıklarının artması sonucu ekonomideki değişmelere ya da aksaklıklara sistemin büyük tepkiler vermesi olarak tanımlanmaktadır. Finansal kırılganlık yaklaşımında finansal krizi gerçekleştiren, konjonktürel dalgalanmaların genişleme aşamasında ortaya çıkan aşırı borçlanma sorunudur.

1.4.3.1. Fisher Yaklaşımı

Fisher (1932 ve 1933) özellikle 1929 Büyük Bunalım'dan esinlenerek yazdığı çalışmalarında, borçlanmanın nasıl deflasyona yol açtığı ve bu iki olgunun ekonomiyi hangi şekilde krize sürüklediğini "Borç-Deflasyon Yaklaşımı" ile açıklamıştır.

Borç-Deflasyon yaklaşımına göre; bir ekonomi durgunluk sürecine girerse bunun sonucunda varlıkların değeri düşerken yükümlülüklerin değeri reel olarak artar. Aslında bunun anlamı "reel balans" etkisinin işlemesidir. Yükümlülüklerin varlıklardan değer olarak daha hızlı artması bu yaklaşımın ortaya atılmasından sonra Minsky tarafından finansal kırılganlık olarak tanımlanmıştır.

Fisher'e göre bir ekonomiyi krize, çöküşe sürükleyen birçok neden bulunmaktadır. Bu nedenler, birbiriyle etkileşime girerek, birbirinin etkilerini arttırarak ya da dengeleyerek, ekonomik bunalımda farklı ağırlıklara sahip olabilirler. Fisher makalesinde öncelikle bu olası nedenleri örneklemiştir. Bunlar arasında aşırı üretim, yetersiz tüketim, endüstriyel ve tarımsal fiyatlar arasındaki uyumsuzluk, aşırı güven havası, aşırı yatırım, aşırı tasarruf, aşırı harcama, yatırımlarla tasarruflar arasındaki dengesizlikler ilk akla gelen unsurlardır. Ancak Fisher'e göre, bir ekonomide görülebilecek olan aşırı daralmalarda, yukarıda sayılan nedenlerin rolleri ikincil derecede öneme sahip olacaktır. Bu tür bunalımları hazırlayan temel nedenler ise aşırı borçlanma ve hemen ardından gelen deflasyondur. Diğer ikincil öneme sahip nedenler ise, bu iki temel nedenle etkileşime girerek deflasyon sorununun daha çok büyümesine neden olmaktadır.

Konjonktürel dalgalanmalardaki yükselmeler ise, kârlı yatırım fırsatlarının artmasına yol açan dışsal bir olay aracılığıyla ortaya çıkabilmektedir. Söz konusu dışsal olaylar yeni buluşlar, altın gibi değerli madenlerin bulunması ve savaşlar olabilir. Bu dışsal şoklar, fiyat ve çıktının kolay arttığı sektörlerde yeni yatırımlar yapılmasını teşvik eder. Ekonominin genişleme dönemi olan bu dönemde kârların yükselerek fiyatları yükseltmesi daha fazla yatırımın yapılmasına yol açar, fakat aynı zamanda sermaye birikimi için spekülasyon yapılmasına da neden olur. Fisher'e göre bütün bu süreç finansmanın borçlanarak yapılması yoluyla işlemektedir. Borç ise birincil kaynak olarak bankalardan onların mevduat olarak topladıkları ve böylece para sunumunu ve fiyat düzeyini artırdıkları fonlardan karşılanmaktadır. Bu da

paranın dolaşım hızını artırarak parasal bir genişlemenin sonucuna yol açar. Bunun yanında fiyat düzeyindeki bir artış, ödenmemiş borçların reel değerini düşürdüğü için daha fazla borç almayı motive eder. Bu süreç alınan her borcun artık ödenemeyeceği bir aşırı borçluluk durumuna gelinceye kadar sürecektir. Bu durum borç krizine sonrasında banka krizine ve para otoritesince gerekli önlemler alınmazsa, büyük bir depresyona neden olacak likidite krizine neden olabilecektir (Demirci, 2005: 20; Sevim, 2012: 11).

Fisher (1932 ve 1933) çalışmalarında deflasyona karşı reflasyona gidilmesi gerekliliği gibi önemli makro ekonomik tespitler yapmışsa da, bunlar Keynes'in Genel Teori'nin gölgesinde kalmış, Fisher'in yaklaşımını revize edip tekrar dikkatlere sunan ise Minsky olmuştur.

1.4.3.2. Minsky Yaklaşımı

Fisher gibi Minsky'de, finansal zayıflığın ve kırılganlığın nedenini piyasanın borç yapısının olduğunu savunmuştur. Minsky (1977) ve Minsky (1982), Fisher'in yaklaşımını genişletmiş ve ekonomik genişleme esnasındaki aşırı borçluluk sorununu açıklamak için *finansal kırılganlık* kavramını geliştirmiştir. Minsky'e göre ekonomi konjonktürel dalgalanmaların genişleme döneminde daha kırılgan olmaktadır. Oluşan bu kırılgan yapı da zayıf bir piyasada menkul varlık satışlarına neden olarak, varlıkların fiyatlarının aniden düşmesi ile finansal krizlerin çıkmasına neden olmaktadır.

Minsky, krizle ilgili görüşlerini açıklarken üç farklı kavramdan yararlanır (Dymski, 1997: 502-503): *Wall Street paradigması*, *finansal kırılganlık* ve *finansal istikrarsızlık hipotezi*. Minsky (1977: 141), *Wall Street* kavramı ile sermaye varlıklarını ve yatırımın finansmanını sağlayan gelenek ve kurumları tanımlar. Günümüz dünya ekonomisinin ise *Wall Street*'in dünya bakışı ile şekillendiğini belirtmektedir. Minsky'e göre finansal kırılganlık, finansal sistemin doğal bir özelliğidir ve krize olan duyarlılığı ifade eder. Finansal kırılganlık yaklaşımı, ekonominin neden içsel olarak kırılgan veya krize eğilimli olduğunu açıklar (Minsky, 1977: 139). Bu çerçevede Minsky'nin kazandırdığı *finansal istikrarsızlık hipotezi* kavramı literatürün temelini oluşturmuştur. Finansal istikrarsızlık, cari üretim fiyatlarına nispeten varlık fiyatlarında (hem finansal hem de sermaye varlıklarının

fiyatlarında) ani değişikliklerin meydana geldiği bir süreçtir (Minsky, 1982: 13). Bu sürecin temel özelliği veya başka bir ifadesi paranın dolanım hızının istikrarsız oluşudur. Bu açıdan Minsky'nin yaklaşımı Keynesgildir.

Minsky (1977: 142), finansal sistemin istikrarsızlığını ölçmede üç kavramdan yararlanır: *Hedge*, *spekülatif* ve *ponzi finansman*. Sınıflandırma, iktisadi birimlerin nakit gelirleri ile nakit ödeme yükümlölükleri arasındaki ilişkiyi esas alır (Şen ve Altay, 2009: 167-168). Başka bir ifadeyle; varlıklardan ya da aktiflerden ortaya çıkan akımlarla, yükümlölüklerden ortaya çıkan akımların uyumsuzluğudur.

a) *Hedge Finansman:* İktisadi birimlerin nakit akımları tüm dönemlerde nakit ödeme yükümlölüklerini aşıyorsa Hedge finansman söz konusudur. Faizlerin yükselmesi, gelirleri borçlarından daha fazla olan hedge birimi etkilemez. Bu yüzden hedge finansman birimleri, finansal piyasalardaki olumsuzluklara doğrudan duyarlı değildir.

b) *Spekülatif Finansman:* İktisadi birimlerin nakit çıkışı sadece bazı zamanlarda nakit girişinden fazladır. Fakat spekülatif finansman biriminin bugünkü değeri hala pozitiftir. Bu durumda spekülatif finansmanın varlığından söz edilebilir. Bununla beraber dönemin tamamında toplam nakit gelirlerinin değeri, toplam ödeme yükümlölüklerinin değerini aşar. Spekülatif finansman biriminin yükümlölüklerinin gelirlerini aştığı dönemlerde yeniden borçlanması gerekir. Faizlerin yükselmesi halinde (yüksek faizlerden borçlanan) bir firmanın ödeme yeteneğini yitirme olasılığı artar. Bu yüzden spekülatif birim, finansal piyasalardaki olumsuzluklara oldukça duyarlıdır. Bu birimlerin para ve likit finansal varlıklar tutma ihtiyaçları vardır. Ancak spekülatif finansman hacmi, konjonktürün iyileştiği dönemlerde, belirsizliklerin azalması, spekülatif finansmanla uğraşmanın mükafatının artması ve likit varlık taşıma maliyetlerinin yükselmesi gibi nedenlerle genişlemektedir (Minsky, 1977: 147).

c) *Ponzi Finansman:* İktisadi birimlerin nakit çıkışları çoğu zaman nakit girişlerinden fazladır. Böyle bir durumda ponzi finansman söz konusudur. Ponzi finansman birimleri, borç yükümlölüklerini yerine getirebilmek için sürekli yeniden borçlanmak zorundadır. Finansal piyasalardaki küçük bir sorun veya faiz oranlarındaki küçük bir artış ponzi biriminin iflasına neden

olur. Özellikle ekonominin genişlediği ve konjonktür dalgasının tepe noktasına yaklaşıldığı dönemlerde kapitalist ekonomiler, hedge birimlerin hakim olduğu finansal yapıdan spekülative ve ponzi birimlerin hakim olduğu bir finansal yapıya yönelme eğilimindedir. Bu eğilim ise finansal kırılganlığı arttırmaktadır (Minsky, 1992: 7).

Sonuç olarak Minsky'e göre finansal kırılganlık özel sektörün finansal yapısındaki hedge finansmanın ağırlığına bağlıdır. Spekülasyon ve ponzi finansmanın ağırlığı, hedge finansmanın ağırlığından daha fazla ise kırılganlık yüksek, başka bir anlatımla finansal kriz olasılığı büyük olacaktır.

1.4.3.3. Kindleberger Yaklaşımı

Kindleberger, finansal kriz yaklaşımını 1978 yılında yayımlanan “*Manias, Panics and Crashes: A History of Financial Crises*” adlı çalışmasıyla açıklamış ve Minsky'nin kuramına dayandırmıştır. Kindleberger (1978: 121); küreselleşme ve finansal serbestleşme olgusunun başarılı işletmeler için vazgeçilmez bir fırsat olduğunu, finansal krizlerin ise, bu fırsatla birlikte yürüyen riskler olduğunu belirtmiştir.

Kindleberger'e göre *mania* (cinnet), *panik* ve *çökme* (*crash*) finansal kriz sürecinin üç aşamasıdır. *Cinnet* döneminde yatırımcılar paradan kaçarak reel veya finansal varlıklara (gayrimenkul, mal, hisse senedi, tahvil vb.) kayarlar ki bu konjonktürel genişleme döneminde ortaya çıkar. *Panik* sırasında ise reel veya finansal varlıklardan paraya geçmeye çalışırlar ki bu da konjonktürün tepe noktasında ortaya çıkar. *Çöküş* ise, *cinnet* sırasında istekle alınan ne varsa (mallar, evler, binalar, araziler, hisse senedi, tahvil vb.) fiyatlarının hızla düşmesi ile birlikte sürecin sonuçlanmasıdır. Bu açıdan değerlendirildiğinde Kindleberger krizleri konjonktürün tepe noktasındaki dönüşün bir temel unsuru ve önceki genişlemenin kaçınılmaz bir sonu olarak görmektedir (Karacan, 1995: 147).

Kindleberger yükselen trendde bankaların yeterli risk karşılığı ayırmamasına ve varlık piyasalarında yatırımcılar arasında yüksek derecede bir spekülative faaliyete yol açan “canlılığın (euphoria)” önemine değinmektedir. Kindleberger psikolojik faktörleri, hisse senedi piyasalarının birbiri ile bağlantıları, emtia arbitrajı, faiz arbitrajını değinerek, krizin uluslararası etkisini açıklamıştır. Kindleberger esnek bir

kambiyo rejiminin krizin bir engeli olmak yerine uluslararası etkisinin kolaylaştırıcı bir etken olarak görmüştür. Paranın değerlendirilmesi ve deflasyon veya paranın değer yitirmesi ve enflasyon iflaslar, bankaların kapanmasını ve para arzındaki değişimler ile birbirine bağlanabilir. Kindleberger finansal krizlerin uluslararası niteliği nedeniyle, paraya hâkim olan ve “uluslararası son kredi mercii” işlevini görebilecek bir lider ülkenin ya da tarafsız bir mali kuruluşun varlığını uluslararası ekonomik istikrar için değerli görmektedir. Kindleberger’in finansal krizlerde bir çözüm önerisi olarak önerdiği “son kredi mercii”; krizin gerçekleştiği-gerçekleşeceği ülkeye sıcak para transferi yapan kurum ya da ülke olarak tanımlanmaktadır (Karacan, 1995: 152).

1.4.4. Finansal Krizlere Paracı Yaklaşımlar

Keynesgil yaklaşımlara karşılık, Milton Friedman’ın önderliğini yaptığı paracılar Klasik ve Neo Klasik iktisat teorisine dayalı olarak, Keynesgil yaklaşımı şiddetli bir şekilde eleştirmiştir. Bu yaklaşım, ekonomi politikası içinde para arzına önemli bir yer vermiştir. Bu açıdan Paracı yaklaşım, aynı zamanda “çağdaş miktar kuramı” olarak da bilinir. Bu görüşte, maliye politikasının toplam talep üzerindeki etkileri sorgulanarak, para politikasının daha önemli olduğu vurgulanmıştır. Paracılar, bir ekonomideki istikrarsızlıkların temelinde, para arzındaki düzensiz dalgalanmaların yattığını ileri sürerler. Yani finansal krize, para politikasındaki başarısızlığın, 1929 Büyük Bunalımı örneğinde özellikle 1929-1933 arasındaki parasal daralmanın neden olduğunu iddia etmektedirler (Kindleberger, 1988: 171, Aktaran Yılmaz, Kızıltan ve Kaya, 2005: 86).

Friedman ve Schwartz (1963) ile onları izleyen Cagan (1965) finansal krizleri bankacılık panikleri ile belirlemektedirler. Friedman ve Schwartz (1963) Amerika Birleşik Devletlerinin (ABD) parasal tarihine ilişkin önemli çalışmalarında ABD’de parasal istikrarın sağlanmasında bankacılık paniklerinin rolüne dikkat çekmişlerdir. Çalışma, 1867-1960 dönemlerinde ABD’deki altı önemli parasal kısıtlamadan dördünü önemli banka panikleriyle ilişkilendirmekte ve banka paniklerini, banka mevduatlarını nakde dönüştürme yetenekleri konusunda kamunun güveninde ortaya çıkan azalmalar olarak ele almaktadırlar. Onlara göre bankacılık panikleri para arzı üzerindeki etkileri ve buna bağlı olarak da ekonomik faaliyeti etkilemeleri nedeniyle

önemlidirler. Bankacılık panikleri para arzındaki daralmanın en önemli kaynaklarından birisi olduğu için genel ekonomik faaliyette daralmaya yol açmaktadır (Karacan, 1995: 150).

Paracılara göre parasal genişleme, kısa dönemde geçici olarak yüksek reel gelire yol açar. Ancak uzun dönemde artan para arzı, sadece enflasyon oranındaki yükselmenin belirleyicisidir. Kısa dönemde milli gelir artışı, uzun dönemde ise enflasyon şeklinde etki yapan para arzı artışı; ekonomideki enflasyona tepki olarak para otoritelerinin para arzını daraltmaları sonucunu doğuracak, bu da durgunluğa yol açacaktır. Paracılara göre temel ekonomik durgunluğun sebebi, parasal daralmalardır. Temel enflasyonist dönemlerin sebebi de parasal genişlemedir. Böylece, ekonomik dalgalanmanın temelinde uygulanan yanlış politikalar yatmaktadır. Dolayısı ile yanlış para politikaları uygulanmaz ise, ekonominin nispi olarak istikrara kavuşacağı söylenir. Paracılar, iyi bir para politikasının, para arzında sabit bir artışa izin veren bir politika olduğunu belirtmektedirler. Keynesgillerin müdahaleci makro politikalarının, ekonomide istikrarsızlık yaratacağını, maliye politikasının dışlama etkisi nedeni ile ekonomi üzerindeki olumlu etkisinin az olacağını ileri sürerler. Sonuç itibari ile en iyi politika maliye politikası değil, iktisadi büyüme oranını temel alan, buna göre para arzını sabit ve istikrarlı bir oranda artıran para politikasıdır. Başka bir ifadeyle, kurala dayalı politikalar uygulanmalıdır. Böylece, ekonomideki dalgalanmalar en aza indirilebilir ve fiyatlar genel düzeyinde istikrar sağlanabilir (Emsen, 2003: 101, Aktaran Yılmaz, Kızıltan ve Kaya, 2005: 86).

Paracı iktisatçılar ekonomideki istikrarsızlığın temel nedenini enflasyon olarak görmüşler ve önlenmesi için politikalar üretmişlerdir. Enflasyonu her zaman ve her yerde parasal bir olgu olarak algılamışlar ve enflasyonun nedenini de para arzındaki gereksiz ve aşırı derecedeki artışlara bağlamışlardır. Paracılar finansal kriz durumunda piyasaya doğru miktarda ve uygun zamanda likidite sunulması gerektiğini belirtirler. Böylelikle ortaya çıkan finansal krizin ekonomide daha küçük bir daralma ile sınırlandırılabilceğini öne sürmektedirler (Karabulut, 2002: 34).

1.4.5. Marksist Yaklaşım ve Finansal Krizler

Sosyalizmin kurucusu olan Karl Marx, klasik yaklaşımı reddederek işçi sınıfının sermaye sınıfı tarafından sömürüldüğünü ortaya koymuş, kapitalizmin kâr ve sermaye birikimi ile geliştiğini belirtmiştir. Kâr ve sermaye birikim sürecinin aksayarak sekteye uğramasının kapitalizmin dinamiklerine özgü bir çelişki ortaya çıkardığını savunan Marx, kapitalist üretim ve dolaşım süreçlerinin aksaması sonucu ekonomik krizlerin meydana geldiğini belirtmiştir (Sönmez, 1985: 20).

Karl Marx, “Das Kapital” isimli eserinde serbest piyasa ekonomisinin belirli aralıklarla tekrarlanan krizlere ve kitlelerin sürekli yoksullaşmasına sebep olduğunu ileri sürmüştür. Marx’a göre kapitalizm kendi yapısında çelişkiler barındırır ve bu çelişkiler ekonomideki duraklama ve bunalımları yani krizleri yaratırlar (Eroğlu ve Albeni, 2002: 91).

Marksist yaklaşımda kapitalist sistemde krizin nasıl oluştuğu, hangi kaynaklardan beslendiği ve nasıl sonuçlandığı hususunda Marx derli toplu bir kriz ve konjonktür yaklaşımı ortaya koymamıştır. Bu konulara dağınık tarzda, çeşitli yazılarında ve Kapital’in birçok bölümlerinde sık sık değinmiştir. Marx’ın kriz konusundaki temel fikirleri Ernest Mandel² tarafından ileri sürülmüştür. Farklı yazılarından ortaya çıkan sonuç, Marx’ın kapitalist sistemdeki kriz olayını birbirinden farklı iki temele dayandırıldığını göstermektedir. Bunlardan birincisi düşen kâr oranları ve ikincisi eksik tüketimdir (Yalçın, 1991: 332, Aktaran Yılmaz, Kızıltan ve Kaya, 2005: 81).

Marx, düşen kâr oranları yaklaşımına dayanarak iktisadi krizin aşamalarını şu şekilde açıklamıştır: Yeni üretim tekniklerinin uygulanması yatırımları artırır. Yatırımların artması ile birlikte emek piyasasında işçi talebi artacaktır. İşçi talebindeki bu artış, endüstri rezervlerinin bir kısmının emilmesine ve ücret piyasasındaki baskının hafiflemesine yol açar; ücretlerde düşme durur, hatta bir miktar artış yaşanabilir. Ücretlerin yükselmesi artık değer oranını düşürür ve dolayısıyla kâr oranında da düşme kendini gösterir. Bu ise yatırımları durdurur ve yatırımların durması sonucunda ise işçi talebi azalacaktır (Marx, 1979: 845–46). İşçi talebinin yeniden azalması, ücretlerin düşmeye başlaması, kriz ve depresyon halinin

² Kapitalizmin dinamikleri çerçevesinde kriz olgusu için bkz. Mandel (1977: 342-371).

devamı endüstri rezervlerinin artmasına yol açar. Fazla nüfus, işçi piyasasında işsizliğin artmasına, ücretlerin düşmesine ve böylece sömürü oranının artmasına yol açar. Bu durum kâr oranının yeniden artmasına imkan tanıyacaktır (Yılmaz, Kızıltan ve Kaya, 2005: 81).

Marx’a göre, iktisadi sistemin çelişkisi, üretimin toplumsal niteliği ile üretim araçlarının mülkiyetinin ve iktisadi kararların özel niteliği arasındaki çelişkiden doğmaktadır. Bu çelişki; üreticiler ile tüketicilerin iyiden iyiye ayrı oldukları, üreticilerin (işçilerin) çoğunluğunun ürettiklerine denk miktarda mal tüketemedikleri, aksine, kendilerini istihdam eden kapitalistlere “artık değer” sağladıklarıdır (Skousen, 2003: 167). Bu etken, üretim ile efektif talebin orantısız olmasına neden olacaktır. Sonuçta ücretlerin düşük tutulması, aşırı üretime neden olacaktır, ancak bu aşırı üretim toplumun önemli bir kesiminin mallara olan ihtiyacına oranla değil, efektif talebe oranla olacaktır. Yani ödeme gücüne oranla aşırı bir üretim söz konusudur. Kapitalist rekabet tarafından uyarılan sermaye birikimi, sonunda efektif talebe oranla aşırı üretimin koşullarını doğrulamaktır. Bu da sermayenin yeterince kâr elde edemeyeceği anlamına gelir. İktisadi sistemde ve onun çelişkilerinde aranan krizin nedeni buradadır. Sermaye yeterince kâr elde edemediği için, aşırı sermaye birikimi vardır. Yani, elde edilmesi mümkün olan artık değere oranla bir aşırı birikim söz konusudur. Bu durumda kriz kaçınılmazdır. Kriz fiyatların ve kâr oranlarının düşmesi ile başlar, üretimin ve istihdamın, buna bağlı olarak satın alma gücünün düşmesi ile devam eder. Birikimli bir süreç ile bunalım bunalımı doğurur (Marx, 1867, Aktaran Yılmaz, Kızıltan ve Kaya, 2005: 81-82).

Kendinden önce kurulan yaklaşımlar, iktisadi krizleri sürekli büyüme sürecindeki ani duraklama ve genel üretim fazlası olarak açıklamıştır. Oysa Marx, gerçek meselenin devresel dalgalanmalar olduğunu belirtmiştir. Kapitalist sistemin iç çelişkileri, Marx’a göre, aynı zamanda kendilerini devresel krizler olarak belli eder. Krizler, bu çelişkilerin etkili, fakat geçici çözümü, bozulan dengeyi bir süre için tekrar kuran şiddetli patlamalardır. Kapitalizm geliştikçe, krizler daha şiddetlenecektir. Marx’a göre klasik krizler rastlantısal değil, yapısal olgulardır (Kazgan, 2004:327).

1.5. FİNANSAL KRİZLERİN ÖNCÜ GÖSTERGELERİ

Finansal krizlerin ekonomide yarattığı sorunlar ve yüklediği maliyetler nedeniyle krizlerin önceden tahmin edilmesi, hem krizlerin maliyetlerinin azaltılmasında hem de ekonomide yaratacağı çöküntülerin önlenmesinde katkı sağlayacaktır. Finansal piyasaların küreselleşmesine yönelik gelişmelerle birlikte finansal piyasaların kırılganlığının artması, yüksek getiri, yüksek risk paylaşımının artması ve ortaya çıkan finansal krizlerin maliyetlerinin büyüklüğünden dolayı finansal krizlerin önceden tahmin edilmesine yönelik çalışmalar yoğunlaşmıştır. Her ne kadar bu değişkenler, Güneydoğu Asya krizinde olduğu gibi krizlerin öngörülmesinde sınırlı işleve sahip olsalar da, geçmiş bazı krizlerin öngörülmesinde önemli yararlar sağlamıştır (Özer, 1999: 47).

Ayrıca, 1990'lardan sonra sanayileşmekte olan ülkelerde yaşanan krizlerin sıklığının ve yoğunluğunun artması da, krizlerin sebepleri, yayılmalarına yol açan faktörler, krizleri önlemek için yapılması gerekenler ve eğer kriz patlak vermişse, bu krizlerin diğer ülkelere bulaşmasını engellemek için neler yapılması gerektiği konusunda çeşitli görüşlerin ön plana çıkmasına neden olmaktadır.

Bunlardan hareketle, krizler gerçekleşmeden önce krizlerin kontrol edilebilmesini sağlayacak bir erken uyarı sistemi oluşturmaya yönelik pek çok ampirik çalışma yapılmıştır (Bkz. Demirgüç-Kunt ve Detragiache, 1997, 2000; Kaminsky, Lizando ve Reinhart, 1998; Kaminsky, 1999; Kaminsky ve Reinhart, 1999). Kriz erken uyarı sistemlerine (Early Warning System/EWS) yönelik çalışmalar 1990'lı yıllardan sonra finansal krizlerin yaygınlaşmasıyla birlikte artmıştır. Bu ilgi akademik çevrelerin yanında IMF, NBER gibi önemli kurumlar tarafından çok sayıda çalışmanın yapılması şeklinde kendisini göstermektedir. Bu çalışmalarda, çoğu ortak olmak üzere, pek çok gösterge belirlenmiştir.

Finansal kriz modellerinde kullanılmış olan göstergeleri Kaminsky (2003) şu şekilde sınıflandırmıştır: Birinci nesil krizlerde, kamu kesimi açıklarının GSYİH'ye oranı ve aşırı reel parasal genişleme kriz göstergesi sayılırken, ikinci nesil krizlerde ihracat, ithalat, reel efektif kur, dış ticaret haddi ve yurt içi reel faiz oranı kriz göstergesi kabul edilmektedir. Üçüncü nesil krizlerde ise, yurt içi kredi hacminin GSYİH'ye, M2'nin rezervlere oranı, M2, mevduatlar, hisse senedi fiyatları kriz göstergeleri olarak dikkate alınmıştır.

Göstergelerin oluşturulmasında, iki yaklaşım kullanılmaktadır:

Sinyal Yaklaşımı: Bu modellerde yaşanması muhtemel finansal krizler için işaret oluşturacak bir sistem geliştirilmesi hedeflemektedir. Kullanılan temel yaklaşım ise sinyal/işaret yaklaşımıdır. Buna göre bir gösterge belirli bir eşik değeri aştığı zaman EWS aktif hale gelmektedir.

Regresyon Modelleri: Anahtar değişkenler ile önceden finansal krizleri anlamaya çalışan modeller (Logit-Probit modeller); regresyon teknikleri kullanılarak oluşturulmaktadır. İki uçlu bağımlı değişken (bir ya da sıfır veya kriz olur ya da olmaz) ile bir çok açıklayıcı değişken arasındaki ihtimal ilişkisini tahmin eder. Tahmin bize, hangi değişkenin tahmin edici gücü olduğunu ve ayrıca gelecekteki kriz ihtimalini de gösterir. Her iki yaklaşımda da makro ve mikro değişkenler kullanılmaktadır.

Sonraki dönemlerde ortaya çıkabilecek krizleri öngörmeyi amaçlayan regresyon modellerinin öncüleri Eichengreen (1994, 1996), Frankel ve Rose (1996), Eichengreen ve Rose (1998), Milesi-Feretti ve Razin (1998), Glick ve Rose (1998), Glick ve Moreno (1999) ve Gochoco-Bautista (2000) çalışmalarıdır. Bütün bu çalışmalarda kullanılan değişkenler aynı olmamakla birlikte elde edilen sonuçlar oldukça tutarlıdır. Öte yandan ikinci yaklaşım olan sinyal yaklaşımı, krizleri önceden öngörme konusunda en doğru bilgiyi verecek değişkenleri seçmek amacıyla kullanılan değişkenlerin kriz öncesi ve kriz zamanındaki değerlerinin farkını almaktadır. Bu yaklaşımın öncüleri Kaminsky, Lizando ve Reinhart (1998), Kaminsky ve Reinhart (1999), Kaminsky (1999), Edison (2000) ve Alvarez-Plata ve Schrooten (2003) çalışmalarıdır (Sevim, 2012: 43).

Finansal Kriz göstergeleri, çeşitli kategoriler halinde Tablo 2’de özetlenmiştir.

Sinyal yaklaşımı yardımıyla, parasal krizleriyle ilgili en önemli çalışmalardan birisi Kaminsky, Lizando ve Reinhart - *KLR Yaklaşımı* - (1998) tarafından yapılmıştır. Çalışma, 1970-1995 yılları arasında 15 değişkenin aylık verileriyle 20 ülkedeki 79 krizi kapsamaktadır. Çalışmada kullanılan değişkenler: (1) uluslararası rezervler, (2) ithalat, (3) ihracat, (4) ticaret hadleri, (5) reel döviz kuru, (6) ulusal ve yabancı reel faiz oranları arasındaki fark, (7) reel M1 balansı fazlası, (8) M2 para çarpanı, (9) ulusal kredilerin GSMH’ya oranı, (10) reel faiz oranı, (11) borçlanma

faizi/mevduat faiz oranı, (12) ticari banka mevduat stoku, (13) geniş paranın gayri safi uluslar arası rezervlere oranı, (14) üretim endeksi ve (15) hisse senedi fiyatları endeksidir. Elde edilen bulgulara göre; uluslararası rezerv seviyesi, reel döviz kuru, ihracat büyüme oranı, ulusal kredi büyüme oranı ve ulusal enflasyon değişkenlerinden alınan sinyaller sonucu, para krizlerinin önemli göstergeleri olduğu ortaya çıkmıştır. Bu sonuçlar birinci-nesil kriz modellerini desteklemektedir.

Tablo 2: Finansal Kriz Göstergeleri

I - Makroekonomik Göstergeler - Enflasyon - Kamu açıkları / GSMH - Yatırım / GSMH - Yatırım artış oranı / GSMH - Reel GSMH artış oranı - ABD faiz oranlarına göre fark - Sermaye kontrolleri - Bölgesel yayılma göstergeleri	III - Finansal Göstergeler - İç kredilerin artış oranı - Özel sektöre açılan kredi artışı / GSMH artışı - Bankalara verilen MB kredileri / GSMH - Para çarpanındaki değişimler -M2 / Uluslararası rezervler - M2 / GSMH - Uluslararası rezervler / İthalat - Faiz oranlarındaki değişimler - Özel sektör yükümlülüklerinin artışı
II - Cari Hesaplar ve Borçlarla İlgili Göstergeler - Dış ticaret dengesi - Dış ticaret hadleri - Cari hesap açığı / GSMH - İhracat artış oranı - İhracat / GSMH - İthalat / GSMH - İhracat+İthalat / GSMH - Reel döviz kuru değeri oranı - Toplam borç / GSMH - Borç Servisi / GSMH - Kısa vadeli borç / Toplam borç - Kısa vadeli dış borç / Uluslararası rezervler - Toplam borç / Uluslararası rezervler - Toplam borç / İhracat - Borç servisi / İhracat - Faiz ödemeleri / İhracat - Kamu borcu / Toplam borç - Yabancı doğrudan yatırımlar / Toplam Borç	IV - Mikroekonomik Göstergeler A - Bankaların ödeme gücünü yansıtan göstergeler - Geri dönmeyen borçlar/toplam borç - Toplam borç / Aktif - Sermaye / Aktif B - Kârlılıkla ilgili göstergeler - Faiz gelirleri / Aktifler - İşlem harcamaları / Aktifler - Kârlar / Aktifler

Kaynak: Yay, 2001, s. 11.

Tablo 3'te KLR (1998) çalışmasında kullanılan bazı değişkenlerin kriz öncesi ilk sinyal verme süreleri verilmektedir.

Tablo 3: Değişkenlerin Kriz Öncesi İlk Sinyallerini Verme Süreleri

Değişken	Kriz Öncesi İlk Sinyal
Bankacılık Krizi	19 ay
Reel Döviz Kuru	17 ay
Reel Faiz Oranı	17 ay
İthalat	16 ay
M2 Çarpanı	16 ay
Üretim	16 ay
Banka Mevduatları	15 ay
Aşırı M1 Dengeleri	15 ay
İhracat	15 ay
Ticaret Haddi	15 ay
Uluslararası Rezervler	15 ay
Borsa Endeksi	14 ay
Reel Faiz Farkı	14 ay
M2 / Uluslararası Rezervler	13 ay
Kredi Faizi / Mevduat Faizi	13 ay
Yurtiçi Kredi / GSYİH	12 ay

Kaynak: Kaminsky, Lizando ve Reinhart, 1998, s. 22.

Goldstein, Kaminsky ve Reinhart (2000) ve Kaminsky (2002) çalışmaları sonucunda para ve bankacılık krizlerinin temel göstergelerini yüksek frekanslı ve düşük frekanslı göstergeler olarak ikiye ayırmışlardır. Bu göstergeler Tablo 4'te verilmiştir.

Tablo 4: Para ve Bankacılık Krizlerinin En İyi Göstergeleri

Para Krizleri	Bankacılık Krizleri
Yüksek Frekanslı Göstergeler	
- Reel Döviz Kuru	- Reel Döviz Kuru
- Bankacılık Krizi	- Hisse Senedi Fiyatları
- Hisse Senedi Fiyatları	- M2 Çarpanı
- İhracat	- Üretim Düzeyi
- M2 / Uluslararası Rezervler	- İhracat
Düşük Frekanslı Göstergeler	
- Cari İşlemler Açığı / GSYİH	- Kısa Vadeli Sermaye Girişleri /GSYİH
- Cari İşlemler Açığı / Yatırımlar	- Cari İşlemler Açığı / Yatırımlar

Kaynak: Reinhart, 2002, s. 20.

KLR (1998) çalışması aynı zamanda parasal krizlerle ilgili yapılan en kapsamlı literatür taramasını da içermektedir. Bu çalışmada finansal krizlerin tahmin edilmesinde kullanılan 105 değişken, altı ana gruba ve bazı alt gruplara ayrılmış ve performansları özetlenmiştir. Tablo 5’te bu değişkenlerden bazılarına yer verilmiştir. Uluslararası rezervler, reel döviz kuru, ulusal kredi, kamu sektörüne açılan krediler, büyüme ve ulusal enflasyon seviyesi, krizin en önemli göstergeleri olarak görülmektedir.

Tablo 5: Finansal Krizlerle İlgili Yapılan Çalışmalarda Kullanılan Temel Göstergeler ve Performansları

Sektör	Değişkenler	Ele Alınan Çalışma Sayısı	İstatistiksel Olarak Anlamlı Sonuçlar
Sermaye Hesabı	Uluslararası rezervler	12	11
	Kısa vadeli sermaye akımları	2	1
	Doğrudan yabancı sermaye	2	2
	Sermaye bilançosu	1	-
	İç ve dış faiz farkı	2	1
Borç Yapısı	Dış yardım	1	-
	Dış borç	2	-
	Kamu borcu	1	-
Cari İşlemler	Reel döviz kuru	14	2
	Cari İşlemler Bilançosu	7	2

	Ticaret dengesi	3	2
	İhracat	3	2
	İthalat	2	1
	Ticaret hadleri	3	2
	İhraç fiyatları	1	-
	Tasarruflar	1	-
	Yatırım	2	-
	Döviz kuru beklentileri	1	-
Uluslararası Değişkenler	Dış reel GSYİH büyümesi	2	1
	Yabancı faiz oranları	4	2
	Yabancı fiyat seviyesi	2	1
Finansal Liberalleşme	Reel faiz oranları	1	1
	Kredi büyümesi	7	5
	Para çarpanı	1	1
Diğer Finansal Değişkenler	MB'nin bankalara olan kredisi	1	1
	Para	3	2
	M2 / Uluslararası rezervler	3	3
Reel Sektör	Enflasyon	5	5
	Reel GDP büyümesi yada seviyesi	9	5
	Üretim açığı	1	1
	İstihdam / İşsizlik	3	2
	Bono fiyatlarındaki değişme	1	1
Bulaşma	Bir başka yerde kriz	1	1
Mali değişkenler	Mali açık	5	3
	Hükümet harcamaları	1	1
	Kamu sektörüne verilen krediler	3	3
Kurumsal / Yapısal Faktörler	Çoklu kur	1	-
	Döviz / sermaye kontrolleri	2	1
	Açıklık	1	1
	Ticaret yoğunlaşması	1	-
	Bankacılık krizleri	1	1
	Finansal liberalleşme	2	1
Politik değişkenler	Hükümetin kazanması	1	-
	Hükümetin kaybetmesi	1	1

Kaynak: Kaminsky, Lizando ve Reinhart, 1998, s. 44-45.

İKİNCİ BÖLÜM

FİNANSAL YÖNETİM YAKLAŞIMLARINA DAYALI DIŞ BORÇ YÖNETİMİ

2.1. FİNANSAL BİR KAVRAM OLARAK DIŞ BORÇ

Dış borçlanma, dış finansman veya uluslararası finansman içindeki en önemli kalem olarak karşımıza çıkmaktadır. Dış borçlanma tanım olarak çeşitli şekillerde ifade edilmektedir. Genel bir tanımlamaya göre; ülke içinde yerleşik kişi ya da kuruluşlarca ülke dışındaki yerleşik kişi ya da kuruluşlardan mali ya da reel kaynak sağlanmasıdır. Dış krediler kullanım safhasında ekonomi üzerinde pozitif etkide bulunmakta, geri ödeme safhasında ise negatif etkide bulunmaktadır (Bal, 2001: 13).

Dünya Bankasının (WB) yaptığı tanımlamaya göre dış borç; bir ekonomide yerleşik olanların yerleşik olmayanlara gelecekte bir zamanda anapara ve/veya faiz ödemesini gerektiren gayri safi finansal yükümlülükler toplamıdır (World Bank, 2005a: 85).

Türkiye Cumhuriyeti Merkez Bankasının (TCMB) yaptığı tanıma göre dış borç stoku; herhangi bir tarih itibarıyla kullanımı gerçekleştirilmiş olan ve bir ekonomide yerleşik kişilerin yerleşik olmayanlara borçlu olduğu; ilerideki bir tarihte anapara ve/veya faiz ödemesi/ödemeleri yapılmasını gerektiren cari, şartlı olmayan yükümlülüklerin bakiyesidir. TCMB, dış borç stoku tanımındaki iki temel kavramı ise şöyle açıklamıştır. Bunlardan "ekonomi" bir hükümet tarafından idare edilen coğrafi bölgeyi ifade ederken, "yerleşikler" bir ekonomide bir yıldan fazla süre ile devamlı ve düzenli olarak ikamet eden, o ekonomi içerisinde faaliyette olan kurum ve kişileri ifade etmektedir³.

1980'li yıllarda uluslararası dış borç sorununun çeşitli krizlere yol açarak dünya gündemini meşgul etmesiyle birlikte borçlu ülkelerin borçlarının aynı bazda izlenmesi, istatistiksel hatalardan kaçınılması ve dış borç verilerinin standardize edilmesi amacıyla 1984 yılında IMF, WB, Uluslararası Ödemeler Bankası (BIS) ve Ekonomik İşbirliği ve Kalkınma Örgütü (OECD) gibi uluslararası kuruluşlar ortak

³ Bu tanıma, TCMB web sayfasında bulunan “ Özel Sektörün Yurtdışından Sağladığı Kredi Borcu İstatistikleri, Tanım ve Açıklamalar” linkinden ulaşılabilir: <http://www.tcmb.gov.tr/odemedenge/kredi/tanimlar.pdf>. (12.11.2012).

bir Komite kurarak çalışma başlatmışlardır. Bu çalışma neticesinde, Komite 1988 yılında kısaca Gri Kitap (Grey Book) olarak da tanınan “External Debt: Definition, Statistical Coverage and Methodology” adlı eseri yayımlamıştır. Gri Kitap’ta tanımlanan ve ülkemizde de Hazine Müsteşarlığı tarafından da kabul edilen dış borç tanımı şöyledir (WB, IMF, BIS ve OECD, 1988: 19);

“Gayri safi dış borç, belli bir zaman dilimi içindeki, bir ülkede yerleşiklerin o ülkede yerleşik olmayanlara geri ödemek zorunda oldukları, aldıkları ve henüz ödemedikleri borçların, faiz dahil veya faiz hariç anapara, ya da anapara dahil veya hariç faiz ödenmesini gerektiren ve sözleşmeden doğan yükümlülüklerinin toplamıdır.”

Dolayısıyla hibe ve yardımlar gibi geri ödeme yükümlülüğü bulunmayan transferler dış borç kavramı içinde yer almamaktadır. Aynı zamanda bir yükümlülüğün borç olarak değerlendirilebilmesi için sözleşmeden kaynaklanması gerekmektedir. Tanımda yer alan gayri safi dış borçtan kasıt, borç servisi ödemelerinin üzerinden hesaplanacağı yükümlülüklerin stok miktarı olmasıdır. Bu tanımlamadaki önemli bir nokta da, dış borcun ülkede yerleşik olmayanlara olan borçlar anlamına gelmesi olup, burada borçlanılan dövizin cinsi önemli değildir (Bal, 2001: 14).

1990’lı yılların sonlarında ortaya çıkan uluslararası finansal krizler ülkelerin dış etkilere karşı kırılganlığını tespit edebilmek amacıyla güvenilir ve eş zamanlı verilerin önemini gündeme getirmiştir. 2003 yılında BIS, İngiltere Uluslar Topluluğu Bakanlığı, Eurostat, IMF, OECD, Paris Kulübü, Birleşmiş Milletler (BM) Ticaret ve Kalkınma Konferansı ve WB gibi kuruluşların ortak çalışmaları neticesinde kısaca Rehber (The Guide) olarak da tanınan “External Debt Statistics: Guide For Compilers And Users” yayımlanmıştır. Bu çalışma ile ülkelere Rehber’de yer alan kriterlere göre veri hazırlamaları tavsiye edilmiştir. Bu kuruluşların hazırladığı ve ülkelere tavsiye ettiği dış borçlarla ilgili verilerin hazırlamasında temel alınan yeni tanım şöyledir (IMF, 2003: 7);

“Bir ülkenin belirli bir zamandaki gayri safi dış borçları, o ülkede yerleşik kişilerin yerleşik olmayan kişilere gelecekte ödeyeceği, şartlı olmayan, anapara ve/veya faiz ödemesini gerektiren ödenmemiş gerçek cari yükümlülükler miktarı toplamıdır.”

Böylelikle dış borç kavramının tanımı Gri Kitap'ta kullanılan tanımdan daha kapsamlı olarak yapılmıştır. Gri Kitap'ın tanımı sözleşmeden doğan ve anapara veya faiz ya da her ikisinin ödenmesini gerektiren yükümlülükler olarak tanımlanmışken, Rehber'in tanımı vergilerden, cezalardan ve yargısal hükümlerden doğan borçları da içermektedir. Buna ek olarak Rehber'in tanımı, kredi sözleşmesi gibi hukuki işlemler yoluyla verilmeyen ana şirket ve şubeleri arasında ya da diğer şirketler arası kredi işlemlerini de içermektedir (Baball, 2002: 8).

2.1.1. Finansal Açıdan Dış Borçların Sınıflandırılması

Dış borçlar çeşitli açılardan sınıflandırılabilirler. Bunlar içinde en çok kullanılan sınıflandırma Dünya Bankasının dış borçları ve unsurlarını göstermek üzere kullandığı sınıflamadır. Bu sınıflamaya göre borçlar vadelerine, borçlulara ve alacaklılara göre temelde üçe ayrılmaktadır.

Dış borcun vadesi, kredinin anlaşma tarihi ile son ana para geri ödemesinin yapıldığı tarih arasındaki süredir. Vadeye göre sınıflandırma üç şekilde olmaktadır. Bunlar kısa vadeli dış borçlar, orta vadeli dış borçlar ve uzun vadeli dış borçlardır. Kısa vadeli dış borçlar vadesi bir yıl ve bir yıldan az olan borçları ifade etmektedir. Orta vadeli dış borçlar vadesi bir ile beş yıl arasında olan borçları, uzun vadeli borçlar ise vadesi beş yıl ve daha fazla olan borçları ifade etmektedir. Genellikle özel sektör tarafından kullanılan kısa vadeli dış borçlar, dış ticarete ve kısa vadeli likidite sorunlarının aşılması amacıyla kullanılmaktadırlar. Orta ve uzun vadeli dış borçları kullanmadaki amaç ise ekonomik kalkınmanın finansman ihtiyacının giderilmesidir (Bal, 2001: 15-16).

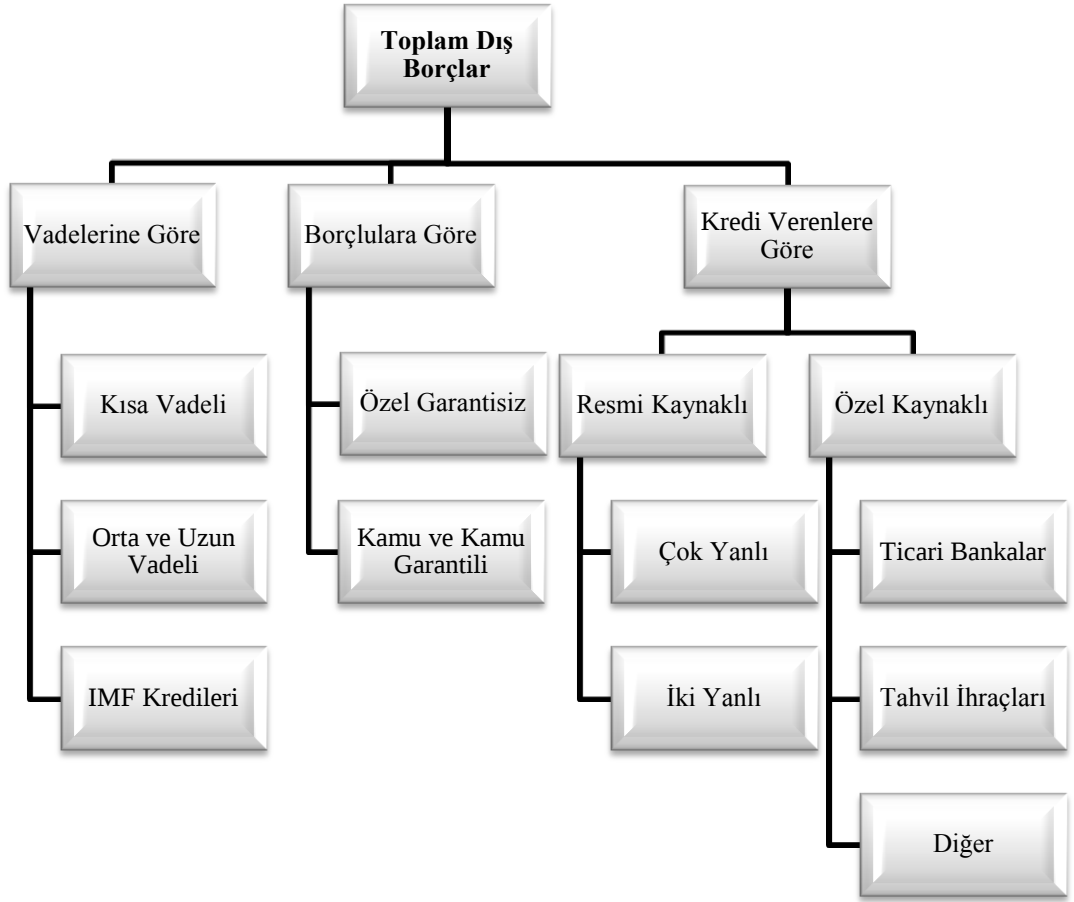
Borçlulara göre sınıflandırma ikiye ayrılmaktadır. Bunlar özel sektörün garantisiz dış borçları ile kamu borçları ve kamu garantili dış borçlardır. Özellikle bir kamu kuruluşunun borçlu olduğu, ancak Hazine'nin garantör olduğu bu son durumda Hazine gizli bir yükümlülük altına sokulmaktadır. "Koşullu yükümlülükler" (Contingent Liabilities) olarak adlandırılan bu yükümlülüklerin doğru ve tam olarak tespit edilebilmesi etkin borç yönetimi uygulamaları açısından son derece önemlidir (Sarı, 2004: 5).

Alacaklılara göre borç sınıflandırmasında ise resmi kaynaklı borçlar ve özel kaynaklı borçlar olarak ikiye ayrılmaktadır. Resmi kaynaklı borçlar çok yanlı kuruluşlarca sağlanan krediler ve iki yanlı krediler olabilir. Çok taraflı kuruluşlar içinde; Dünya Bankası, bölgesel kalkınma bankaları ve diğer çok taraflı kuruluşlar ve hükümetler arası kuruluşlar yer alır. İki taraflı krediler devletlerden veya merkez bankaları gibi devlet kuruluşlarından, özerk kurullardan ve resmi ihracat kredi kuruluşlarından direkt olarak sağlanan kredilerdir. Özel kaynaklı borçlar ise ticari bankalardan sağlanan borçlar, tahvil ihraçları ve diğer borçlar şeklinde ayrıma tabi tutulmaktadır. Ticari banka kredileri, özel bankalar ve özel finansal kuruluşlardan sağlanır. Tahviller resmi ve özel sektör tarafından çıkarılan tahvilleri kapsar. Diğer özel alacaklılar ise üreticilerden, ihracatçılardan ve ihracat kredi kuruluşları tarafından garanti verilen bankalardan sağlanan kredilerinden oluşur.

Bunun yanında dış borçlar (1) finansman biçimlerine göre; proje ve program kredileri, serbest ve bağlı krediler, borç erteleme ve refinansman kredileri, ihracat kredileri, teknik ve askeri yardımlar, (2) borcun kaynaklarına göre; devletlerarası borçlanmalar, uluslararası kuruluşlardan borçlanmalar ve özel kaynaklardan borçlanmalar ve son olarak (3) geri ödeme şekline göre; dövizle ödenecek borçlar ve yerli parayla ödenecek borçlar şeklinde de sınıflandırılabilir.

Dünya Bankasının dış borçları sınıflandırmada kullandığı yaklaşım Şekil 5'te özetlenmiştir.

Şekil 5: Dış Borçların Sınıflandırılması



Kaynak: World Bank, 2013, s. 313.

2.1.2. Dış Borçlanma Nedenleri

Devletler harcamaları ve yatırımları finanse edebilmek için; vergi toplama, para basma ve borç kullanma olmak üzere üç türlü kaynağa başvurmaktadır. Para basılarak kaynak yaratılması, enflasyonun artmasına yönelik etki yaratacağından, borçlanma ve vergilendirme enstrümanları daha çok tercih edilmektedir. Ancak dönemsel olarak elde edilebilen vergi geliri, süreklilik arz eden kamu harcamalarını ve yatırımlarını karşılayamayınca, harcama ve yatırımların borçlanarak finanse edilmesi daha çok tercih edilen bir yöntem olmaktadır.

GOÜ'lerin dış finansmana veya dışarıdan borçlanmaya ihtiyaç duymalarının ardında pek çok neden sayılmakla birlikte bunlar arasında en önemlileri şöyle sıralanabilir; yetersiz iç tasarruflar, sanayileşme ve ekonomik büyüme için büyük miktarda finansal kaynak gerekliliği, sanayi üretiminin büyük ölçüde ara malı ithalatına dayalı olması nedeniyle dışa bağımlılık, dış ticaret ve ödemeler dengesi açıkları ve bunları finanse edebilecek döviz rezervinin yeterli düzeyde olmaması, kamu gelirlerinin giderleri karşılayamaması, yurt içi finansmanın yurt dışı finansmana nazaran pahalı olması, ekonominin kısa vadeli sermayeye açık olması, vadesi gelen dış borçların yine dış borçlanma ile çevrilme zorunluluğudur (Lessard, 1986: 3). Bazı GOÜ'ler savunma giderlerini, büyük yatırım ve reformları finanse etmek için dış borca başvurmaktadırlar (Adıyaman, 2006: 23). Bunların yanı sıra GOÜ'ler genellikle vergi toplamadaki başarısızlık, kayıt-dışılık ve yüksek altyapı harcamaları gibi sebeplerle de dış borçlanmaya başvurmaktadırlar (Karagöz, 2007: 101).

GOÜ'ler sürekli olarak finansman sıkıntısı çekmektedirler. Borçlanma, ülke içinde vergi oranlarının artırılmasıyla veya yeni vergilerin koyulmasıyla elde edilecek gelire karşın siyasilerin daha tercih edilebilir bulduğu bir finansman kaynağıdır. Özellikle uzun vadeli alınan dış borçlar ekonomileri belirli bir süre rahatlatmakta, fakat ilerde tekrar bozulacak dengelere ulaştırmaktadır (Şeker, 2006: 80).

Devletleri dış borçlanmaya iten nedenler temel olarak iç tasarruf yetersizliği ve dış finansman ihtiyacı (dış ödemeler dengesi açıkları) olmak üzere iki türdür. GOÜ'lerde tasarruf düzeyinin düşük olmasına bağlı olarak fert başına düşen sermaye miktarı düşük düzeydedir. Bunun sonucunda ise GOÜ'ler kalkınmanın başlangıç aşamasında dış kaynaklara ihtiyaç duyarlar. Bununla birlikte dış borçlanma kalkınmakta olan ülkelerde devamlı bir finansman kaynağı olarak görülmemelidir. Dış finansman kaynakları kalkınmanın başlangıç aşamasında faydalıdır. Kalkınma hamlesinin devam etmesi ise iç finansman kaynaklarının artırılması ile mümkündür. Bu ise dış finansman kaynaklarının amaçlarına uygun bir şekilde, yani ülkenin döviz gelirlerini ve sermaye birikimini artıracak yatırımlara yönlendirmeleri ile mümkün olabilir. Ancak bu sayede dış borçlar kendi kendini finanse edebilir. Aksi taktirde, dış borçların zamanı geldiğinde dış borcun ödenememesi ve re-f finansman ihtiyacı söz

konusu olabilir. Bu nedenle ülkenin bir dış borç sarmalına girmemesi ve dış borçların sürdürülebilmesi için alınan dış borçların verimli ve üretken yatırımlara tahsis edilmesi zorunludur.

Ülkeleri dış borçlanmaya iten bir diğer neden, ülkenin döviz yetersizliği içinde bulunmasıdır. GOÜ'lerin petrol ihraç eden ülkeler dışında, döviz gelirleri döviz giderlerinden daha azdır. Cari işlemler bilançosu sürekli açık vermektedir. Dış ticaret açısından ise ithalatları ihracatlarından yüksektir. Cari işlemler bilançosunun sürekli açık vermesi dövizde olan ihtiyacı artırır. Bu ihtiyaç ancak kalıcı bir şekilde ihracatın artması ve yeni döviz kaynaklarının sağlanması yoluyla azalabilir. Dış borçlanma bu sorunu çözmek için geçici bir çözümdür (Şeker, 2006: 81).

Bütün bu bilgilerin ışığında GOÜ'leri dış borçlanmaya iten nedenleri kısaca şöyle özetleyebiliriz (Sayılğan, 2003: 12-13);

- Yeterli sermaye birikimine sahip olunamaması ve iç tasarrufların yetersizliği,
- Sanayileşme ve kalkınma çabalarının büyük finansman gerektirmesi,
- Sanayi yapısının girdileri açısından dışa bağımlı kurulmaları,
- Dış ticaret ödemeler dengesi açıkları ve döviz girdilerinin yetersizliği,
- Askeri harcamaların büyük boyutlara varması,
- Yılda yıla değişen ancak, süreklilik gösteren devlet bütçe açıkları,
- Yurtiçi finansman maliyetlerinin yurtdışı finansman maliyetlerine göre önemli oranlarda yüksek seyretmeleri,
- Ekonominin sıcak para hareketlerine açık bir yapı göstermesi,
- Dış borçların refinansmanı,
- Ülke ekonomisinde gelir ve harcamalardaki şiddetli dalgalanmaların istikrarlı hale getirilmesi,
- Uluslararası tahvil ihraçları için yatırımcı tabanını koruyabilmek ve genişletebilmek amaçlı borçlanma girişimleri,
- Ulusal paranın değerini koruma isteği; dışarıdan yabancı fon girdiğinde fon arzı artacak, döviz kurları ya eski düzeyini koruyacak ya da daha düşecektir,
- Gelişmiş ve siyasal açıdan güçlü olan ülkelerin, azgelişmiş ve GOÜ'leri kendi çıkarları doğrultusunda borçlandırmaları.

Yukarıda sıralanan unsurlar, dış borçlanmanın GOÜ'ler için ekonomik kalkınma sürecinde önemli ve çeşitli işlevlere sahip olduğunu göstermektedir. Bu ülkeler için söz konusu finansmanlar gelişmiş ülkeler ile aralarındaki gelişmişlik farklarının kapatılabilmesinde yardımcı unsurlar olmaktadır. Bu finansmanları sağlamak üzere gelişmiş ülkelerin bilinçli çabalar içinde oldukları görülmektedir. Bu bilinçli çabanın ardında yatan temel düşüncelerden birisi de GOÜ'lerdeki ekonomik büyümenin gelişmiş ülkelerin kendileri açısından da önemli yararlarla neden olabileceği düşüncesidir.

Gelişmiş ülkelerin GOÜ'lere dış finansman sağladığında sağlayabilecekleri yararları şu şekilde özetleyebiliriz;

- GOÜ'lerin ekonomik yapılarına olumlu etkilerde bulunarak kendilerine yeni pazar alanları yaratma çabası,
- GOÜ'lerdeki ticari serbestleşme ve dış ticaretteki artışlar doğrudan ve dolaylı olarak tasarrufları ve yatırımları arttırıcı etkileriyle gelişmiş ülkelerin de gelirlerini arttırıcıdır,
- Ekonomik büyüme sonrası artan rekabet, ekonomilerde daha çok yenilik yapılması yönünde teşvik edicidir,
- GOÜ'lerin ekonomik büyümeleri ve gelişen sermaye piyasaları gelişmiş ülkelerdeki tasarruf sahiplerinin kârlı yatırım fırsatlarını arttırıcıdır,
- Gelişmiş ülkelerdeki tasarruf fazlalarına kârlı yatırım imkânları sağlayıcı ve riskleri azaltıcıdır,
- Geliri artan ülkelerde çevre kirlenmesi etkilerini azaltıcı, çevreyi koruyucu mal ve hizmetlere olan talebi arttırıcıdır,
- GOÜ'lerde göçmenlik olgusunu azaltıcı ve belki de gidilen yer haline gelerek tersine bir göç imkânını sağlayıcıdır.

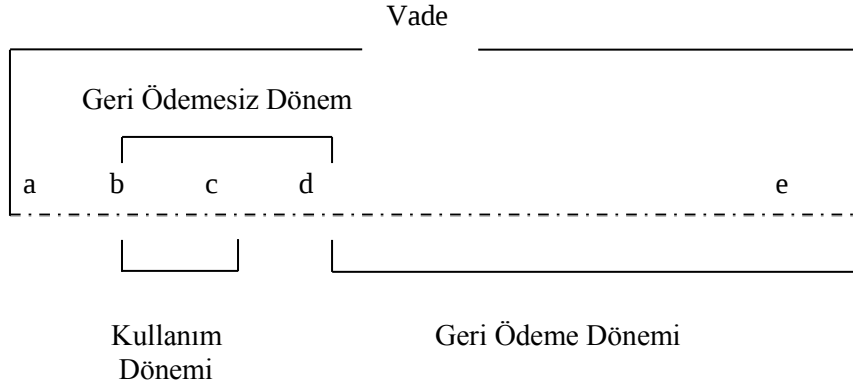
2.1.3. Dış Borçların Kullanım ve Geri Ödeme Süreci

Dış borçların işleyiş mekanizması özellikli bazı kredilerde⁴ farklılık gösterebilmekle birlikte birçok yönden ortak yapılar sergilemektedir. Genel olarak

⁴ Sendikasyon kredileri ve tahvil ihraçları örnek olarak gösterilebilir.

bir dış kredinin alındığı tarihten geri ödemenin tamamlandığı tarihe kadar geçen aşamalar Şekil 6’da gösterilmiştir (Akçay, 1988: 42);

Şekil 6: Dış Borçların Genel İşleyiş Şeması



Kaynak: Akçay, 1988, s. 42.

Şekil 6’daki (a) noktası borçlu kuruluş ile kredi veren kurum arasında yapılan kredi anlaşmasının imzalandığı tarihi gösterir. Genelde sözleşmenin yada kredi anlaşmasının imzalandığı tarih ile ilk kullanım yapıldığı tarih aynı değildir. (b), kredinin yaklaşık ilk kullanım tarihidir. Bu tarih aynı zamanda gerçek borcun başladığı ve faiz hesaplamasına esas alınan ilk tarihtir.

Kredi kullanımı genellikle bir kerede olmaz, kredi bölüm bölüm kullanılabilir. Şekildeki (b) ile (c) arası dönem kredinin kullanım dönemidir. Anlaşmalarda genellikle geri ödemesiz bir dönem belirlenir. Bu dönem, şekilde (b) ile (d) arasında gösterilmiştir.

Kredinin geri ödemesi de genellikle bir sürece yayılmıştır; taksitler halinde yapılır. Şekilde (d) ile (e) arasında gösterilen dönem geri ödeme dönemidir. (d), ilk ana para ödeme tarihi, (e) ise son anapara ödeme tarihini göstermektedir. Son anapara ödeme tarihi aynı zamanda krediye ilişkin borç stokunun sıfırlandığı tarihi ifade etmektedir. Söz konusu kredinin vadesi ise (a)’dan başlayıp (e)’ye kadar devam etmektedir.

İşleyiş bakımından birçok kredi yukarıda açıklanan aşamalardan geçmektedir. Öngörülen ilk kullanım tarihi özellikle proje kredilerinde büyük bir öneme sahiptir. Kredinin ilk faiz ödemesi, ilk kullanım yapıldığı tarihten sonraki dönem için ve ilk kullanım miktarı esas alınarak hesaplanmaktadır.

2.1.4. Finansal Açıdan Dış Borçluluk Düzeyinin Göstergeleri

Uygulamada, bir ülkenin dış borçlanma politikası değerlendirilirken en somut yöntemler olan dış borçluluk rasyolarından faydalanılmaktadır. Bu rasyoların tümü birlikte ele alındığında incelenen ülkenin dış borç profili oldukça kapsamlı bir şekilde ortaya çıkmaktadır. Dış borçluluk rasyoları, dış borçlanma konusunda geleceğe yönelik projeksiyonlar için de yeterli bir veri tabanı sunmaktadırlar. Son ekonomik krizlerden sonra, dış borçluluk rasyoları giderek daha fazla önem kazanmaya başlamıştır.

Çeşitli dönemlerde yaşanan dış borç krizleri, sadece kreditorlerin değil, GOÜ'lerin de borç servis kapasitelerini dikkatle ölçmelerini ve sürekli analiz etmelerini zorunlu kılmaktadır. Önceden sadece kreditorler tarafından yapılan bu analiz, verdikleri dış borçların geri ödeme riskini ve borç verilen GOÜ'lerin borç servis kapasitesini ölçmek amacıyla kullanılıyordu. Bu tür analizlerin kreditorler açısından temel amacı ise ülke riskini ölçmeye çalışmaktır. Ülke riski, bir ülkenin çeşitli sebeplerle dış borçlarını ödeyememesi veya ödemek istememesi sonucunda ortaya çıkan bir risk olup, politik, sosyal ve ekonomik risk boyutlarında söz konusu olabilmektedir (Bal, 2001: 97).

GOÜ'lerin dış borç yükünün ve dış borç kapasitesinin ölçülmesinde çok çeşitli ekonomik rasyolar kullanılmaktadır. Bu rasyolar geçmişte yapılmış olan dış borçlanmanın miktar, yapı ve koşullarındaki gelişmeyi yansıtır, dış borç servis kapasitesinin ölçülmesinde, dış borçlardaki gelişmelerin miktarını tayin etmede ve ülkelerarası analizlerin yapılmasında etkili bir şekilde kullanılabilirler (Derdiyok, 1993: 35).

GOÜ'lerin dış borçlarındaki gelişmelerin analizinde kullanılan istatistikler, genellikle Dünya Bankası verilerinden sağlanmaktadır. Dünya Bankası Dış Borç Rapor Sistemi (DRS) tarafından 1956 yılından beri, üye ülkelerin borçları hakkında toplanan veriler aracılığıyla borçlu ülkelerin ayrı ayrı istatistikleri hazırlanmakta ve yayımlanmaktadır. “*World Debt Tables*” olarak bilinen bu raporların ismi 1996 yılı ile birlikte “*Global Development Finance*”, 2013 yılı itibariyle ise “*International Debt Statistics*” olarak değiştirilmiştir.

GOÜ'ler, Dünya Bankası tarafından borç yüklerine göre sınıflandırılmakta ve ülkelerin hangi grupta yer aldığı tablosal bir gösterimle yayınlanmaktadır. Dünya Bankası bu sınıflandırmayı yaparken dış borç yükünün belirlenmesinde kullanılan bazı rasyolardan hareket etmekte ve GOÜ'leri *aşırı dış borç yüküne sahip ülkeler*, *orta seviyede dış borç yüküne sahip ülkeler* ve *düşük seviyede dış borç yüküne sahip ülkeler* olarak sınıflandırma yoluna gitmektedir. Buna göre dış borçluluk, son üç yıllık ortalama değerler kullanılmak suretiyle iki rasyo ile ilişkilendirmektedir. Bunlar; toplam dış borç servisinin şimdiki değeri/GSMH oranı ve toplam dış borç servisinin şimdiki değeri/ihracat oranlarıdır. Bu oranlar, bir ülkenin borçluluk seviyesini ve potansiyel borç servisi kapasitesinin ihracat ve GSMH açısından değerlendirilmesine hizmet etmekte ve şu şekilde ifade edilmektedir;

Aşırı Dış Borç Yüküne Sahip Ülke;

Toplam dış borç servisinin şimdiki değeri/GSMH oranı > %80

Toplam dış borç servisinin şimdiki değeri/ihracat oranı > %220

Orta Seviyede Dış Borç Yüküne Sahip Ülke;

Toplam dış borç servisinin şimdiki değeri/GSMH oranı > %48

Toplam dış borç servisinin şimdiki değeri/ihracat oranı > %132

Düşük Seviyede Dış Borç Yüküne Sahip Ülke;

Toplam dış borç servisinin şimdiki değeri/GSMH oranı < %48

Toplam dış borç servisinin şimdiki değeri/ihracat oranı < %132

Dünya Bankası, GOÜ'leri kişi başına düşen milli gelire göre de sınıflandırmakta ve iki sınıflandırma şeklini kullanarak *aşırı borçlu-düşük gelirli (SILICs)*, *aşırı borçlu-orta gelirli (SIMICs)*, *orta seviyede borçlu-düşük gelirli (MILICs)*, *orta seviyede borçlu-orta gelirli (MIMICs)*, *az borçlu-az gelirli (LILICs)* ve *az borçlu-orta gelirli (LIMICs)* GOÜ'ler şeklinde gruplara ayırmaktadır. World Bank (2013)'e göre 2011 yılı itibariyle kişi başına geliri 1025 USD'den az olan ülkeler düşük gelirli ülkeler; 1026-12.475 USD arasında olan ülkeler ise, orta gelirli ülkeler olarak tanımlanmaktadır. Dünya Bankasının GOÜ için yaptığı dış borçluluk sınıflandırması Tablo 6'da özetlenmiştir.

Tablo 6: GOÜ’lerin Dış Borçluluk Sınıflandırması

	Ağır Borçlu Ülkeler	Orta Borçlu Ülkeler	Az Borçlu Ülkeler
Düşük Gelirli Ülkeler	Ağır Borçlu Düşük Gelirli Ülkeler SILICs (Severely Indebted Low-Income Countries)	Orta Borçlu Düşük Gelirli Ülkeler MILICs (Moderately Indebted Low-Income Countries)	Az Borçlu Düşük Gelirli Ülkeler LILICs (Less Indebted Low-Income Countries)
Orta Gelirli Ülkeler	Ağır Borçlu Orta Gelirli Ülkeler SIMICs (Severely Indebted Middle-Income Countries)	Orta Borçlu Orta Gelirli Ülkeler MIMICs (Moderately Indebted Middle-Income Countries)	Az Borçlu Orta Gelirli Ülkeler LIMICs (Less Indebted Middle-Income Countries)

Kaynak: World Bank, 2005b, s. xxxi.

Dünya Bankası tarafından GOÜ’leri borçluluk açısından sınıflamaya tabi tutabilmek için kullandıkları iki rasyo değeri dış borç servis kapasitelerinin ölçülmesinde gerekli rasyolar olmakla beraber yeterli sayılmamaktadır. Bu sebeple uluslararası kreditor kuruluşlar, derecelendirme kuruluşları ve borçlu ülkeler borç yönetim birimleri çok sayıda standart rasyo analizlerine gitmek suretiyle ilgili ülkenin borç servis kapasitesini ölçmeye çalışmaktadırlar (Bal, 2001: 99).

Dış borçluluk düzeyini ölçmede kullanılan en yaygın oranlar; Toplam Dış Borç/GSMH, Toplam Dış Borç/İhracat, Toplam Dış Borç Servisi/İhracat, Toplam Dış Borç Faiz Servisi/İhracat ve Uluslararası Rezervler/Dış Borç Stoku olmak üzere beş tanedir. İzleyen bölümlerde bu rasyolar ayrıntılı olarak incelenecektir.

2.1.4.1. Toplam Dış Borç / GSMH

Ülkelerin dış borçluluk durumunun incelenmesinde kullanılan en yaygın rasyolardan birisidir. Özel ve kamu toplam borçların yıllık GSMH’nın ne kadarına karşılık geldiğini göstermektedir. Ülke kaynaklarının dış borçları karşılama oranını göstermesi sebebiyle, ülkenin uzun dönem kredi değerliliğinin ölçülmesinde

başvurulan önemli bir kriterdir. Bu oran, genellikle bir ülkenin kredibilitesinin ölçülmesinde kullanıldığı gibi, risk ve borç yükü analizlerinde de genel bir ölçüt olarak değerlendirilmektedir. Bu rasyonun değerlendirilmesinde, Dünya Bankası ve IMF tarafından da kabul edilen bazı eşikler mevcuttur. Oran % 30–50 arasında ise, ülke orta derecede borçlu, %50'nin üzerinde ise, o ülke çok borçlu olarak kabul edilmektedir (Deniz, 1990: 9; Evgin, 1996: 77).

Söz konusu oran ne kadar büyüme gösteriyor ise, ülkenin borç yükü ve dışarıya bağımlılığı da artış gösteriyor demektir. Bu rasyonun belirlenmesinde, GSMH değerinin yerli para biriminin ortalama dolar kuruna bağlı olarak tespit edildiğine dikkat etmek gerekir. Çünkü olduğundan fazla değerlendirilen yerli para düşük rasyolara, eksik değerlendirilen yerli para ise yüksek rasyolara neden olacaktır. Dış borçlanmadaki yıllık büyüme oranları GSMH'deki büyüme oranlarını aşıyorsa söz konusu rasyonun da artması gerekir. Dolayısıyla borç yükü artacaktır (Derdiyok, 1993: 37).

2.1.4.2. Toplam Dış Borç / İhracat

Bu oran, dış borç ödeme kapasitesini gösteren mal ve hizmet ihracatı gelirleriyle, alınan borcun ne kadarının karşılanabildiğini göstermektedir. Bu oranın yükselmesi, ülkenin dış borca bağımlı hale geldiğinin ve ülkenin yurt içi üretimden ziyade yurt dışı tüketime yöneldiğinin göstergesidir. Bu oran bir ülkenin borç servis kapasitesin ölçülmesinde kullanılan en önemli göstergelerden biridir. Bu oranın giderek yükselmesi ülkenin ihracat gelirlerinin dış borçları karşılama gücünün giderek azaldığını göstermektedir.

Bir ülkenin borçluluk durumunu ve ayrıca, dış borç ödeme kapasitesini gösteren bu rasyo, ihracat gelirlerinin toplam borç stoku üzerindeki uzun dönemli etkileri konusunda bilgi edinmek için de kullanılmaktadır. Oranın, %165–275 arasında olması halinde ülke orta derecede borçlu, %275'i aşması halinde ise, ülke çok borçlu olarak kabul edilmektedir (Evgin, 1996: 78).

2.1.4.3. Toplam Dış Borç Servisi / İhracat

Bu oran bir ülkenin mal ve hizmet ihracatı gelirlerinin ne kadarının borç servisi ödemelerine ayrıldığını ifade eder. Bu oran bir ülkenin borç ödeme kapasitesinin değerlendirilmesinde önemli bir göstergedir. Bu sınırı aşan ülke ihracat gelirlerinin büyük bölümünü dış borçların ödenmesine harcayacağı için, ekonomik büyümeye yönelik projelerine fazla miktarda kaynak ayıramayacak duruma düşecektir.

Dış borç karşılama oranı olarak da adlandırılan dış borç servis oranı, ülke ihracat gelirlerinin ne oranda dış borçlanma giderlerine ayrıldığını gösteren bir oran olarak, borç yükünün ölçümünde yaygın biçimde kullanılmaktadır. Dış borç servisi, cari yıl içinde ödenmesi gereken dış borç anapara ve faizlerin toplamından oluşmaktadır. Bu oran belli bir dönemde elde edilen toplam üretim değeri ve dış alem gelirleri toplamının ne kadarının dış borç geri ödemelerinde kullanıldığını gösterir. Oranın yükselmesi dış borç yükümlülüklerinin yerine getirebilme gücünü zayıflatırken, oranın küçülmesi ödemeler dengesinde bir iyileşmeye işaretler. Bu oranın %10'un altında olması istenmekle beraber, Dünya Bankası ve IMF kriterlerine göre, ilgili oran % 18-30 arasında ise o ülke orta derecede borçlu, % 30'u aşması halinde ise çok borçlu kabul edilmektedir (Evgin, 1996: 79).

2.1.4.4. Dış Borç Faiz Servisi / İhracat

Bu oran daha çok dış borçlanmanın maliyetini ölçmede kullanılır. Oranın % 12-20 arasında seyretmesi ülkeyi orta derecede borçlu, %20'nin üzerinde gerçekleşmesi ise ülkeyi çok borçlu kılmaktadır. Bu oranın yorumlanmasında ayrıca, dış borç faiz servisi ve ihracatın artış hızını da göz önünde bulundurmak gerekir.

Bu rasyo, bir ülkenin ihracat gelirlerinin ne kadarlık kısmının yıllık borç faiz ödemelerini karşıladığını gösterir (Yurt, 1993: 60). Eğer faiz servisi artış hızı ihracat artış hızından daha yüksek ise bu sonuç ülke ekonomisi bakımından olumlu bir gelişme kabul edilemez. Bu durumda iç kaynakların verimliliği bir yana dış borç kullanımlarının ağırlıklı olarak ülke yatırım ve ihracatını artırıcı faaliyetlerde kullanılmamış olmasından kaynaklanabilir. Diğer bir ifade ile dış borçlanmadan elde edilmiş kaynaklar, ülke yatırımlarından çok diğer alanlara (dış borç geri

ödemelerine) kanalize edilmiş veya dış borçlanmadan elde edilen kaynakların ihracatı geliştirme yönündeki katkısı, nispi olarak dış borçlanmanın maliyetinin altında gerçekleşmiş olabilir (Evgin, 1996: 69).

2.1.4.5. Uluslararası Net Rezervler / Dış Borç Stoku

Uluslararası borç ödemelerinde kabul edilen her türlü aktife uluslararası rezerv denir. Bir başka ifadeyle uluslararası rezervler; altın, konvertibl dövizler, konvertibl kısa vadeli özel ve resmi alacak senetleri, bonolar, tahviller ile IMF nezdindeki özel çekme hakları (SDR) ve diğer çekme kolaylıklarıdır. Tüm bu brüt rezervlerden kısa vadeli borçlar çıkarıldığında net rezerv miktarı bulunmaktadır. Uluslararası net rezervlerin dış borç stokuna oranı, ülkede var olan uluslararası ödeme vasıtalarının stoku ile toplam dış borçların ne kadarının karşılanabildiğini göstermektedir ve dış borç ödeme kabiliyetinin de bir göstergesidir (Opuş, 2002: 189).

Net Uluslararası rezerv / Dış borç Stoku; bir ülkenin, dış borç ödeme kapasitesini gösteren önemli bir rasyodur. Oranın büyümesi olumlu, küçülmesi ise olumsuz sayılmaktadır. Dolayısıyla bu kritere göre yıllar itibariyle bu oran küçülme gösteriyorsa dış borçlanmaya sınır getirilmelidir. Uluslararası rezervlerin büyük bir kısmının dış borçlardan oluşması, yabancı sermayedeki ani bir düşüş karşısında ülkenin ekonomik büyümesinde önemli rol oynayan sermaye mal ve hizmetlerinin ithal edilmesinde güçlüklerle karşılaşılmasına neden olabilecektir (Aktan, 1998: 361-362).

2.1.5. Dış Borçlanmanın Sınırı

1980’li yıllarda GOÜ’lerde dış borç hacminin büyük boyutlara ulaşması, borç alan ülkelerde sorunlar yaşanmasına neden olmuştur. Bu durum gelişmiş ülkeler de dahil, pek çok ülkede borçlanmanın sınırı konusunu gündeme getirmiştir. Günümüzde pek çok iktisatçı her ülke için dış borçlanma miktarının doğal ya da uygun bir sınırının olduğu ve bu sınırın aşılması durumunda borçlanmanın o ülke için faydadan çok bir maliyet unsuru haline geldiği ve devletin bu borçlanma sınırına

uyması gerektiğini savunmaktadır. Borç sınırı kavramı ülkeden ülkeye değiştiği için kesin bir tanımlama yapmak söz konusu değildir.

Borç sınırının düzeyi ya da dışarıdan borçlanmanın gerekliliği bu borçlanmanın toplumsal fayda ve toplumsal maliyetlerinin karşılaştırılması sonucu ortaya çıkacaktır. Buna göre faydasını maksimize etmeye çalışan bir tüketici gibi devlet de borç almayı ancak, borçlanmanın marjinal faydasının sosyal maliyetine eşit olduğu noktaya kadar kabullenebilecektir. Maliyetlerin faydaları geçtiği yerde borçlanma devletin yüklenebileceği bir durum olmaktan çıkmaktadır. Bu fayda ve maliyetler, borçlanan ülkenin bu borcu almakla toplumsal refahı nasıl ilerletebileceğine dayanmaktadır. Buradaki maliyet kavramının nominal faizler ve finansman faizlerinden daha genel bir anlam içerdiğini, bu bağlamda parasal olmayan bazı unsurları da kapsadığını gözden uzak tutmamak gerekmektedir (Evgin, 1996, s.16).

Gelişmekte olan ülkelere sağlanan dış kaynakların verimli şekilde kullanılabildiği bir üst sınır da vardır Buna göre, ekonominin verimliliğini arttırdığı sürece dış borçlanmaya gidilmelidir. Dış borçlanma yoluyla sağlanan kaynakların rekabet gücü yüksek, verimli ve ülkeye döviz girişi sağlayıcı alanlara yönlendirilmesi gerekmektedir. Aksi takdirde dış borç geri ödemelerinde ve yeni dış kaynak bulma konusunda zorluklarla karşı karşıya kalılabilmektedir (Seyidoğlu, 2007: 699). Fakat dış borçlanma yoluyla sağlanan yatırım artışları “Azalan Verimler Kanunu’na” tabi olabilir. Yani her yeni yatırımın üretim hacminde sağladığı artışlar giderek azalır ve bir noktada bu artışlar dış borcun ödenmesi için gereken anapara ve faizlerin altına inebilir. Bu sınırın ötesinde borçlanmayı sürdürmek ekonomik açıdan net bir kayıptır. Dış finansman kaynaklarına başvururken herhangi bir kriter göz önüne alınmaksızın dış borç geri ödemesinde bulunmak için borçlanılıyorsa, bu borçların ülke ekonomisine ve gelecek nesillere yük teşkil etmekten başka faydası olmayacaktır (Sarı, 2004: 7).

Dış borçlanma sınırını belirleyen temel kriterler ise; (1) ekonominin masnetme kapasitesi, (2) ödemeler bilançosu dengesi, (3) dış borcun vadesi ve (4) dış borç servisi kapasitesidir.

Ekonominin masnetme kapasitesi; ülkelerin ne kadar dış borç kullanabileceklerini, dış borçları verimli kullanabilme kısıtları altında hesaplayan bir

kriterdir. Ekonominin massetme kapasitesi, dış borçlara ödenecek giderler (anapara ödemeleri + faiz ödemeleri = dış borç servisi) ile sınırlandırılmaktadır. Dış tasarrufların marjinal katkısı dış borçlara ödenecek gider haddine eşit olduğu zaman massetme kapasitesinin tamamı kullanılmış olacaktır. Gelir artışı gider artışına eşit olursa dış borç milli ekonomiye hiçbir yarar sağlamayacak, meydana gelen gelir artışı ancak dış borç faizini ödemeye yarayacaktır (Savaş, 1986: 90-92). Bu tezi savunanlara göre massetme kapasitesi sınırının ötesinde borçlanmayı sürdürmek ekonomik açıdan net bir kayıptır ve ülke içi kaynakların dış ülkelere aktarılmasına neden olmaktadır (Evgin, 2000: 7).

Ödemeler bilançosu dengesi; dış alem gelirleri ve giderleri arasındaki fark kadar dış borçlanma yapılabileceğini belirten bir kriterdir. Bu farktan daha fazla dış kaynağa başvurmak, alınan borcun verimli alanlarda kullanılmadığının ve ülkenin ödeme gücünün zayıfladığının göstergesi olacaktır. Bu kriter özellikle Latin Amerika borç krizinden sonra önem kazanmaya başlamıştır. (Tekin, 1988: 22; Evgin, 2000: 10).

Dış borcun vadesi; borç alan ülkenin dış kaynağa bağımlı olup olmadığının açık bir göstergesidir. Bu kritere göre, toplam dış borç stoku içinde kısa vadeli dış borcun artış hızı uzun vadeli borcun artış hızına eşitse ülke dış borçlanmanın sınırına gelmiş demektir (Ambrose, 2000: 1-4). Bu nedenle, kısa vadeli borçların toplam borç stoku içindeki payının artması, borçların geri ödenmesi sorunu nedeniyle tehlikeli bir süreçtir (Ulusoy, 2001: 123).

Dış borç servisi; cari yıl içinde ödenmesi gereken dış borç anapara ve faizleri toplamından oluşmaktadır. Bir ülkenin belirli bir yılda faiz, anapara ve yabancı sermaye kâr transferlerini karşılayabilme gücü, o ülkenin ödemeler bilançosu ve uluslararası rezerv durumuna bağlıdır. Eğer dış alem gelirleri dış alem giderlerinden yüksekse, bu fark dış borç servisi ödemelerinde kullanılabilir. Aksi halde dış borç servislerini karşılamak için ya birikmiş rezervleri kullanmak, ya da yeniden dış borçlanmaya gitmek gerekecektir. Yüksek dış borç servis oranı, ülkenin borçlarını geri ödeme kapasitesinin zayıflığına işaret etmektedir (Pazarcık, Ünsal ve Nakipoğlu, 1989: 45). Dış borç servisi kapasitesinin değerlendirilmesinde, Toplam Dış Borç/GSMH, Toplam Dış Borç/İhracat, Toplam Dış Borç Servisi/İhracat, Toplam

Dış Borç Faiz Servisi/İhracat ve Uluslararası Rezervler/Dış Borç Stoku gibi rasyolardan yararlanılmaktadır.

2.1.6. Dış Borç Sorununun Çözümüne İlişkin Yaklaşım ve Uygulamalar

1980'lerin başından itibaren GOÜ'ler ciddi bir borç kriziyle karşı karşıya kalmışlardır. İktisat yazınında “dış borcun on yılı” (Debt Decade) olarak adlandırılan sürecin başlangıcı 1982'deki Meksika moratoryumudur. 1983'te Brezilya'nın dış borç erteleme talebi zorunlu olarak uygulamaya alınmış, 1985 Mayıs'ında ise Şili dış borçlarını konversiyona tabi tutmuştur. Brezilya 1987 Şubat'ında moratoryum ilan etmiştir. Aynı yıl Arjantin görüşmeler yoluyla dış borçlarında indirim sağlamış ve 1988 Toronto G-7 zirvesinde Afrika ülkelerinin iki yönlü resmi kredi geri ödemeleri ertelenmiştir. Krizin başlarında sorun geçici bir finansman sorunu olarak algılanmasına rağmen zamanla borç sorunun daha yapısal ve uzun vadeli çözümlerle sonuçlandırılabilir bir olgu olduğu anlaşılmış ve dış borç sorununun çözümüne yönelik arayışlar ve yeni çözüm önerileri araştırılmaya başlanmıştır (Çalışkan, 2003: 230).

1970'li yıllarda yaşanan petrol krizinin ardından uluslararası ekonomik konjonktürün bozulmasıyla birlikte GOÜ'lerin hem borç gereksinimleri artmış hem de borç ödeme kapasiteleri zayıflamıştır. Petrol ithal eden GOÜ'lerin dış ticaret bilançosu açığı 1977 yılında 28 milyar dolar iken, 1981 ve 1982 yıllarında sırasıyla 76 milyar dolar ve 62 milyar dolar olmuştur. 1979 yılının başından itibaren GOÜ'lerde bazı önlemler alınmaya başlanmıştır, birçok ülkede dış ticaret açıklarının azaltma çabaları yoğunlaşmış, dış ticaret kısıtlamaları arttırılmıştır. Ağır borçlu ülkelere, dış kaynak aktarımı 1980'lerin başından itibaren azalmış ve neredeyse durma noktasına gelmiştir (Akdemir, 2003: 1).

1980'li yıllarda yaşanan borç krizinin ortaya çıkmasında dışsal ve içsel faktörler etkili olmuştur. Uluslararası Borç Krizini etkileyen dışsal faktörler; uluslararası ekonomik durgunluk, ticaret hadlerinde bozulma, faiz oranlarındaki yükselme, doların değer kazanması, gelişmiş ülkelerin uyguladıkları koruma politikaları, petrol şoku, borçlanma yapısındaki değişim olarak özetlenebilir. İç

faktörler ise; yetersiz borç yönetimi, sermaye kaçıışı, bütçe/kamu açığı ve toplam yatırım ile iç tasarruf farkından oluşmaktadır. Belirtilen dışsal ve içsel etkenler dış borçlanmayı arttırmış, buna bağlı olarak borç servis oranı da artmış ve dış kaynak akışının kesintiye uğramasıyla ağır borçlu ülkelerin büyük bölümü dış borç krizine sürüklenmişlerdir.

1982’de Meksika’nın dış borç servisini geçici olarak askıya aldığını açıklamasıyla birlikte uluslararası borç krizi başlamıştır. 1982 yılı sonunda 34 GOÜ dış borç servislerini yerine getirememiştir. Özellikle ağır borçlu ülkelerin özel bankalara borçlarını ödeyemez duruma gelmeleri krizin büyümesine neden olmuştur. Krizin derinleşmesi ile öncelikle borç ertelenmelerine başlanılmıştır. 1975-1980 döneminde yılda ortalama 4 borç ertelenmesi yapılmışken, 1981 de 11, 1982’de ise 9 borç ertelenmesi gerçekleşmiştir. 1975–1980 döneminde ertelenen borç miktarı, 5.6 milyar doları özel bankalara olan borçlar, 8.2 milyar doları ise kamu ve kamu garantili özel borçlardan olmak üzere toplamda 13.8 milyar dolar olmuştur. 1981 yılında ise 4.5 milyar dolarlık özel, 1.3 milyar dolarlık kamusal olmak üzere, toplam 5.8 milyar dolarlık borç ertelenmesi yapılmıştır. 1982’de ertelenen borç tutarı ise toplam 2.4 milyar dolar olmuştur. Borç ertelenmeleri 1983-1984 yıllarında borç krizinin yoğunlaştığı yıllarda artmış ve ertelenen borç tutarı hızla yükselmiştir. 1983 yılında 26 ülke ile 39 çok taraflı borç erteleme anlaşması imzalanmıştır, ertelenen borç tutarı 53.3 milyar dolar olmuştur. Bu erteleme de özel borçların %59.2’lik bölümü Meksika’nın özel borçlarıdır. 1984’de ise, 16 az gelişmiş ülke ile 21 antlaşma ve toplamda 16 milyar dolarlık borç ertelenmiştir. Ertelenen borçları büyük bir bölümü Arjantin, Meksika ve Venezüella’ya ait borçlardır. (Akdemir, 2003: 2).

Borç krizinin yoğun yaşandığı yıllarda, GOÜ’lere ait dış borç stoklarının gelişimi Tablo 7’de özetlenmiştir.

1982 yılında Meksika’nın moratoryum ilanı ile ortaya çıkan borç krizi ile uluslararası mali piyasalarda sarsıntılar başlamıştır. Mali piyasalarda başlayan bu sorunun tehdit oluşturmamasını önlemek için; başta IMF - Dünya Bankası grubu olmak üzere, uluslararası banka yöneticileri, çok uluslu kalkınma bankaları, borç erteleme kulüpleri ve Birleşmiş Milletler kurumları sorunun çözümüne ilişkin çeşitli çalışmalar yapmışlardır. İzleyen bölümlerde bu çalışmalar açıklanacaktır.

Tablo 7: 1980’li Yıllarda Borç Krizi Yaşayan GOÜ’lerin Dış Borç Stokları (milyar dolar)

	1980	1983	1984	1985	1986	1987	1988	1989
Toplam Dış Borç Stoku	561.8	806.7	843.1	936.9	1027.6	1151.7	1136.5	1147.0
Orta ve Uzun Vadeli Dış Borçlar	420.7	633.2	674.8	767.8	867.3	980.5	959.8	958.8
A. Kamu Dış Borçları	350.6	529.0	573.6	674.6	782.8	903.2	896.3	901.9
- Resmi	156.7	218.7	232.8	294.4	356.6	433.2	436.5	454.0
- Özel	193.9	310.3	340.8	380.2	426.2	470.1	459.8	447.9
B. Özel Garantisiz Dış Borçlar	70.1	104.3	101.2	93.2	84.4	77.2	63.5	56.9
IMF Kredileri	12.4	33.9	36.0	40.2	42.5	42.8	35.0	31.9
Kısa Vadeli Dış Borçlar	128.7	139.3	132.3	128.9	117.8	128.5	141.7	156.0
Toplam Dış Borç Servisi	91.0	108.9	117.7	124.6	129.3	140.4	151.8	135.7
A. Orta ve Uzun Vadeli Borçlara ait	74.6	89.3	99.1	105.2	110.3	119.4	130.0	115.3
B. IMF Kredilerine ait	2.6	3.9	5.2	7.1	10.0	13.3	12.0	10.3
C. Kısa Vadeli Borç Faiz Ödemeleri	13.8	15.7	13.4	12.2	9.0	7.8	9.8	10.1

Kaynak: Bal, 2001: 43.

2.1.6.1. Quito Bildirisi

GOÜ’lerin borç krizine yaklaşımları, gelişmiş ülkelerin yaklaşımlarından önemli farklılıklar göstermektedir. Latin Amerika Ekonomi Komisyonu (CEPAL) 1983 yılında Ekvator Devlet Başkanının isteği üzerine ortak eylem programını görüşmüşlerdir. Bu görüşmeler sonucunda bir rapor hazırlanmış ve bu rapor, San Jose, San Domingo ve Quito’da düzenlenen konferanslarda sunulmuştur. 13 Ocak 1984’te Ekvator’un başkenti Quito’da yapılan toplantı sonunda alınan kararlar “Quito Bildirisi”⁵ adıyla dünya kamuoyuna açıklanmıştır. Söz konusu bildiride 26 Latin Amerika ve Karaib ülkelerinin temsilcileri dış borç ödemelerinde moratoryum ilan etmeyi reddederek, borç ödemelerinin gelişme hedefine bağlı kılınması gerektiğini ifade etmişlerdir. Bildiride ağırlıklı olarak borç krizlerinin sorumlusu gelişmiş ülkeler gösterilmiştir.

Bildirideki talepler özetle; borç sorununun çözümünde gelişmiş ülkelerin de sorumluluk alması, faiz oranlarının düşürülmesi, vadelerin ve ödemesiz sürelerin uzatılması, yeterli miktarda yeni kredi sağlanması, faiz ödemelerinin her ülkenin

⁵ Quito Bildirisi ile ilgili tam metine; CEPAL Review (United Nations, Economic Commission for Latin America), No. 22 (Nisan, 1984), ss. 39-51’den ulaşılabilir (<http://archivo.cepal.org/pdfs/cdPrebisch/301.pdf>) (15.07.2012).

büyüme hızına göre ayarlanması ve borç ödemelerinin ihracat gelirlerinin belirli bir oranını aşmamasıdır. Fakat Quito Konferansının asıl önemi, borçlu ülkelerin (özellikle Latin Amerika ülkelerinin), birlikte hareket etme kararı almalarıdır. Ancak, alacaklı taraflar, borçlu ülkelerle görüşmeye oturmadıkları gibi, toplantıdan hemen sora ülkeleri tek tek ele alma yöntemlerini sürdürerek, olası bir borçlular kartelinin oluşmasını engellemişlerdir⁶ (Balkan, 1994; Başkaya, 1986).

2.1.6.2. Baker Planı

GOÜ'lerin dış borç sorunlarının çözülebilmesi için ortaya atılan diğer bir çözüm arayışı Baker Planı'dır. Eylül 1985'de Seul'da toplanan IMF ve Dünya Bankası Genel Kurulu'nda ABD Hazine Bakanı James Baker tarafından önerilen "Desteklenebilir Büyüme Programı" başlıklı yeni bir borç ödeme stratejisi gündeme gelmiştir. Baker planında büyüme stratejileri ile dış dengenin sağlanması arasındaki ilişkiler üzerinde durulmakta ve borçlu ülkeler kadar alacaklı ülkelerin de işbirliğinin gerekliliği vurgulanmıştır. Bu plana göre gerek resmi, gerekse özel kaynaklardan az gelişmiş ülkelere yeni krediler sağlanacaktır ve özel bankalar mevcut borçlarını erteleyerek yeni finansman vereceklerdir. Bu amaçla IMF bünyesinde yapısal uyum hesabı kurulmuş ve bu hesaptan az gelişmiş ülkelere makro denge ve yapısal uyum amacıyla kredi verilmesi sağlanmıştır. Baker planının temel hedefleri, ticaretin liberalleştirilmesi, kamu kuruluşlarının özelleştirilmesi ve yabancı doğrudan yatırımın ülkeye transferinin hızlandırılmasıdır.

Baker Planı en çok borçlu 15 ülkeye⁷ üç yıl süreyle 20 milyar dolar ticari bankalardan, 9 milyar dolar da Dünya Bankası ve diğer kalkınma bankalarından olmak üzere toplam 29 milyar dolarlık bir ek kaynak öngörüyordu. Baker Planına dahil olan ülkelerin, 1985 yılındaki toplam borçları 431 milyar dolardır⁸. En çok borçlu on beş ülkeyi kapsayan Plan içerisinde borçların %80'ine sahip Latin Amerika ülkeleri ve %20'sine sahip diğer beş ülke yer almıştır. Borçlu 15 ülkenin, ek kaynaklardan yararlanabilmesi için, geniş kapsamlı yapısal reformları hayata

⁶ Borçlular kartelinin oluşması engellemek için, alacaklı ülkeler, Meksika ile anlaşmaya vararak, Meksika'nın borçlarından bir bölümünü 14 yıl süreyle ertelemişler ve 6 yıllık ödemesiz süre tanıyarak faiz oranlarını da düşürmüşlerdir (Başkaya, 1986: 98).

⁷ Bu ülkeler, Arjantin, Bolivya, Brezilya, Şili, Kolombiya, Ekvator, Fildişi Sahili, Meksika, Fas, Nijerya, Peru, Filipinler, Uruguay, Venezuela ve Yugoslavya'dır.

⁸ Türkiye bu tarihte 20 milyar dolar dış borç stokuna sahip olduğu halde plana dahil edilmemiştir.

geçirmeleri (bunun için IMF'ye merkezi bir rol veriliyordu), piyasa ekonomisine geçiş için gerekli koşulların yaratılması isteniyordu (Sönmez, 1998: 75).

Planın açıklanmasından sonra resmi fonlar oluşturulmuşsa da tutarlı bir özel kredi akışı sağlanamamış, ayrıca, planın sağladığı ek kaynak, azgelişmiş ülkelerin borç sorununu çözmekte yetersiz kalmıştır. Örneğin, Meksika, Plandan toplam 9,3 milyar dolar alabilirken, sadece 1986 yılında ödemek zorunda olduğu borç miktarı 12 milyar dolardır. Planın başarısı, uygulandığı ülkelere verilen yeni kredilerle, eski kredilerin faiz ödemelerinin sağlanması olmuştur. Ama sonuçta, bu ülkelerin borçları, azalmak yerine, giderek artmıştır (Şenel, 2002: 44).

IMF yerine Dünya Bankasının rolünü ön plana çıkaran Baker Planı, IMF'nin istikrar programlarıyla büyük ölçüde çelişmeyen hükümler de getirmiştir. Getirdiği yükümlülüklerle borçlu ülkelerin daha çok dışa açılmasını, yabancı sermaye girişini özendirecek önlemlerin artırılmasını ve halk kitlelerinin daha çok özveride bulunmasını öngörmüştür. Borçlu ülkelerin ekonomik gerçeklerinin ve toplumsal kesimlerin taleplerini dikkate almadan hazırladığı gibi, Plan, borçlu ülkelerin borçlarına karşılık olarak sağlanacak ek kaynağın büyüklüğünü de oldukça sınırlı bir düzeyde tutmuştur. Bu nedenle Baker Planının genel olarak kabul edildiği gibi, oyalama ve zaman kazanma işlevini yerine getirmekten başka hiçbir işlevi olmadığı kabul edilmektedir (Çalışkan, 2003: 235).

2.1.6.3. Brady Planı

Baker Planının uluslararası borç krizine çözüm yaratmada yetersiz kaldığı boşluğu tamamlamak için yeni bir plana ihtiyaç duyulmuştur. Bu amaçla 1989 yılının Mart ayında, ABD Maliye Bakanı Nicholas Brady tarafından, borç sorununa çözüm getirmek amacı ile teklif edilen ve Brady planı adı ile uygulamaya konulan bu plan kapsamında borçların bir miktarının silinmesine karar verilmiştir. Plan, borçlu ülkelerle kreditorler arasındaki işbirliğinin arttırılması ve uluslararası mali kuruluşların desteklerinin sağlanmasıyla borçlu ülkelerin borçlarının % 20'lik bir kısmının silinmesini önermekteydi. Plana göre IMF, Dünya Bankası ve Japonya'ya ait kaynaklar kullanılarak borçların bir bölümü silinecek ve böylece borç yükü hafifletilecektir. Planda borçların silinmesinde önceliğin, azgelişmiş ülkelerin

borçlarının içinde %37'lik bir paya sahip olan ticari bankalara verilmesi öngörülmüştür (Sarı, 2004: 18).

Brady Planı'nın uygulamasında da bazı aksaklıklar görülmektedir. Özellikle bazı ticari bankaların, Planı finanse etmek istemeyişi, müzakerenin zor olması gibi etkenler de uygulamayı zorlaştırmıştır. Planın başarısı faiz hadleri ile yakından ilişkilidir. Faiz hadlerinin yükselmesi borç azaltma çabalarını başarısızlığa uğratacaktır. Bu nedenle Planın hazırlayıcısı N. Brady; IMF ve Dünya Bankasının faiz desteğinin, başarı için ön koşul olduğunu öne sürmüştür. Planın öncelikle Latin Amerika ülkelerinin dış borçlarının %20 oranında azaltılmasını öngörmesi, ABD'nin yalnızca komşusu olan borçlu ülkelerin ticari borçlarına çözüm getirmeye çalışması açısından eleştirilmiştir (Çalışkan 2003: 36).

Brady Planı, ödenmemiş borçların yarattığı problemlerin çözülmesinden çok, GOÜ'lerin ortodoks ekonomi politikaları uygulamalarının bir aracı olarak kullanılmıştır. Planla Latin Amerika'da yüksek riske sahip ticari bankaların iflasları önlenerek uluslararası finansal sistemin çöküşü engellenmeye çalışılmıştır. Planla ayrıca borçların askıya alınması yoluyla GOÜ'lerin yeniden dünya piyasalarına girmelerinin yolu açılmaya çalışılmıştır (Sarı, 2004: 18-19).

2.1.6.4. Paris Kulübü ve Resmi Borç Ertelemeleri

Paris Kulübü, resmi bir kimliğe sahip olmamakla birlikte, dış borç ödemelerinde sıkıntıya düşen ülkelerin yabancı devletlerce verilmiş olan kamu kesimi dış borçlarının ödenebilmesi için çözüm yolları aramak üzere oluşturulmuş bir organizasyon konumundadır ve resmi bir kimliğe sahip olmadığı için de işlevlerini daha çok gönüllülük esasına dayandırmaktadır. Bu çerçevede borç ödeme veya borcu çevirme sorunu yaşayan ülkelerin borcun ertelenmesi-yeniden yapılandırılması ya da silinmesi için Paris Kulübü'ne başvurması söz konusu olmakta ve kulüp de borcun yeniden yapılandırılması süreçlerinde etkin roller oynamaktadır. Kulübe asil olarak doğrudan üye ülke sayısı 19'dur⁹. Paris Kulübü

⁹ Paris Kulübünün üyeleri; ABD, Almanya, Avusturya, Avustralya, Belçika, Danimarka, Finlandiya, Fransa, Hollanda, İngiltere, İrlanda, İspanya, İtalya, İsveç, İsviçre, Japonya, Kanada, Norveç ve Rusya'dır.

toplantıları Paris'te yapılmaktadır ve toplantılara Fransız Hazinesi'nden üst düzey bir görevli başkanlık etmektedir.

Paris Kulübünün borçlu ile görüşmedeki ilk koşulu, IMF ile bir uyum programı üzerinde anlaşacağını taahhüt etmesidir. Yalnızca borçlu hükümetleri muhatap kabul etmektedir ve yalnızca devlet tarafından doğrudan alınmış kredilerle devlet garantisinde alınmış kredileri görüşme kapsamında tutmaktadır. Ancak borç krizlerinin birbiri ardına gerçekleşmesi ve değerlerinin yüzlerce milyar doları bulması ile ilkelerde bazı değişiklikler de yapılmıştır. Önceki görüşmelerde alacaklı bankaların alacaklı devletlere göre daha zayıf kalmaları nedeniyle, bankaların görüşmelerdeki temsil güçleri yeniden düzenlenmiştir (Çalışkan, 2003: 232).

Paris Kulübü ilk olarak 1956 yılında Arjantin'in birkaç Avrupalı hükümete olan borçlarını ödemede karşılaştığı sorunları çözmek amacıyla toplanmıştır. Burada genelde borç ertelemeleri pazarlık yoluyla yapılmakta ve dönem dönem verilen kararlar farklılık gösterebilmektedir. Paris Kulübü tarafından hazırlanılmış birçok program vardır. Bunların başında;

- Toronto Şartları: Gelir düzeyi en düşük ve en ağır borçlu ülkeler için sunulan şartlardır. Buna göre borcun anapara ve faizinin %50 azaltılması öngörülmektedir.
- Houston Şartları: Ağır borçlu orta gelirli ülkeler için öngörülen şartlardır.
- Napoli Şartları: Kişi başına geliri 500 dolar ve altı, ayrıca Toplam Borç/İhracat oranı %350 veya daha yüksek olan ülkeler bu anlaşmadan yararlanabilmektedirler.

1982 borç krizinden sonra bu çerçevede yapılan borç erteleme görüşmelerinin sayısında ve ertelenen borç miktarında önemli artışlar olmuştur. 1956–1975 yılları arasında borçlu ülkelerle ilgili olarak toplam 31 anlaşma imzalanarak, 7.2 milyar dolar tutarında borç erteleme yapılmışken, 1976–1987 yılları arasında imzalanan borç erteleme anlaşması sayısı 112'ye ve ertelenen borç miktarı da 77 milyar dolara yükselmiştir. 1980–1992 yılları arasında ise imzalanan anlaşma sayısı 192 ve ertelenen borç miktarı 192 milyar dolar olarak gerçekleşmiştir. 1983 yılından bu yana 84 ülkeye 404 ayrı anlaşmayla toplam 509 milyar dolarlık düzenleme yapılması sağlanmıştır. Türkiye, Paris Kulübü nezdinde, 1978 yılında 1.3 milyar dolarlık, 1979

yılında 1.2 milyar dolarlık ve 1980 yılında 3 milyar dolarlık olmak üzere 3 kez dış borç erteleme yapılmıştır (Sarı, 2004: 19).

2.1.6.5. Londra Kulübü ve Ticari Borç Ertelemeleri

Londra Kulübü bir devlet garantisi olmaksızın ticari bankalarca devletlere verilen kredilerin geri ödenme koşullarını düzenlemek için oluşturulan bir forumdur. Bu forumun toplantıları Londra’da yapıldığı için adına Londra Kulübü denilmektedir. İlk kez Zaire'nin karşılaştığı ödeme sorunlarını görüşmek üzere 1976 yılında bir araya gelen üyelerle toplanmış olan Kulübün resmi bir yönü bulunmamaktadır. Dolayısıyla aldığı kararları zorlayıcı değil, gönüllülük esasına dayalıdır. Kulübün kararlarının oluşturulmasında danışma kurulu önemli roller üstlenmiştir. Londra Kulübü’ne katılan bankalar ‘Danışman Komite’ adı verilen ve genellikle 15–20 bankadan oluşan ve doğrudan borçlu hükümetle temas kuran gruplar tarafından temsil edilirler. Bu kurul; Almanya’dan Deutsche Bank ve Kommerzbank, İtalya’dan Banca Commerciale Italiana ve Mediocredito Centrale, ABD’den Bank of America, İngiltere’den Midland Bank, Japonya’dan Bank of Tokyo Mitsubishi, Dai-Ichi Kangyo Bank ve Industrial Bank of Japan, Fransa’dan Credit Lyonnais ve Banque Nationale de Paris SA ile Avusturya’dan Creditanstalt Bankverein’in temsilcilerinin katılımıyla oluşmaktadır. Daimi bir başkanı ve sekreteryası olmayan Londra Kulübü kapsamında, 1983–1992 yılları arasında toplam 118 anlaşma yapılmış ve 416 milyar dolarlık borç erteleme gerçekleştirilmiştir (Eğilmez, 2006).

2.2. DIŞ BORÇ YÖNETİMİ

2.1.1. Dış Borç Yönetiminin Tanımı, Kapsamı ve Önemi

Uluslararası finansman süreci, GOÜ’ler açısından sık aralıklarla dış borç krizleri yaşamalarına sahne olmuştur. GOÜ’lerin ekonomik kalkınma süreçlerini sekteye uğratan ve ekonomik problemlerinin daha da derinleşmesine neden olan bu durumun en önemli sebeplerinden birisi de ilgili ekonomilerin borç yönetimi

konusunda gösterdikleri kötü performanslardır. GOÜ'ler açısından uluslararası finansmanların büyük çoğunluğunun dış borçlanma şeklinde olması ve bu borçların ulaştığı yüksek stok düzeyi, dış borç yönetimi konusuna önem verilmesine yol açmaktadır. 1970 ve 1980'li yıllarda GOÜ'lerin dış borç yönetimi başarısızlıkları Arnoud (1992) tarafından şu sözlerle eleştirilmiştir; “söz konusu ülkelerde iyi niyetli yöneticiler dahi, en basit borç yönetim ilkelerinden habersizdi. Dış borç yönetiminden sorumlu olanlar arasındaki kopukluk uyumsuzluklara neden oldu. Çürüme, anlaşmazlık veya cehalet yüzünden çok az ülke kurumsallaşmış bir dış borç yönetimine sahipti. Bazı Afrika ülkelerinde borç yönetiminin etkin olmadığını anlamak kolay, çünkü öyle bir yapı mevcut değil. Ancak Arjantin ve Türkiye gibi köklü ekonomilerde bile ilgili istatistikler ve kayıtlar yetersizdi” (Bal, 2001: 67).

Uluslararası borç krizlerinin yaşandığı 1980'li yıllar boyunca borçlu ülkelerin etkin bir borç yönetimi sergileyememeleri, hatta en basit borç yönetim yaklaşımlarından bile haberdar olmamaları borç birikim sürecini daha da hızlandırmıştır. GOÜ'lerin dış borç yönetimi konusundaki eksiklikleri, dış borç krizinden alınan en belirgin derslerden biri olup, ilgili ülkelerde dış borç yönetim yaklaşımlarının geliştirilmesine zemin hazırlamıştır. Akademisyenler, uluslararası finans kurumları ve borçlu ülkelerin ekonomilerinden sorumlu yöneticiler dış borç yönetimi konusunda yoğunlaşıp gerek teorik gerekse pratik anlamda gelişmeler göstermişlerdir. GOÜ'lerde dış borçların büyük çoğunluğunun kamu veya kamu garantili borçlar olmasından ötürü, kamu otoriteleri dış borç yönetimi konusunda büyük çabalar içerisine girmişlerdir. Baker ve Brady Planları, borçlanma senetlerinin ikincil piyasa değerlerinin arttırılması girişimleri, faiz indirimlerinin gündeme gelmesi, vade uzatımları, yeni kredi imkânlarının yaratılması, yeni bazı borç azaltma yaklaşımlarının uygulanmaya başlanması dış borç yönetimi konusundaki çabalara örnek olarak gösterilebilir.

Dış borçların dış ticaret açığının kapatılması, yatırım projelerine finansman sağlanması, istihdamda artış sağlaması ve ekonomik istikrarın sağlanması hususlarında ekonomiye önemli katkıları olmaktadır. Ancak, dış borçların bu olumlu etkilerinin oluşabilmesi dış borç yönetiminin başarısı ile yakından ilgilidir. Bu kapsamda dış borçların ödeme şekli, vade yapısı, faiz oranları vb. açıdan uygun koşullarda yapılması ve ekonominin ihtiyaçlarına uygun bir dış borç stratejisinin

benimsenmesi hem borçlanmanın sürdürülebilirliği açısından hem de ekonomik krizlerin önlenmesinde büyük önem taşımaktadır.

Borç yönetimi belli ekonomik hedeflere ulaşmak amacıyla devletin, borç miktarında ve bünyesinde değişiklikler yapması olup, bir borcun alınmasından ödenmesine kadar yapılan işlemlerin tümünü kapsamaktadır. Borç yönetimi geniş anlamda ekonominin içinde bulunduğu durumun değerlendirilmesini de kapsar. Borçlanmaya gidilirken hangi piyasalardan, hangi şartlarla borçlanılacağına ve özellikle dış borçlanma ile elde edilen kaynakların nasıl kullanılacağına dikkat edilmelidir. Dış borçların dikkatli ve verimli bir biçimde kullanılmaması, hem dışarıya net kaynak transferini hızlandırır, hem de ülkenin ekonomik ve politik itibarını zedeleyerek ciddi sorunlara yol açabilir.

IMF ve World Bank (2001: 2) tanımına göre dış borç yönetimi; gerekli olan fonları oluşturmak, risk ve maliyet amaçlarına ulaşabilmek ve etkili bir devlet borç senetleri piyasası geliştirmek ve sürdürebilmek gibi diğer borç yönetimi amaçlarına ulaşabilmek için hükümet borçlarının yönetimine yönelik bir strateji oluşturma ve yürütme sürecidir. İnce (2001: 327)'e göre borç yönetimi; bir ülkenin ekonomi politikasına yardımcı olmak ve ekonomik dengenin korunması amacıyla, kamu borçlarının miktarında ve bileşiminde değişiklik yapmaktır. Bu tanıma göre, borç yönetimi artık ekonomi politikasının bir aracı olarak görülmekte ve kamusal gelir elde etme amacına ek olarak farklı amaçlara da hizmet etmektedir.

Dış borç yönetimi, dış kredilerin etkin ve rasyonel bir biçimde elde edilmesi, kullanılması ve geri ödenmesini içeren planlı ve ihtiyatlı bir çabalar bütünü olup, dış yükümlülüklerin organize edilmesi, veri toplanması, borç servis ödemeleri tahmini, dış borcun düzeyi ve bileşiminin kontrolü, özel ve kamu dış borçlanmalarının izlenmesi ve kontrol edilmesi gibi çeşitli yönetsel faaliyetleri ifade etmektedir (Öktem, 1985: 23).

Dar anlamda borç yönetimi; borç sözleşmelerinin gereklerini yerine getirmek üzere, sınırlı sorumlulukla, ülke makroekonomik yapısı gözetilmeksizin, geleneksel borç yönetim yaklaşımlarının kullanımıyla ve yalnızca maliyet minimizasyonu göz önüne alınarak yapılan yönetimdir. Geniş anlamda borç yönetimi ise; borcun, sadece sözleşme şartlarının yerine getirilmesi gözetilerek değil, aynı zamanda ekonomik amaçlara ulaşmak için miktar ve bileşiminde değişikliğe gidilerek, özel firma borç

yönetimine benzer çok daha profesyonel ve organize bir şekilde aktif karar alma ve hesap verme temeline dayanılarak, geleneksel yaklaşımlar yanında modern borç yönetim yaklaşımları kullanılarak, stratejiler belirlenerek, yönetimde sadece maliyet analizi değil, risk analizi de zorunlu tutularak ve geleneksel risk kaynakları yanında koşullu yükümlülükleri de kapsayan ve genel adıyla mali risk olarak adlandırılan bütünleştirici yapı ele alınarak yürütülmesi ve yönetimidir.

Dehasa (1985)'e göre, dış yönetimin ana amacı kısa vadeli borç profilini geliştirmek, orta vadede sürdürülebilir borç servis yükünü azaltmaktır. Uzun vadede ise, hedef borçlu ülkedeki ekonomik büyümeyi ve uluslararası piyasalara normal girişleri sağlayabilmek ve sürdürebilmek olmalıdır. Bu amaçlar çerçevesinde dış borç yönetimi negatif net transferleri elimine etme ve azaltmayı, kritik borçluluk göstergelerinin aşırı artmasını engellemeyi, borç servisi yükünün sürdürülebilir konumu devam ettirmesini sağlamayı ve ülke ekonomik gelişimine maksimum katkı yapmayı hedefler. Bu sebeplerden dolayı dış borç yönetimi genel makro ekonomik yönetimin önemli bir unsuru olarak görülmek zorundadır (Bal, 2001: 71).

Bodin, Pascal ve Straatman (1990: 48)'e göre dış borç yönetiminin makro ve mikro olmak üzere iki boyutu vardır. Makro boyutuyla dış borç yönetimi, makro ekonomik yönetimin önemli ve bütünsel bir parçası olarak görülmelidir. Dış borç yönetiminin ikinci boyutu ise mikro boyutu olup, kurumsal yönetim ve bu görevi yerine getirecek organize edilmiş birimlerin oluşturulması ile faaliyet süreçlerini kapsamına almaktadır.

Borç yönetimini tanımlarken yapılan diğer bir ayrım da pasif ve aktif borç yönetimidir. Pasif borç yönetimi; mevcut istatistiklere dayanarak borçlanmanın miktarına, zamanlamasına ve kullanılacak araçlara ilişkin karar verme süreci, aktif dış borç yönetimi ise; pasif borç yönetimine ek olarak, borç stokunun gerektiğinde yeniden yapılandırılması ve borcun faiz ile kur riskine karşı korunmasını içeren risk yönetim tekniklerinin kullanılması sürecidir (Dedeoğlu, 1995: 25).

Dış borç yönetimindeki en önemli amaç, ülkenin katlanılabilir borç yükü seviyesini belirleyerek, borç stokunun kontrol altına alınmasının ve borçlanma metodlarının bu doğrultuda kullanılmasının sağlanmasıdır. Dış borç yönetiminde yönetime konu olan esas unsur borcun miktarı ve kompozisyonu olmakla birlikte, özel sektör borçlanmaları ve başka makro ekonomik unsurların varlığı, dış borç

yönetimini kavramını daha karmaşık ve daha zor bir yapıya dönüştürmektedir. Kredinin bulunabilmesi, vade yapısı, faiz yükü, alınan borçların verimli kullanılabilmesi, borç servisinin başarılı bir şekilde gerçekleştirilebilmesi ve dış borç yükünün zaman içinde azaltılmaya çalışılması gibi unsurlar, dış borç yönetiminin temel çerçevesini ve kapsamını teşkil etmektedir (Sarı, 2004: 31-32).

2.2.2. Dış Borç Yönetiminin İşlevleri

UNCTAD (1999: 5)'e göre etkin dış borç yönetimi esas olarak yedi temel işlev içermektedir. Bunlar; politika, düzenleme, kaynak, kayıt, analitik, kontrol ve işlem işlevleridir. Bunların ilk üçü idari borç yönetimi olarak adlandırabileceğimiz sürecin parçalarıdır. Diğer dört işlev ise operasyonel borç yönetiminin altında değerlendirilmektedir.

İdari borç yönetimi, politika işlevi, düzenleme işlevi ve kaynak işlevi olmak üzere üç temel başlıktan oluşmuştur. Bunları kısaca açıklamak gerekirse;

Politika İşlevi: Bir ülkenin ekonomi yönetiminden birinci derecede sorumlu olan kurumlarla koordinasyon içerisinde düzenlenen ulusal borç politikaları ve stratejileri içerir. Kapsamlı politika değerlendirmeleri bir ülkenin sürdürülebilir dış borç düzeyini belirler. Politika işlevinin en önemli sonucu, iyi tanımlanmış ve ulaşılabilir ulusal borçluluk ve dış borç stratejisidir (UNCTAD, 1999: 5; UNDP, 1997: 11).

Düzenleme İşlevi: Bu işlev, dış borç yönetimi için yasal, kurumsal ve idari düzenlemeleri kapsamaktadır. Düzenleme işlevi; iyi koordine edilmiş ve merkezileştirilmiş bir dış borçlanma yönetimi oluşturmak için düzenleyici bir çevre yaratılmasını ve bunun verimli bilgi akışınca desteklenen kayıtlama, analitik kontrol ve işlem düzeylerinde gerçekleştirilmesini ifade eder. Bu işlevin en önemli sonucu; sürece dahil olan idari birimler arasında yasal ve kurumsal çerçevenin (kurallar, prosedürler, idari yükümlülükler vb.) oluşturulması ve sürekli gözden geçirilmesidir (UNCTAD, 1999: 5).

Kaynak İşlevi: Bu işlev, dış borç yönetimi ile ilgili kayıtlama, analitik, kontrol ve işlem işlevlerinin nitelikli çalışanlarca yerine getirilmesini garanti altına

alır. Bu işlev personelin işe alınmasını, kiralanması, motive edilmesi ve eğitilmesini içerir. Kaynak işlevinin en önemli sonucu atanma ve araçlardır (UNCTAD, 1999: 5).

Operasyonel borç yönetimi idari yapı ve organizasyonla uyumlu olarak borcun gündelik idaresidir. Operasyonel borç yönetimi *pasif ve aktif borç yönetiminden* oluşmaktadır. Pasif yönetim ise kayıt işlevi ve bu işleve bağlı olarak ortaya çıkan analitik işlevden oluşmaktadır. Kaynak ve analitik işlevlerinin borç profilinde herhangi bir değişikliğe yol açmadığından pasif yönetim olarak değerlendirilmektedir (Borresen ve Pascal, 2002: 10).

Kayıt İşlevi: Bu işlev borçlarla ilgili detaylı bilgilerin dönemler itibariyle toplanması ve kayıtlanmasını gerektirir. Bu işlevin en önemli sonucu hem toplu düzeyde hem de tek işlem düzeyinde bilginin sağlanmasıdır. Zamanında sunulan doğru ve tam bilgi hem piyasaların aydınlanması açısından hem de karar alıcıların koydukları hedeflere ulaşabilmek için gereklidir (UNCTAD, 1999: 6).

Analitik İşlevi: Bu işlev kayıt işleviyle bağlantılı olup, çeşitli borçlanma araçlarını ve vade seçimlerini analiz ederek yeni borçlanma stratejilerinin makroekonomik analizine olanak sağlar. Bu analizin yapılabilmesi için, vadesi gelmemiş borçların, nakit durumunun, anapara, faiz ve vadeleri gösteren ayrıntılı raporlara ihtiyaç duyulmaktadır.

Operasyonel borç yönetiminin diğer bileşeni olan aktif yönetim operasyon ve kontrol işlevlerinden oluşmaktadır.

Operasyon İşlevi: Bu işlev, fonların kaynağına ilişkin yaklaşımlara ve borç portföyünün çevrilebilirliğine yönelik stratejiler geliştirmeyi ve uygulamayı içerir. Borçlanma ile ilgili anlaşmalar ve düzenlemeler bu işlevin faaliyet alanı içindedir. Bu işlev üç ayrı aşamaya bölünebilir; müzakere, borçlanma prosedürlerinin uygulanması ve borcun geri ödenmesidir (UNDP, 1997: 11).

Kontrol İşlevi: Bu işlev tanımlanması en zor işlevidir. Kayıtlama, analitik ve işlem işlevleri açık bir şekilde uygulandıkları halde kontrol işlevi bu üç işlev içerisinde gizlenir. Kontrol işlevi toplu düzeyde ve tek işlem düzeyinde farklı işlevlere sahiptir. *Toplu düzeyde kontrol/koordinasyon işlevi*; bu işlev operasyonel borç yönetiminin dış borç yönetimi ile uyum içerisinde olduğunu garanti etmesi açısından önemlidir. Kamu sektörünün veya bir ülkenin ne kadar borçlanabileceğinin çerçevesini belirleyen yasal sınırlamalarda kontrol/koordinasyon işlevi borçlanmanın

belirtilen sınırlar içinde yapıldığını garanti etmelidir. *Tek işlem düzeyinde kontrol/gözetim işlevi*; bu işlev daha çok müzakereler, borçlanmanın gerçekleşmesi ve geri ödeme gibi spesifik işlemlerle ilgilidir. Bu işlev sayesinde yeni borçlanmaların zamanında ve uygun bir şekilde yapılması, mevcut kurallar dahilinde gerçekleşmesi garanti altına alınır (UNCTAD, 1999: 7).

Borç yönetiminin işlevleri ve işlevlerin gerçekleşmesi ile ortaya çıkan sonuçlar Tablo 8’de özetlenmiştir.

Tablo 8: Dış Borç Yönetiminin İşlevleri ve Sonuçları

İDARİ BORÇ YÖNETİMİ	→	İDARE VE ORGANİZASYON
Politika İşlevi	→	Strateji
Düzenleme İşlevi	→	Yapı
Kaynak İşlevi	→	Personel ve Araçlar
OPERASYONEL BORÇ YÖNETİMİ	→	BORÇLANMA DİNAMİKLERİ VE UYGULAMA
<i>Pasif Yönetim</i>		
Kayıt İşlevi	→	Bilgi
Analitik İşlevi	→	Analiz
<i>Aktif Yönetim</i>		
Operasyon İşlevi	→	Operasyon
Kontrol İşlevi	→	Kontrol
Koordinasyon/Gözetim		

Kaynak: UNCTAD, 1999, s. 6.

2.2.3. Dış Borç Yönetiminin İlkeleri

Borç yönetiminin temel ilkeleri “Amaçlar ve Koordinasyon ile İlgili İlkeler”, “Şeffaflık ve Hesap Verilebilirlik ile İlgili İlkeler”, “Kurumsal Çerçeve ile İlgili İlkeler”, “Risk Yönetimine İlişkin İlkeler”, “Etkin Bir Devlet Kağıtları Piyasasının Gelişim ve Korunmasına İlişkin İlkeler” ve “İkincil Piyasalara İlişkin İlkeler” olarak sınıflandırılabilir. İdeal ve etkin bir borç yönetimine ulaşmada bu ilkeler temel belirleyicidir (Egeli ve Tandırcıoğlu, 2009: 17). Bu ilkeler Tablo 9’da sunulmuştur.

Tablo 9: Borç Yönetiminin Temel İlkeleri

Amaçlar ve Koordinasyon ile İlgili İlkeler
▪ Kamu borç yönetiminin temel hedefi devletin finansman ihtiyaçlarını ve ödeme yükümlülüklerini uzun dönemde minimum risk düzeyi ile uyumlu olarak karşılamaktır. ▪ Borç yönetimi merkezi hükümetin kontrol ettiği temel mali yükümlülükleri kapsamalıdır. ▪ Borç yöneticileri, maliye politikası danışmanları ve merkez bankası bürokratları borç yönetiminde, maliye ve para politikaları hedeflerine yönelik sorumluluğu paylaşmalıdır. ▪ Finansal gelişme düzeyi izin verdiği takdirde, borç yönetimi ve para politikası hedefleri ve hesap verilebilirlikleri birbirinden ayrılmalıdır. Ancak bu durum iki alan arasında hiçbir koordinasyon olmadan birbirlerinden izole bir şekilde çalışmalarını gerektirmemektedir. ▪ Borç Yönetimi, maliye ve para otoriteleri, hükümetin cari ve gelecekteki likidite ihtiyaçları hakkındaki bilgiyi birbirleriyle paylaşmalıdır.
Şeffaflık ve Hesap Verilebilirlik ile İlgili İlkeler
▪ Borç yönetimi ile ilgili maliye bakanlığı, merkez bankası veya ayrı bir borç yönetimi idaresi arasında yapılan görev dağılımı kamuoyuna açıklanmalıdır. ▪ Borç yönetiminin hedefleri açıkça tarif edilmeli, kamuya duyurulmalı ve yüklenilen maliyet ve risk önlemleri açıklanmalıdır. Kamuoyuna geçmiş, cari ve gelecek bütçe yılı faaliyetleriyle ilgili gerekli finansman ve hükümetin konsolide finansman pozisyon durumunu da içerecek şekilde bilgi verilmelidir. hükümet; nakit, vade ve faiz oranı yapılarını da içerecek şekilde borç stoku, kompozisyonu ve finansal varlığı ile ilgili bilgileri düzenli olarak yayınlamalıdır. Borç yönetimi faaliyetleri yıllık olarak dış denetim organlarıyla denetlenmelidir. ▪ Borç yöneticileri borçlanma maliyetlerini minimize etmek için borçlanma piyasasındaki belirsizliklerden ve tekelinde tuttukları ve özel sektör aktörlerinin ihtiyaç duyduğu teknik bilgilerden faydalanabilmelidir. Uzun dönemde devletin borç politikasının tahmin edilebilirliği ve şeffaflığı, borç ihale politikasındaki belirsizlikler üzerine konan risk primini azaltarak maliyetleri düşürebilmektedir. bunu sağlayacak temel unsurlardan birisi ihale takvimleridir.
Kurumsal Çerçeve ile İlgili İlkeler
▪ Borçlanma ile ilgili yasal çerçeve, borçlanma, re-f finansman, yatırım ve hükümet adına görüşmelerde bulunma yetkisini açık bir şekilde tarif edildikten sonra bunu tamamlayıcı bir kurumsal çerçeve belirlenmelidir. ▪ Borç yönetimine ilişkin kurumsal çerçeve iyi tespit edilmeli ve görev yükümlülüklerinin birbirine bağlılığı garanti edilmelidir. ▪ Yetersiz operasyonel kontrollerden kaynaklanan riskleri, yükümlülükleri ve açık bir gözetim ile kontrol politikaları ve raporlama ile ilgili düzenlemeleri de kapsayacak bir düzenlemeye gidilmelidir. ▪ Borç yöneticileri, yabancı para birimi ve kısa dönem veya dalgalı borçlardan kaynaklanan riskleri dikkatli bir şekilde değerlendirmeli ve yönetmelidir. Mali otoritelerin vadesinde yerine getirilmeyen finansal yükümlülüklerini mutlak bir kesinlikle karşılayabilmelerine olanak sağlayacak maliyet etkili nakit yönetimi oluşturulmalıdır.
Risk Yönetimine İlişkin İlkeler
▪ Borç yöneticilerine, hükümetin borç portföyünde mevcut olan tahmini maliyet ve risk arasındaki değişimi tanımlayabilecek ve bunu yönetebilecek bir çerçevenin geliştirilmesi gerekmektedir. ▪ Riski değerlendirmek için borç yöneticilerinin hükümetin ve genel olarak da ülkenin potansiyel olarak karşı karşıya bulundukları ekonomik ve finansal şoklar temelinde düzenli olarak borç portföyünün dayanıklılık testlerini uygulamaları gereklidir. ▪ Farklı olan faiz oranları ve döviz kurlarındaki hareketlerin tahmininden kar elde etmek amacı ile borç portföyünü aktif olarak yönetmeye çalışan borç yöneticileri, yüklenilen riskin farkında olmalı ve faaliyetlerinden dolayı hesap verebilmelidir. ▪ Borç yöneticileri borçlanma kararları alırken, şarta bağlı yükümlülüklerin devletin mali pozisyonu üzerindeki etkilerini de göz önünde bulundurmalıdır.
Etkin Bir Borçlanma Senetleri Piyasasının Gelişim ve Korunmasına İlişkin İlkeler

▪ Uzun dönemde maliyet ve riski en aza indirmek için; borç yöneticileri politika ve faaliyetlerin etkin devlet borçlanma senetleri piyasasının gelişimi ile uyumlu olduğundan emin olmalıdır. ▪ Devlet, iç ve dış yükümlülükleri açısından geniş bir yatırımcı tabanına ulaşmalıdır ve yatırımcılara eşit şekilde davranmalıdır. ▪ Birincil piyasadaki borç yönetimi işlemleri şeffaf ve tahmin edilebilir olmalıdır. ▪ Borçlanma mümkün olduğunda rekabetçi ilkeler ve sendikasyonları da içerecek biçimde piyasa temelli mekanizmaları kullanılmalıdır.
İkincil Piyasalara İlişkin İlkeler
▪ Hükümetler ve merkez bankaları geniş piyasa şartlarında etkin olarak işleyebilecek esnek ikincil piyasaların gelişimini teşvik etmelidir. Devlet borçlanma senetlerini de içeren finansal piyasa işlemlerini gerçekleştirecek ve netleştirecek sistemleri etkili olarak uygulanmalıdır. ▪ Borç yöneticileri ikincil piyasalara ilişkin önlemleri almakla ve korumakla yükümlü olmaktadır. Çünkü Devlet borçlanma senetleri için aktif ve verimli bir ikincil piyasa, devlet tahvillerinin yatırımcılar açısından cazibesini sıfır maliyetle arttırmaktadır. ▪ Her işlemde muhtemel en iyi vadeye ulaşmayı ve böylece belirli vadeler dahilinde tedavülde olan devlet borcunun maliyetini minimize etmeyi içerecek şekilde düzenlenmelidir. ▪ İşlemlerinin piyasaya etkisini minimize etmek ve para politikası otoriteleri ile borç yönetimi arasında koordinasyonu sağlamak temelinde inşa etmelidir. ▪ Genel manada finansal piyasanın gelişimine katkıda bulunmalıdır.

Kaynak: Egeli ve Tandırcıoğlu, 2009, s. 18-19.

Borç yönetiminin temel ilkeleri dikkate alındığında etkin bir borç yönetiminde dikkat edilmesi ve bulunması gereken unsurları aşağıdaki gibi sıralamak mümkündür (Magnusson ve Bergström, 2000; Wheeler, 2000: 147):

- Hükümetler borç yönetiminin amaçlarını açık ve net bir biçimde ortaya koymalıdır. Bu amaçlar borç portföyünün maliyet ve risklerini de içermeli, iç borç piyasasının geliştirilmesine katkıda bulunmalı ve kamuoyuna duyurulmalıdır.
- Hükümetler bu amaçlara ulaşabilmek için spesifik stratejiler geliştirmelidir.
- Hükümetler onaylanmış stratejiyi hayata geçirecek borç portföyünün içerdiği risklerin yönetimi amacıyla ilkeler bütününe belirlemelidir. Bu ilkeler de kamuya açıklanmalıdır.
- Hükümetler finansal risklerin yönetimine yönelik alternatif stratejilerin maliyet ve risklerini hesaplayabilecek uygun modeller geliştirmelidir.
- Devlet iç borçlanma senetlerinin uygun bir şekilde satılmasına ve borçlanma raporlarının düzenli bir şekilde yayımlanmasına gayret göstermelidir.
- Hükümetler açık şartlı yükümlülüklerini tam olarak duyurmalı ve bütçelerindeki tahmini kayıpları hakkında öngöründe bulunmalıdırlar.

- Finansal garantiler en azından uzun vadede kendi maliyetini karşılama ihtimali yüksek olan projelerin finansmanında kullanılmalıdır.
- Hükümetler finansal garantilerin içerdiği kredi riskinin bir kısmını diğer piyasa katılımcılarıyla birlikte üstlenmelidir.
- Hükümetler bir finansal garanti sağlamaya karar vermeden önce kredi riskinin değerini belirlemeli ve fiyatlamalıdır.
- Hükümetlerin borç yöneticileri, maliye politikası danışmanları ve merkez bankası görevlileri; borç yönetimi politikası, para politikası ve maliye politikasına yönelik olarak belirlenen politika amaçları hususunda aynı yaklaşımı paylaşmalıdır.
- Her bir alan ile yükümlü yöneticiler diğer makro ekonomik amaçları baskı altına alabilecek kararların farkında olmalıdır.
- Hükümetler borç yönetiminin amaçlarının netleştirilmesi ve borç yönetimi politikası ile para politikası hususundaki hesap verilebilirliği birbirinden ayırmak için güçlü kurumsal düzenlemelere girmelidir.
- Hükümetler borç yönetimi için güçlü bir yasal çerçeve oluşturmalıdır. Bu çerçeve devlet adına kimlerin borçlanabileceğini, yatırım yapabileceğini ve diğer finansal işlemleri yapabileceğini açıkça tanımlamalıdır. Yasal düzenlemeler özerk borç yöneticilerine konumlarına uygun düzeyde bir yetki devri ile de desteklenmelidir.
- Borç yönetimi yükümlülükleri mümkün olduğunca merkezileştirilmeli ve farklı hükümet kurumları arasında dağılımı önlenmelidir.
- Operasyonel riski azaltmak amacıyla borç yönetimi biriminde güçlü bir risk izleme ve kontrol çevresi olmalıdır.

2.2.4. Dış Borç Yönetiminin Amaçları

Borç yönetimi, devlet borçlarının etkin bir şekilde yönetilmesi için bir strateji geliştirilmesi ve yürütülmesi sürecidir. Bu süreçte, devletin finansman maliyetinin uzun vadede minimize edilmesi amaçlanır. İyi bir borç yönetiminin temel amaçları, kamu dışı sektörlerden kamu kesiminin borçlanma gereği kadar finansman sağlama,

uzun vadede risk primini ve dolayısıyla maliyeti¹⁰ minimize etme ve para politikasıyla eşgüdömlü bir borçlanma programı yürütme olmalıdır (Gray, 1996: 4).

Kamuoyunun güvenini kazanmış iyi bir borç yönetimi, ekonomi alanında sıkıntılar yaşayan bir ülkenin içinde bulunduğu yüksek reel faiz ve kısa vade sarmalından kurtulmasını sağlayabilecek önemli anahtarlardan biridir. Borç yönetiminin temel amaçlarını şu şekilde sıralayabiliriz (DPT, 2001: 123);

- Devletin borçlanma ihtiyacını karşılamak,
- Devletin finansal pazarlara girişini sağlamak,
- Uzun dönemde borçlanma maliyetlerini en aza indirmek,
- Devletin borçlanması sırasında belirsizlik ve belirsizlikten doğan risk primini ortadan kaldırarak pazar etkilerini minimize etmek,
- Borçlanma enstrümanlarının çeşitliliğini sağlamak ve yatırımcı tabanının genişletmek,
- Devlet kâğıtlarının ikinci el piyasalarda etkin kullanımını sağlamak ve ikincil piyasaların gelişmesine katkıda bulunmak,
- Kısa ve uzun vadeli borçlanmaya gidilirken, vadesi dolan borçların finansmanı ve ödeme dönemlerinin birbiriyle çakışmaması ya da piyasadaki kaynakların devlette toplanmasını engelleyecek şekilde borçlanmaya gidilmesi amacıyla vade yapısında denge sağlamak,
- Hane halklarının tasarruf güdüsünü artırmak,
- Kamu mali birimlerinin mali gereklilikleri ve borç düzeylerini gerçekçi biçimde bilmeleri için gerekli rasyoları sağlıklı şekilde belirlemek,
- Ekonomik krizleri önlenmek,
- Ekonomik istikrarı sağlamak,
- Para-borçlanma programının koordinasyonunu ve para politikası ile uyum sağlamak.

¹⁰ Maliyet tanımını iki şekilde yapmak mümkündür. Borç yönetiminden kaynaklanan maliyetler: Dış borç yerine iç borçlanmanın tercih edilmesi ya da sabit faiz yerine değişken faizli enflasyona endeksli, bono/tahvil ihraç edilmesi dolayısıyla bunların getirdiğı birbirinden farklı olması maliyet unsuru ortaya çıkarmaktadır. Piyasadaki fiyat hareketlerinden kaynaklanan maliyetler: Borçlanmanın faiz ve kurlardaki değişimler nedeniyle borç yükünün değişmesidir

2.2.5. Dış Borç Yönetiminin İşlevsel Yapısı

Daha önce belirtilen işlevlere sahip dış borç yönetiminin etkin olabilmesi ve iyi işleyebilmesi, bu işlevler temelinde örgütlenmiş dış borç yönetimi yapısını gerektirmektedir. Borç yönetiminden sorumlu birim ve kurumların belirlenmesi borç yönetiminin idari yapısının da tesisi açısından önemlidir. Borç yönetiminden sorumlu birimlerin görevleri ülkeden ülkeye farklı olmakla beraber temelde üç aktiviteyi içermektedir. Bunlar; (1) Borç yönetim politikasının ve stratejisinin belirlenmesi, (2) Politika oluşturulmasına temel teşkil edecek makro ekonomik projeksiyonlar ve analizler yapılması ve (3) Dış borç anlaşmalarının yapılması ve bunlarla ilgili bilgilerin kayıt altına alınmasıdır (Sarı, 2004: 36).

Husain (1990)'a göre, dış borç yönetiminin işlevsel yapısında beş temel unsur ön plana çıkmaktadır. Bunlar; politika tespit komisyonu, kontrol birimi, danışma birimi, operasyon birimi ve istatistik-muhasebe birimidir (Bal, 2001: 78-79).

Politika Tespit Komitesi: Bu komite, dış borçlarla ilgili farklı devlet birimlerinin faaliyetlerinin koordinasyonunun sağlanması ve borçlanma politikalarını tespit etmekle yükümlüdür. Bu yükümlülük, özel sektör borçlanmalarının izne bağlı olup olmayacağı veya serbesti derecesinin ne olacağını da belirlemelidir.

Kontrol Birimi: Politika tespit birimine doğrudan bağlı olarak çalışan bu birim, borçlanmanın onaylanması, limitler konulması, analizler yapılarak borç servis yükünün ve borçlara ilişkin diğer boyutların araştırılması gibi faaliyetleri yürütmelidir. Politika tespit birimince bildirilen konuların operasyon birimi tarafından uygulanmasına rehberlik etmek ve uygulanmasını sağlamak da görevleri arasındadır. Ayrıca yeni borçlanmaları ve etkilerini sürekli olarak değerlendirmek, projeksiyonlar yapmak ve rezerv yönetimine yardımcı olmak yine bu birimin işlevidir.

Danışma Birimi: Bu birimin başlıca görevleri, uluslararası finansal piyasalardaki eğilimleri ve gelişmeleri izlemek, farklı finansman tiplerini ve bunların uygulanabilirliğini ülke açısından araştırmaktır. Bu birim ülkenin soz konusu piyasalara giriş, borçlanma kapasitesi, borç verenlerin özellikleri ve maliyetleri araştırabilir. Bu çerçevede ilgili birimlere gerekli enformasyonu sağlar.

Operasyon Birimi: Bu birimin görevi, borçlanma anlaşmalarını müzakere etmek, değerlendirmek ve gerekli raporları hazırlamaktır. Borçlanma anlaşmaları ile ilgili her türlü işlemi yürütmek, gerektiğinde rehber birimlerle temasa geçerek işlemlerin devamını sağlamak gibi görevler üstlenir.

İstatistik-Muhasebe Birimi: Tüm borç anlaşmalarının tescilini yapmak, bunların her birine ait bilgilerin kaydını yapmak ve bu kayıtları tutmak, projeksiyonlar hazırlamak ve raporlar üretmek gibi işlevlere sahiptir.

2.2.6. Dış Borç Yönetim Yapısı ve Birimleri

Dış borç yönetimi dış borçlarla ilgili çeşitli sorumluluklara sahip devlet organlarının bir araya getirilmesi ve koordinasyon içinde çalışmalarını gerektirmesi nedeni ile kamu yönetiminin ve ekonomi politikalarının karmaşık bir boyutunu oluşturur. Dış borç yönetiminin temel amacı ise, cari dış finansman imkânlarının ülkeyi gelecekte bir ödemeler bilançosu krizine veya devlet bütçe sorunlarının hızla artmasını önleyecek şekilde kullanılabilmesini sağlamaktır. Bu amaçlara ulaşmada dış borç yönetim işlevlerinin sağlıklı bir şekilde yerine getirilmesi büyük önem taşımaktadır. Söz konusu işlevleri yerine getirecek birimlerin kamu yönetimi organizasyonu içerisindeki yerleri, görev tanımları ve sınırları ile bunları belirleyen hukuksal-kurumsal boyutlar dikkatle belirlenmiş olmak zorundadır. Bu zorunluluk dış borç yönetim sisteminin başarılı olabilmesinde temel taşı konumundadır (Bal, 2001: 81).

Dış borç yönetiminin etkinliğinin sağlanmasında temel koşul, ekonomik gelişmeleri dikkate alarak para ve maliye politikaları ile uyumlu sürdürülebilir bir borçlanma politikasının izlenmesidir. Borçlanmanın temel amacı bütçenin finansmanı olduğundan yasal olarak borçlanacak kurumun bütçenin uygulanması nedeniyle parlamentoya hesap verecek kurum olması gerekmektedir. Çeşitli ülkeler içinde borç yönetimine katılan kurumlar şöyle sıralanabilir (Yılmazcan, 2003: 247); (1) Merkez Bankası, (2) Maliye Bakanlığı veya bazı ülkelerde Hazine Bakanlığı, (3) Borç Yönetim Ofisi (4) Borsa ve (5) Borç Danışma Grubu gibi birimlerden oluşmaktadır.

Borç yönetiminin merkez bankasına bağlanmasını savuna görüşe göre borçlanma yetkisi; yalnızca, para yönetiminden sorumlu kuruluş (genellikle merkez bankası) tarafından kullanılabilmelidir. Borç yönetiminin merkez bankasınca gerçekleştirilmesinin bir takım sakıncalara sahip olması borç yönetiminin merkez bankasından ayrılarak ilk etapta maliye bakanlığına bağlanmasına neden olmuştur. Bunun en önemli sebeplerinden biri de merkez bankasının borç yönetimini para politikası ile beraber yürütmesinde karşı karşıya kalabileceği bazı sorunların olduğudur. Bu sorunlar (Currie, Deither ve Togo, 2003: 13): (1) Merkez bankası dahili borç portföyünde ters etkiye sahip olacağı için enflasyon baskısını kontrol etmeye yönelik faiz oranlarını arttırmakta gönülsüz davranabilir, (2) Merkez bankası borçlanmanın gerçekleştirildiği faiz oranlarını düşürmek için finans piyasalarını manipüle etme veya nominal borcun değerini arttırma dürtüsüyle hareket edebilir veya (3) Merkez bankası refinansman öncesinde piyasaya likidite enjekte etme dürtüsüyle hareket edebilir yada para politikasının durumuna göre borç profilinin vade yapısını değiştirmeye yönelebilir.

Borç yönetiminin maliye bakanlığına bağlı olmasını savunan görüşlere göre ise yasal açıdan sadece maliye bakanı borçlanma yetkisine sahip olmalıdır. Bu bakımdan maliye bakanı ve merkez bankası gibi diğer kurumların borçlanma hususundaki konumları ilgili yasa da tanımlanmalıdır (UNITAR, 1999: 7).

Borç yönetiminin Maliye (Hazine) bakanlığına yada merkez bankasına bağlanmasını savunanların sahip olduğu ortak görüş her koşulda iki kurum arasındaki koordinasyonun sağlanmasıdır. Hazine hükümetin nakit ihtiyacı ve açığı konusunda detaylı bilgiye sahipken, merkez bankası, bankacılık faaliyetleri, borçların döndürülmesi ve mali piyasa bilgilerine doğrudan erişim olanağına sahiptir. Her iki kurumun sahip oldukları bilgilerin bileşimi ve anlamlı bir şekilde paylaşımı konusunda etkin bir koordinasyonun sağlanması, likidite tahminlerinin daha gerçekçi olarak yapılması açısından önemlidir (Emil ve Gelberi, 1996: 53).

Maliye bakanlığı veya merkez bankası arasında bir tercih yapılması halinde, siyasi iradeyi temsil etmesi, diğer kamu harcama ve gelirlerinin yönetiminde söz sahibi olması nedeniyle maliye bakanlığının merkez bankasına nazaran daha ağır bastığı gözlemlenmektedir. Ancak yetki hangi birimde olursa olsun kurumlar

arasında koordinasyon sağlanması, uygulamaların ve mevzuatın sürekli revize edilerek yeniden düzenlenmesi gerekmektedir (Egeli ve Tandırcıoğlu, 2009: 27).

Şeffaflığa yönelik eğilimlerden biri de bağımsız borç yöneticilerinin atanması eğilimidir. Bu yöneticiler yalnızca hükümetin borçlanma gerekliliklerini yerine getirme amacıyla merkez bankası ve maliye bakanlığının etki alanı dışında çalışırlar. Günümüzde birçok ülke (İrlanda, İngiltere, İsveç ve Yeni Zelanda gibi) etkin borç yönetimini gerçekleştirmek için, borç yönetim ofisi yapılanmalarına gitmiştir. Borç yönetim ofisi genel olarak, borçlanmadan sorumlu bir birim olarak ifade edilebilir. Borç yönetim ofisleri yapılandırılırken; borç yönetiminin politik baskılara maruz kalmaması, borç yönetiminde çalışacak personelin yeterli olması ve etkin bilgi sisteminin gerçekleştirilmesi büyük önem taşımaktadır. Borç yönetim ofisleri; Hazine ya da Maliye Bakanlığı bünyesi içinde veya bünye dışında özerk olarak yapılanmaktadır. Her ne kadar ülkelerde kuruluş yapıları farklı olsa da ofisler kamu borcunu izlemekten, borçlanma yapısından, borçlanmaya bağlı olarak ortaya çıkabilecek riskleri yönetmekten, borçlanma stratejisini oluşturmaktan, kamu garantili koşullu yükümlülükleri izlemekten ve nakit yönetiminin sürdürülmesinden sorumludur.

Borç yönetiminin maliye bakanlığına ya da merkez bankasına bırakılması akademisyenler ve uygulamacılar açısından sıklıkla tartışılırken, bağımsız organ diğer iki alternatif kadar ön planda tutulmamaktadır. Çünkü borç yönetiminin özerkliği amaç özerkliğinden ziyade araç özerkliği şeklindedir. Amaç siyasi irade tarafından ortaya konulmakta iken araçlar borç yönetiminden sorumlu birim tarafından yerine getirilmektedir (Egeli ve Tandırcıoğlu, 2009: 27).

2.2.7. Dış Borç Yönetimine Yönelik Yaklaşımlar

Bretton Woods sabit kur sisteminin kullanılmaya başlandığı 1940'lı yılların başlarından, esnek kur sistemi uygulamasına geçildiği 1970'li yılların başlarına kadar döviz kurları ve faizlerdeki dalgalanmaların yok denecek kadar az olması, dolayısıyla da finansal risklerin fazla önemsenmemesi nedeniyle dünya ekonomisi finansal risk yönetim tekniklerini tanıma olanağı bulamamıştır. 1970'li yılların başlarında dünya ekonomilerinde meydana gelen önemli gelişmeler sonucunda, önceki istikrarlı

dönemin süratle bozulması, batılı işletmelerin bir anda finansal risk yönetimi konusunda hassasiyet göstermelerine neden olmuştur. Sabit kur sisteminin terk edilmesiyle birlikte döviz kurları ve faiz oranlarındaki dalgalanma boyutları da artmış, özellikle uluslararası alanda faaliyet gösteren banka ve firmalar güç durumda bırakmıştır. Bu işletmeler, uluslararası ödemelerinde, kredi ilişkilerinde, borç ve alacaklarında yabancı paraların milli paralar karşısındaki olabilecek değişimlerden kaynaklanabilecek mali zararlarla karşı kaşıya kalmışlardır. Bu nedenle de finansal çevreler döviz kuru ve faiz oranlarındaki bu dalgalanmalardan kaynaklanan riskleri en aza indirmek, öte yandan bu dalgalanmalardan kâr edebilmek için önemli mali araçlar geliştirmişlerdir. Mali piyasalarda risk ölçüm ve yönetimi, 1973 yılında Bretton Woods Sisteminin yıkılması ile önem kazanmaya başlamıştır (Erdoğan, 1995: 113).

Dalgalı kur sistemine geçilmesi ve buna paralel olarak mali araçlardaki çeşitliliğin artması, özellikle de türev piyasalarının gelişmesi, uluslararası piyasalardaki küreselleşme, dünya çapında yatırım yapılabilir fonların artması ve buna bağlı olarak volatilitedeki büyük artış risk kavramında önemli gelişmelere neden olmuştur (Serdengeçti, 1999: 83). Risk yönetiminin günümüze kadar gelişimine baktığımızda önceleri modern risk yönetim yaklaşımları, başlangıçta, finansal kurumlar tarafından faiz oranlarındaki beklenmedik düşüşlerin doğurduğu, faiz gelirlerini azaltıcı etkileri gidermek amacıyla kullanılmıştır. Risk yönetimi daha sonra gelişerek; kur risklerini ve mal fiyatlarındaki değişimlerden kaynaklanan riskleri de kapsayan bir şekilde, kâr amacı taşımayan kurumlar tarafından da uygulanır duruma gelmişlerdir. Kur, faiz ve fiyatlardaki dalgalanmalar, yalnızca kâr amacı güden kuruluşlar açısından değil; devlet kurumları ve kâr amacı gütmeyen kuruluşlar açısından da önemli ölçülerde risk nedeni olabilmektedir. (Sayılğan, 1995: 325-326).

Geleneksel borç yönetim yaklaşımlarına göre daha avantajlı olan modern borç yönetim yaklaşımları, daha az maliyetle daha esnek kullanılma olanaklarıyla risk yönetiminde önemli gelişmelerin yaşanmasına neden olmuştur. Risk yönetim teknikleri, finansal uygulayıcılara önemli avantajlar sağlamasının yanında, piyasada işlem yapanların, herhangi bir ekonomik göstergeye ilişkin öngörülerinin, önceden belirgin bir şekilde açıklanmasını sağlayarak, geleceğe ilişkin beklentilerin, bir

ölçüde aşırı sapmalar göstermesine engel olmakta; böylece piyasalara istikrar kazandırıcı bir rol oynamaktadır (Sayılın, 1995: 326).

2.2.7.1. Geleneksel Dış Borç Yönetim Yaklaşımları

Etkin bir dış borç yönetimi borç servislerinin yeni bir borçlanmaya gitmeden yapılabilmesini sağlayarak, ülke ekonomisi için daha yüksek bir gelir seviyesi hedeflerken, yükümlülüklerin yönetilmesinde faiz ve kur riskinin dış borç ödemelerini olumsuz etkilememesini sağlamaya çalışır. Yakın bir döneme kadar GOÜ'lerin borç yönetiminde etkinliği sağlamakta kullandıkları araçlar sınırlıydı. Geleneksel dış borç yönetim yaklaşımları olarak bilinen bu araçlar borç yönetiminde etkinliği sağlamakta yetersiz kalmışlardır. Bu yaklaşımlarla yapılmak istenen ülke döviz giderlerinin döviz gelirleriyle paralelleştirilmesine çalışılmasıdır. Böylece bir tarafta oluşan olumlu veya olumsuz dalgalanma diğer tarafta da aynı yönde bir etki yaratarak korumayı kendiliğinden gerçekleştirecektir. Çoğunlukla ülkenin döviz gelir ve giderlerinin paralelleştirebilmek için kullanılan yöntem ülke döviz gelirleri cinsinden dış borçlanmanın yapılmaya çalışılmasıdır. Ancak GOÜ'lerin istedikleri döviz cinsinden borçlanabilme yetenekleri oldukça sınırlıdır (Bal, 2001: 134).

Bunlara ek olarak, yeni borçlanmalara gitmek, rezervlerin miktarını yüksek tutmak ve kompozisyonunu çeşitlendirmeye çalışmak, cari işlemler fazlası verecek politikalar uygulamak, ihracat gelirlerini arttırıcı faaliyetlerde bulunmak diğer geleneksel dış borç yönetimi uygulamalarındandır. Diğer yaygın bir uygulama ise, GOÜ'lerin, dış borçlarının ikili ve çok yanlı bağış unsuru yüksek, vade ve geri ödemesiz dönemi uzun borçlanmalar dışındaki diğer kredi türlerini kullanmamak için çeşitli yasal ve kurumsal kısıtlamalara başvurusıdır (Bal, 2001: 135) Bundan başka, dışa kapalı politikaların uygulanması, resmi çok yanlı ve ikili anlaşmalar ile şeker, kahve ve diğer bazı ürünlerin fiyatlarını istikrarlandırıcı anlaşmaların yapılması, IMF'nin dengeleyici ve telafi edici finansman kolaylıkları uygulaması bu tür riskleri azaltmaya çalışmaktadır (Ayaş, 1993: 10).

Bahsedilen geleneksel yaklaşımlar, genellikle birçok içsel sorunları taşıyan ve elde edilebilirliği zor ve sınırlı olan uygulamalardır. Ayrıca, bu uygulamaların dışsal riskleri yönetebilmede etkinlikleri de tartışma konusudur. Bu yaklaşım bir ülkenin

dış ticaret akımlarında ağırlıklı olan para birimi üzerinden borçlanması önerir. Basitleştirici bir örneğe göre, bir ülke sadece bir mal ihraç ediyorsa ve bu ihracattan gelirleri sadece bir para birimi üzerindeyse bu para birimi cinsinden borçlanmak, o ülke için en az riskli olan olacaktır. Pratikte ise döviz gelirlerinin kompozisyonu çerçevesinde kur riskini minimize edecek bir dış borç stratejisi kurmak oldukça zor görülmektedir (Pehlivan, 1994: 55).

Ancak, GOÜ'ler için bu tür geleneksel yaklaşımları kullanarak döviz gelirleriyle döviz giderleri arasından bir paralellik kurmaya çalışmak, bu ülkelerin döviz gelirleri elde etme konusunda yeterince esnekliğe sahip olmamaları yüzünden çok kolay değildir. Bu konuda ilk akla gelen uygulamalardan ihracatın ve dış kredi piyasalarının çeşitlendirilmesi, rezerv birikiminin sağlanması gibi konular uzun zaman alan ve pek yaygınlaşamayan uygulamalar olmuştur. GOÜ'ler dış borç kaynakları açısından yeterince alternatifte sahip olmadığından çoğu kez piyasada mevcut olan kredilerle yetinmektedir (Sarı, 2004: 39-40).

2.2.7.2. Modern Dış Borç Yönetim Yaklaşımları

Geleneksel yaklaşımların etkin borç yönetimi açısından yetersiz kalması nedeniyle modern borç yönetim yaklaşımlarının GOÜ'lerde uygulanması gündeme gelmiştir. 1990'lı yılların başından itibaren GOÜ'lerin en azından bir bölümünün (yüksek-orta gelirli GOÜ'ler) modern dış borç yönetimi yaklaşımları konusunda yeni arayışlar içinde oldukları bilinmektedir. 1970'li yıllardan itibaren, başta çok uluslu şirketler olmak üzere hemen hemen tüm gelişmiş ülke kuruluşları ve kamu yönetimlerinin Hazine bölümlerinin en önemli işlevlerinden biri finansal risklere karşı modern borç yönetim yaklaşımlarının geliştirilmesi ve kullanılması olmuştur. Bu süreçte IMF ve Dünya Bankası gibi kuruluşlar bu yaklaşımların kullanılmasının yaygınlaştırılması konusunda GOÜ'lere destek olmuşlardır (Kırım, 1992: 2).

Modern dış borç yönetim yaklaşımları diye kastedilen şey modern risk yönetim yaklaşımlarının dış borç yönetimlerine uygulanmasıdır. Aktif-pasif yönetimi, varlık-yükümlülük yönetimi veya borç-alacak yönetimi olarak literatürde adlandırılan bu yaklaşımların özü, söz konusu yaklaşımların GOÜ'ler dış borç yönetimleri sürecinde aktif olarak kullanılabilmesi ve bu yöndeki çabalar bütünüdür.

Varlık ve yükümlülük yönetimi, piyasalardaki her türlü dalgalanmanın bir ülkenin varlık ve yükümlülük nakit akım yapısında yol açacağı olumsuzlukları minimize etmek, aktif ve pasifler arasındaki farkı söz konusu dalgalanmalara karşı duyarsız bir hale getirmek ve risk yönetimi ile gelecek planların güvence altına alınması için gerçekleştirilen bir yöntemdir. Bu yöntemde izlenen süreç; performans değerlendirmesine kaynak teşkil edecek bir hedef fonksiyonun belirlenmesi, hedef fonksiyonun riske maruz kalma derecesinin ölçülmesi, kabul edilebilir bir riske maruz kalma derecesinin belirlenmesi ve riskten korunma yöntemlerinin seçimi ve bunun yönetimi şeklinde sıralanabilir (Bal, 2001: 140-141).

GOÜ'ler dış borç yönetim süreçlerinde modern dış borç yönetim yaklaşımları olarak varlık-yükümlülük yönetimi yaklaşımlarını kullanmaktadırlar. Bu yaklaşımlar piyasa tabanlı enstrümanlar olarak ifade edilmektedir. Dış borçların yönetimi sürecinde karşı karşıya kalınan risklerin tamamen ortadan kaldırmak neredeyse imkansızdır. Risk yönetim sürecinde önemli olan konu, karşı karşıya kalınan riskleri makul düzeye indirmektir. Karşı karşıya kalınan riskleri minimize etmenin çeşitli yöntemleri vardır. Risklerden korunmayı sağlayan bu enstrümanlara "Hedging" teknikleri de yada türev finansal ürünler denilmektedir. Türev finansal ürünler kullanılarak, karşı karşıya kalınan riskleri azaltmak, hatta maruz kalınan riskin yönünü değiştirmek mümkün olabilmektedir. Kavram olarak korunma anlamına gelen Hedging, varlık-yükümlülük yönetiminin bir alternatifi olmaktan ziyade bu yönetim sürecinde kullanılan teknikler olarak karşımıza çıkmaktadır. Hedging, varlık-yükümlülük yönetimi veya modern dış borç yönetimi yaklaşımları olarak ifade ettiğimiz tüm bu yaklaşımlarda, en yaygın olarak kullanılan enstrümanlar; forward sözleşmeleri, vadeli işlem (futures) sözleşmeleri, opsiyon sözleşmeleri ve takas (Swap) anlaşmalarıdır. Bu tekniklerin temel özellikleri Tablo 10'da özetlenmeye çalışılmıştır.

Tablo 10: Türev Finansal Ürünler ve Temel Özellikleri

FİNANSAL ARAÇLAR	TANIMLARI	AVANTAJ VE SINIRLARI
FORWARD	- Belirli bir aktifin gelecekteki bir tarihte önceden belirlenen bir fiyattan satın alınması veya satılması konusunda yapılan anlaşmadır. - Tipik kullanım amacı, gelecekteki bir fiyatı bugünden zıt yönlü gelişmelere karşı kilitlemektir. - İşlemler modern iletişim araçları ve brokerler aracılığıyla yapılmaktadır.	- Başlangıçta nakit transferleri gerekmemekte, transfer sadece vade sonunda yapılmaktadır. - Kredi riski içermektedir. - Spesifik hedging ihtiyaçları için hazır anlaşmalar mevcuttur. - Genellikle bir yıla kadar olan kısa vadeli anlaşmalar yapılmaktadır.
FUTURES	- Belirli bir aktifin gelecekteki bir tarihte önceden belirlenen bir fiyattan satın alınması veya satılması konusunda yapılan anlaşmadır. - İşlemler uluslararası piyasalarda geçerli olan dövizler ve takas odası sistemleri aracılığıyla yapılır. - Anlaşma şartları (miktar, cins, teslimi vb.) genellikle standarttır. - Günlük nakit akışlarını gerektiren kârlar ve zararlar günlük olarak tespit edilir. - Marjinin başlangıçta yatırılması gereklidir. - Tipik kullanım amacı, gelecekteki bir fiyatı bugünden zıt yönlü gelişmelere karşı kilitlemektir.	- Başlangıç olarak marjin (teminat) için bir nakit transferi gereklidir. - Günlük nakit transferi gereklidir. - Kredi riski minimumdur. - Hazır kontratlar bulunmamaktadır. - Genellikle bir yıla kadar olan kısa vadeli anlaşmalar yapılmaktadır. - Bazı türdeki kontratlar için futures piyasaları forward piyasalardan daha aktiftir. - Başlangıçtaki bir pozisyon çabuk ve kolayca tersine çevrilebilir veya kapatılabilir.
OPSİYON	- Belirli bir aktifi önceden belirlenmiş bir fiyatla, belli bir tarihte (veya o tarihten önce) alma veya satma hakkıdır. - İşlemler modern iletişim araçları ve genellikle brokerler aracılığıyla yapılmaktadır. - Genel kullanım amacı, fiyatlar için bir taban veya tavan belirlenmesidir. - Genellikle bir yıla kadar olan kısa vadeli anlaşmalar yapılmaktadır.	- Bir opsiyon anlaşmasının satın alıcısı, zararlar için bir maksimum limit koyabilirken, olumlu fiyat değişimleri avantajını sağlayabilecek fırsatları açık tutabilmektedir. - Opsiyon alıcısı, başlangıçta opsiyon maliyetini yansıtan bir prim ödemesi yapmak zorundadır. - Opsiyon alıcısı, opsiyon satıcısının kredi riski ile karşı karşıyadır (opsiyon alıcısı hak sahibi iken, satıcısı yükümlülük sahibidir). - Spesifik hedging ihtiyaçları için hazır anlaşmalar mevcuttur.
SWAP	- Belirli sabit aralıklarla spesifik nakit akışlarının değiştirilmesine yönelik anlaşmadır. - Bir dizi forward anlaşması bir program dahilinde sıralanmaktadır. - İşlemler modern iletişim araçları ile brokerlar aracılığıyla yapılmaktadır. - Tipik kullanım amacı, gelecekteki fiyatların uzun bir	- Başlangıçta bir nakit transferine ihtiyaç yoktur. - Kredi riski içermektedir. - Spesifik hedging ihtiyaçları için hazır anlaşmalar mevcuttur. - Anlaşmalar bir yıldan on yıla kadar uzayan orta ve uzun vadeli dönemler için

Kaynak: Bal, 2001, s.145-146.

2.2.7.2.1. Takas (Swap) İşlemleri

Borç yönetimlerinin risk yönetim süreci kapsamında kullanabilecekleri olanaklardan birisi de takas işlemleridir. En genel anlamı ile takas (swap), iki taraf arasında, önceden belirlenen gelecekteki bir tarihte, mali sorumlulukların karşılıklı değişimidir. Bir başka deyişle takas; döviz kurları ve faiz oranları riskine karşı geliştirilen, fon kullanıcılarına farklı piyasalardaki uygun fonlara erişebilme, bu fonların uygun kullanımını sağlama, riski azaltma ve sabit faizli bir fonu değişken faizli bir fonla değiştirme imkanı veren finansal bir tekniktir (Bal, 2001: 148).

Diğer bir tanıma göre; kuruluşların farklı piyasalar arasında arbitraj yapmalarına olanak tanıyan, iki yada daha çok tarafın farklı piyasalarda farklı kredi değerliliğine sahip olmaları nedeniyle, piyasalardaki rekabetçi üstünlüklerin tarafların her birinin yararına olacak şekilde kullanılması amacıyla, önceden belirlenen ödeme planlarının karşılıklı değiştirildiği finansal işlemlerdir. Taraflar arasında belirli ödeme akışlarının yerine getirilmesi konusunda yükümlülükler takas edilmektedir. Takas sözleşmeler, çoğunlukla bir spot ve bir vadeli işlemin aynı anda yapılması ile gerçekleşir. Ancak bir takas işlemi vadeleri farklı iki ayrı vadeli işlemi de içerebilmektedir (Özalp, 2003: 37).

İki işletmenin birbirlerinin nakit akışlarını belirli bir süre için değiş tokuş etmek amacıyla yaptıkları yasal bir sözleşme olan takas işlemleri borçlanma maliyetini düşürmek, döviz kuru ve faiz oranı değişimlerinin yarattığı risklere karşı korunmak, pasif varlıklar portföyüne esneklik kazandırabilmek veya borçlanma maliyetini azaltabilmek için geliştirilen bir finansal tekniktir. Takas işlemleri yapı itibarıyla iki ana gruba ayrılırlar. Bunlar; faiz takasları ve döviz takaslarıdır. Ancak faiz takasları günümüzde gerçekleştirilen takas sözleşmelerin büyük bir kısmını oluşturmaktadır.

Faiz Takası: Kredi değerliliği farklı iki firmanın, aynı ya da eş değer tutarda, fakat faiz koşulları değişik olan borçlarının gerektirdiği faiz ödemelerini, belli süre değiştirmeleri şeklinde gerçekleşir. Başka bir deyişle, faiz takas işleminde sabit faizi değişken faize, değişken faizi sabit faize, libor'u prime rate'e veya prime rate'i

libor'a çevirmek şeklinde, faiz ödemelerinin niteliğini değiştirerek borç ödemelerinin yapısını değiştirme işlemidir (Başçı, 2003: 25).

Faiz takası, genellikle farklı kredi değerliliğine sahip taraflar arasında yapılır. Yeterli kredi değerliliğine sahip olmadığından sabit faiz seçeneği sınırlı olabilen kuruluşlar, yüksek kredi değerliliğine sahip olan ve portföylerinde esneklik sağlaması için değişken faizi tercih eden bankalar veya kuruluşlarla faiz takası anlaşmasına girebilirler. Bu durumda, kredi değerliliği düşük olan taraf değişken faizli borcunu sabit faizle değiştirerek faiz riskine karşı korunma sağlarken; yüksek kredi değerliliğine sahip taraf, kredi maliyetini düşürme imkânı bulur (Deniz, 2001: 67).

Döviz Takası: Genellikle anapara ödemelerini içeren ve önceden belirlenmiş kurallar ve süreler içinde, iki tarafın belirli miktarda iki farklı para birimini değiş tokuş etme ve belli bir vade ile geri alması konusunda anlaşmaya vardıkları mali bir işlemidir (Bal, 2001: 149). Diğer bir tanıma göre, döviz takası farklı dövizlerden oluşan aynı büyüklükteki iki ayrı dövizin vade tarihinde orijinal para birimleri üzerinden ve daha önce üzerinde anlaşılmış belirli bir kur hesabıyla geri ödenmek üzere değiştirilmesidir (Ceylan, 2003: 256). Döviz takasları, döviz kurlarındaki dalgalanmalardan kaynaklanan riskten korunmak, ihtiyaç duyulan döviz cinsinden borçlanabilmek ve daha düşük maliyetli kaynak sağlamak amacıyla kullanılmaktadır.

Döviz takaslarının işleyişi, faiz takaslarının işleyişinden farklılık göstermektedir. Faiz takas işlemlerinde anaparaların değişimi söz konusu değilken, döviz takas işlemlerinde faiz ödemelerinin yanı sıra anaparalar da değişime konu olmaktadır (Büyükbalkan, 2010).

Döviz takasları sayesinde her iki tarafın da kazanç sağlama imkânı bulunmaktadır. Bu durum, tarafların maliyet açısından mukayeseli üstünlüğe sahip oldukları döviz cinsinden borçlanıp, bu borcu karşı tarafın borcu ile değiştirmeleri sayesinde mümkün olmaktadır. Döviz takas işlemleri bilanço dışı kalem olduğundan bilançoda gösterilmemekte, böylece işletmeler için ek finansman kaynağı olmaktadır.

Riskten korunma amaçlı işlemlerde önemli bir yere sahip olan takas işlemlerinin ilki 1923 yılında Avusturya Merkez Bankası tarafından spot piyasasında İngiliz Sterlini karşısında ulusal paranın satılıp, vadeli olarak geri satın alınması ile denenmiştir. Başlangıçta merkez bankaları arasındaki takas işlemleri daha sonraları

ticaret bankalarının, çokuluslu şirketlerin ve resmi kuruluşların giderek daha fazla kullandığı bir finansman ve riskten korunma yöntemi olmuştur (Ersan, 1988: 6).

2.2.7.2.2. Forward İşlemleri

Forward sözleşmeler vadeli işlemlerin en basit biçimidir. Bir forward anlaşma, belli bir varlığı, belli bir tarihte, belli bir fiyattan alma/satma yükümlülüğü getirmektedir. Forward piyasasında mal ya da bir finansal varlık alım ve teslim anlaşması arada üçüncü bir taraf olmaksızın, alıcı ve satıcı arasında belirlenen miktarlar üzerinden yapılmaktadır. Yapılan sözleşme ile hem geleceğe dönük fiyat, hem de teslim edilecek miktar ve malın kalite özellikleri taraflar arasında saptanmaktadır. Anlaşma koşullarına uyulmaması halinde üçüncü bir tarafın ya da bir kurumun garantisi söz konusu değildir. Forward işlemlerde kredi riski yani anlaşmamaya uymama riski her iki tarafta da mevcuttur. Taraflar, aralarında oluşabilecek bu tür uyuşmazlıkları, diğer ticaret sözleşmelerinde olduğu gibi, konuyla ilgili mahkemelerde çözümlenmektedir, ancak mahkeme kararlarının uzun zaman alabilmesi bu tür sözleşmelerin güvenilirlik derecesini sarsmaktadır (Özalp, 2003: 27).

Forward işlemleri dünyada en eski ve en fazla kullanılan kur riskinden korunma yöntemlerinden biridir. Ağırlıklı olarak döviz kurları ve faiz oranları üzerinden yapılan forward sözleşmeler, daha çok ihracatçı ve ithalatçılar, daha geniş bir ifadeyle ileride döviz cinsinden taahhüdü veya alacağı olanlar tarafından, olumsuz kur değişimlerine karşı güvence oluşturmak amacıyla yapılmaktadır.

Forward sözleşmelerin diğer bir özelliği, sözleşmedeki değer ancak vadede ortaya çıkması, sözleşme başlangıcında ve süresince herhangi bir ödemede bulunma zorunluluğu yoktur. Ödeme sözleşmede belirlenen tarihte ve sözleşmede belirlenen şartlarda ve o zamanki spot piyasada fiyat ne olursa olsun üzerinde anlaşılan fiyata göre yapılmaktadır. Bu sözleşmelerden doğan kâr ya da zarar taraflar için sözleşme fiyatı ile sözleşmenin yerine getirileceği tarihteki spot fiyatın arasındaki farktır. Bu yüzden kâr sağlama aracıyla kullanılması da söz konusu olmakla birlikte asıl amaç fiyat dalgalanmalarının meydana getirebileceği olası zararlardan korunmaktır. Bu özelliği ile forward işlemleri risk yönetim aracı olarak kullanılmaktadır (Sarı, 2004: 42).

Forward sözleşmeleri, kur dalgalanmaları nedeniyle şirketlerin gelecekteki nakit akımlarının belirsizleşmesini engellemede son derece kullanışlı bir türev ürünüdür. Ancak, bu sözleşmelerin dezavantajlı tarafları da bulunmaktadır. Forward sözleşmesi yapmak isteyen bir tarafın, bu işlemi yapmak isteyen bir karşı tarafı bulması oldukça zordur. Bir karşı taraf bulunsa bile, vade, tutar ve fiyat konusunda aynı tercihlere sahip olma olasılıkları düşük olabilmektedir. Bu durum aynı zamanda yapılan forward sözleşmesinin ikincil piyasada satılmasını da zorlaştırmaktadır. Bu sözleşmelerde standart sözleşme büyüklüğü ve standart vadeler söz konusu değildir. Tarafların, sözleşmenin tutarını ve vadesini serbestçe belirleyebilmeleri sonucunda, taraflara tutar ve vade yönünden esneklik imkanı sunarak tam koruma imkanı sağlanırken, bu esneklik, sözleşmelerin ikincil piyasada likiditesini azaltmaktadır. Forward sözleşmelerindeki diğer bir sorun ise karşı taraf riskinin varlığıdır. Taraflardan birinin edimini yerine getirmeme durumuna karşı, forward sözleşmesine taraf olmadan önce karşı tarafın finansal açıdan güçlü olup olmadığını ve vade bitiminde yükümlülüğünü yerine getirip getirmeme ihtimalini araştırmak zorundadır. Bu taraflar için önemli bir zaman kaybı ve maliyet unsuru anlamına gelmektedir (Kadıoğlu, 2003: 18).

2.2.7.2.3. Vadeli İşlem (Futures) Sözleşmeleri

Dış borç yönetimlerinin, dış borçları yönetirken karşılaştıkları riskleri minimize etme tekniklerinden birisi Futures olarak da adlandırılan vadeli işlem sözleşmeleridir. Dış borç yönetimi sürecinde kullanılan vadeli işlem sözleşmeleri, ileriye yönelik belirlenlik sağlayabilmesi için gelecekteki fiyatları sabitleyerek, fiyat dalgalanmalarının yaratabileceği risklere karşı korunma sağlar. Vade tarihinde oluşan fiyat, sözleşme ile belirlenmiş fiyattan yüksekse sözleşme sahibi taraf kâr ederken, sözleşmeyle belirlenen fiyattan düşük olduğunda zarar eder. Yatırım (spekülasyon) ve arbitraj amaçlı kullanılan vadeli işlem sözleşmeleri, uygulamada döviz, faiz ve endeks vadeli işlem sözleşmeleri olarak ayrılmaktadır.

Döviz dayalı vadeli işlem sözleşmeleri (futures sözleşmeleri), belirli bir miktardaki yabancı paranın, bu günden belirlenen fiyattan (kur) gelecekteki bir vadede satın alınması veya satılması taahhüdünü içeren sözleşmelerdir. Vadeli işlem satım sözleşmesi alan taraf, vadesi geldiğinde, önceden belirlenmiş fiyat üzerinden

karşı tarafa söz konusu döviz satma yükümlülüğü altındadır. Diğer taraftan, vadeli işlem alım sözleşmesi alan taraf, vadesi geldiğinde, önceden belirlenmiş fiyat üzerinden karşı tarafta söz konusu döviz satın alma yükümlülüğü altındadır (Kadıoğlu, 2003: 18).

Dış borçlanmalar döviz cinsinden olduğu için, döviz kurundan kaynaklanan risklerin minimize edilmesi gerekir ve bunun bir yolu da döviz dayalı vadeli işlem sözleşmeleridir. Bu sözleşmeler ile taraflar, bugünden belirlenmiş bir dövizin belirli bir vadede bugünden belirlenmiş bir fiyattan satın alınması ya da satılması yükümlülüğü altına girmiş olurlar. Bu yükümlülükte amaç, belirli bir vade için fiyat sabitleyerek fiyat dalgalanmalarının getireceği mali riskleri ve belirsizlikleri ortadan kaldırmaktır.

Faiz riskini minimize etmek için kullanılan vadeli faiz sözleşmeleri ile gelecekte bir borçlanma yada yatırımın faiz oranını önceden sabitlemek amaçlanmaktadır. Vadeli faiz sözleşmelerine giren taraflar, belirli bir anapara tutarı üzerinden, gelecek bir mutabakat tarihinde başlayacak, belirli bir vade için faiz oranlarını sabitlemektedir. Sözleşme alıcısı, sözleşmeyi, gelecekte faiz oranlarında olabilecek yükselmeye karşı korunmak amacıyla almaktadır. Sözleşme satıcısı ise, gelecekte faiz oranlarında olabilecek düşüşlerden kendini korumak istemektedir. Endeks vadeli işlem sözleşmeleri ise, belir bir borsa fiyat endeksi ile değeri belirlenen hisse senedi portföyünün ileri bir tarihte fiyatı, bugünden belirlenmek şartı ile alınıp satılmasını ifade etmektedir. Temel işlevi, herhangi bir hisse senedi portföyünün fiyat riskine karşı koruma sağlamaktır (Bal, 2001: 160-161).

Futures sözleşmeleri, forward sözleşmelerine oldukça benzemektedir. Forward işlemlerde ortaya çıkabilen güven eksikliğini giderebilmek amacıyla geliştirilen futures piyasaları, gerçekte organize forward piyasalardır. Alıcı ve satıcı arasında üçüncü bir kurum olarak futures borsası yer almaktadır. Piyasayı bu borsa düzenlemekte, tüm futures sözleşmeleri bu borsada alınıp satılmakta, alıcılar ve satıcılar birbirini tanımamaktadır. Mal ya da menkul kıymet teslimi ve kalitesi ile ilgili tüm taahhütler borsanın garantisi altındadır. Piyasanın belirli bir yeri, çalışma saatleri ve kuralları vardır. Forward işlemlerinin aksine, standart mal teslim tarihleri ve miktarı söz konusudur. Fiyatlama konusunda da, forward ve futures sözleşmeleri arasında farklar vardır. Forward sözleşmelerde geleceğe yönelik fiyat belirlemesi iki

taraf arasındaki pazarlık sonucu saptanmaktadır. Buna karşın, futures piyasası menkul kıymet borsaları gibi çalışmaktadır. Belirli bir günde alıcı ve satıcılar emirlerini verdikten sonra, arz ve talep koşulları; o an için geçerli olan futures fiyatlarını belirler. Fiyatlar seans içinde değişen bilgi akımına ve arz/talep koşullarına bağlı olarak değişir (Özalp, 2003: 30).

Tablo 11’de forward ve futures sözleşmelerinin arasındaki farklar özetlenmiştir.

Tablo 11: Forward ve Futures Sözleşmeleri Arasındaki Farklar

FORWARD	FUTURES
Özel kontratlardır. Tezgah üstü işlemlerdir.	Borsa kontratlarıdır. Organize borsa işlemleridir.
Sözleşme unsurları standart değildir.	Sözleşme unsurları standart olarak tanımlanmıştır. Sözleşmeler geneldir.
Diğer piyasa katılımcıları yapılan sözleşmelerden habersizdir.	Vadeli işlem sözleşmeleri borsalarda şeffaf bir şekilde işlem görür.
Başlangıç teminatı dışında teminat hesap takibi yapılmaz.	Teminat hesabı her gün piyasaya göre ayarlanır ve gerektiğinde ek teminat istenir.
Teslim tarihi oldukça çeşitlidir.	Teslim tarihleri sınırlı çeşitliktedir.
Bazen karşılık riski taşır.	Sözleşmeler gelecek kur tarafından garantilidir.
Yükümlülük üçüncü bir tarafa kolaylıkla devredilemez.	Yükümlülük üçüncü bir taraf kolayca devredilebilir.
Genel sözleşme büyüklüğü en az 5 milyon USD’dir.	Genel sözleşme büyüklüğü 50.000 ile 100.000 USD arasındadır.
50’den fazla döviz içerir.	Belli temel dövizleri içerir.
Kâr/Zarar ancak vade sonunda ortaya çıkar.	Kâr/Zarar günlük olarak hesaplanır ve ilgili hesaplara yansıtılır.
Kredi riski taşır.	Kredi riski taşımaz. İşlemler Borsa Takas Kurumu’nun garantisindedir.

Kaynak: Pilbeam, 1998, s. 340 ve VOB, 2006, s. 33.

2.2.7.2.4. Opsiyon Sözleşmeleri

Dış borç yönetimlerinin, karşılaştıkları riskleri minimize etmek ya da kabul edilebilir düzeye indirmek için başvurabilecekleri yöntemlerden birisi de opsiyon sözleşmelerini yapmaktır. Opsiyonlar 1970’li yılların ortalarından itibaren finansal ve finansal olmayan kurumların karşılaştıkları döviz kuru ve faiz oranı gibi riskleri ortadan kaldırmak amacıyla kullandıkları ve bugün kullanım alanı daha genişleyerek

hisse senetleri, borsa endeksleri, hazine bonoları ve çeşitli mallar (petrol, gübre, pamuk vb.) üzerine de yazılabilen finansal araçlardır. Opsiyon sözleşmeleri, onu satın alan tarafa, belli bir süre için, opsiyona dayanak varlık oluşturan belli miktardaki bir malı, finansal ürünü, sermaye piyasası aracını veya ekonomik göstergeyi önceden belirlenmiş bir fiyat üzerinden belirli bir tarihte alma yada satma hakkını veren sözleşmelerdir.

Opsiyon sözleşmelerinin diğer hedging yöntemlerinden ayrılan temel farklılığı, bunların alıcıya bir hak sağlayıp, alıcıyı ürünün alımı ya da satımı konusunda herhangi bir yükümlülük altında bırakmamasıdır. Risk yönetimi ürünü olan türev araçlarından, en karmaşık olanı opsiyon sözleşmeleridir. Futures, forward ya da swap sözleşmelerinde belirli bir taahhüt altına girilmesi söz konusudur. Buna karşın, opsiyonlarda sözleşmenin alıcısına, sözleşme konusu varlığı belli bir fiyattan alma veya satma hakkı tanınmaktadır. Call ve put opsiyonu olmak üzere iki farklı opsiyon türü bulunmaktadır. Call opsiyonlar alma hakkı, put opsiyonlar ise satma hakkı veren opsiyonlardır. Call opsiyonlar, en sık rastlanan tür olup, sahibine belirli bir finansal ürünün belirli bir miktarını ileri bir vadede opsiyonu satan kişiden daha önceden belirlenmiş fiyat üzerinden satın alma hakkı verir. Put opsiyonu ise, sahibine belirli bir ürünün belirli bir miktarını ileri bir vadede opsiyonu yazan kişiye daha önceden belirlenmiş bir fiyattan satma hakkını vermektedir. Diğer taraftan, vadesinden önce herhangi bir zamanda kullanılabilen opsiyonlara Amerikan tipi opsiyonlar denilirken, sadece vade bitiminde kullanılabilen opsiyonlara ise Avrupa tipi opsiyonlar denilmektedir (Apak, 1992: 32, Aktaran Bal, 2001: 162).

Diğer risk yönetim tekniklerine kıyasla daha pahalı olabilen opsiyon sözleşmelerinde fiyatlar, zaman zaman yasaklayıcı boyutlara kadar ulaşabilmektedir. Ayrıca opsiyon bedelleri, sözleşmeler kullanılsın ya da kullanılsın geri ödenmemektedir. Bu yüksek maliyetlerine karşın opsiyon sözleşmeleri GOÜ'ler risk yönetim süreçlerinde daha yaygın kullanılabilmesi olanağına sahip bulunmaktadır. Çünkü opsiyon sözleşmeleri, taraflar arasında işlemlerin zorunlu olarak yerine getirilmesini gerektirmemekte ve karşı taraf riskleri de daha düşük olabilmektedir. Opsiyon sözleşmeleri ile bir hak satın alımı söz konusudur. Vadeye kadar aleyhte bir gelişme olduğu takdirde bu hakkın kullanılması serbesttir. Kayıp ise ödenilen prim ile

sınırlıdır. Bu yüzden opsiyonlar, forward ve future işlemlerinden daha üstündürler (Bal, 2001. 163).

Modern dış borç yönetim yaklaşımları olarak adlandırılan türev ürünlerle ilgili diğer önemli konulardan birisi de söz konusu hedging araçlarının likiditelerinin ne ölçüde olduğudur. Bu ürünlerin likit olup olmaması, ilgili piyasalardaki işlem yapılabilecek tarafların kolaylıkla bulunabilirliği ile piyasadaki işlem hızlarını içermektedir. Tablo 12’de türev finansal araçların likidite özellikleri ile ilgili bilgiler özetlenmiştir.

Tablo 12: Türev Finansal Ürünlerin Döviz Piyasaları ve Faiz Oranları Çerçevesinde Likiditesi

Finansal Araçlar	Vade	Döviz Piyasaları	Faiz Oranları
Forward	Kısa Vade	Yüksek	Yüksek
	Uzun Vade	Düşük	Düşük
Futures	Kısa Vade	Orta Seviyede	Yüksek
	Uzun Vade	Düşük	Düşük
Opsiyon	Kısa Vade	Orta Seviyede	Yüksek
	Uzun Vade	Düşük	Orta Seviyede
Swap	Kısa Vade	Düşük	Yüksek
	Uzun Vade	Orta Seviyede	Orta Seviyede

Kaynak: Bal, 2001: 166.

2.3. DIŞ BORÇLARIN SÜRDÜRÜLEBİLİRLİĞİ VE ÖDEYEBİLİRLİK

GOÜ’lerde sermaye; kıt üretim faktörü olduğundan ulusal tasarruflardaki azalma dış borçlanma ile dengelenmeye çalışılmaktadır. Borçlanma ile elde edilen kaynaklar verimli yatırımlara yöneltildiği ve sonuçta elde edilen gelir dış borçlanmanın maliyetini aştığı sürece dış borçlanma politikası sürdürülebilir bir politikadır. Dış borçlanmanın sürdürülebilirliği, borçlanmadan elde edilen kaynakların otoriteler tarafından etkin bir şekilde kullanılması ve devlet gelirlerinin gelecekteki borç servisini karşılayabilecek şekilde arttırılması ile mümkündür. Ancak bu şekilde borç servisi yeni borçlanmaya başvurmaksızın karşılanabilmektedir. (Ülgen, 2005: 19).

Sürdürülebilirlik, mevcut durumu daha kötü koşullar oluşmadan koruyabilmek, koşullar uygun olursa iyileştirebilmektir. Borç sürdürülebilirliği; enflasyonist olmayan sürdürülebilir bir büyüme hedefini, istikrarı, politika ve reformların devamını etkilemeden, ülkelerin itibarını sarsmadan, ülkenin borç ödeme zamanlamasında aksama olmaması; gelecek dönemlerde rahat borçlanabilmesi durumudur. Literatürde genel kabul görmüş borç sürdürülebilirliği tanımına göre, ‘kamu borç stokunun milli gelire oranının uzun dönemde sabit kalması, o kamu borç stokunun sürdürülebilir olduğunu gösterir’. Bu durum borç yönetiminin en temel amacıdır (Geithner, 2002: 5).

Uluslararası finansal kuruluşlar ve diğer yabancı kreditorler için en önemli konu verilen dış borçların geri ödenmesidir. Bu ise dış borçların sürdürülebilirliği ile yakından ilgilidir. Dış borçların sürdürülebilirliği, bir ülkenin şimdiki ve gelecekteki dış borç servisini tamamen yapabilmesi; borçların geciktirilmesi ya da ödemelerin yeniden yapılandırılması ve büyümeden kayıplara yol açması gibi olumsuzluklara neden olmadan borçların anapara ve faiz giderlerini tamamen ödeyebilmesi demektir (IDA ve IMF, 2001: 4).

Uluslararası Kalkınma Örgütü (IDA) ve IMF’ye göre (2001: 4), dış borçların sürdürülebilirliğinin üç temel belirleyicisi vardır:

- Mevcut borç stoku ve bu borcun geri ödeme koşulları,
- Ülkenin iç ve dış borç ödeme kapasitesi, gelirin büyüme hızı, ihracat gelirleri, kamu gelirleri ve kamu giderleri,
- Yeni dış finansmanın artış hızı, bunun kredi-bağış bileşimi ve kredi koşullarıdır.

Bu etmenlerin yanı sıra, ülkenin dış şoklara karşı kırılganlığı ve dış şoklara maruz kalma riski de dış borçların sürdürülebilirliğini dolaylı olarak etkilemektedir. Bu etmenler iç ve dış ekonomi politikaları ile yakından ilgili olup, uzun vadede dış borçların sürdürülebilirliğini belirlemede hareket noktasını oluşturmaktadır. Ekonomik büyüme, ihracat artışı ve yeni borçlanma olanakları gibi dış borçlanmanın sürdürülebilirliğini belirleyen etmenler bugün uygulanan ve gelecekte uygulanacak ekonomi politikaları tarafından belirlenecektir.

Bununla birlikte, borçların sürdürülebilirliği sadece belirli bir borç düzeyini sağlamak değildir. Geniş olarak borçların sürdürülebilirliği; istikrarlı ekonomik

büyümeye yardımcı bir makroekonomik ortamda; sağlam mali ortam, istikrarlı para ve kredi akışı ile dışa açıklık gibi koşullar da gerektirir. Borçların sürdürülebilirliği, aynı zamanda borç düzeyini ekonominin tüm makroekonomik amaçlarına katkı sağlayacak seviyede tutmak için büyüme faktörü ve para politikası arasında koordinasyon gerektirir (Fraser, 2000: 48).

2.3.1. Dış Borcun Geri Ödenmemesinin Başlıca Kısıtları

Dünyada borç krizlerinin yaşandığı 1980’li yıllardan sonra borç krizlerinin nedenleri üzerine çeşitli çalışmalar yapılmıştır. Dış borcun geri ödenmemesinin nedenleri hakkında ise birbirinden farklı görüşler olmakla birlikte temel olarak üç farklı nedenden söz edilmektedir. Bunlar; likidite kısıtı, yükümlülüklerin yerine getirilememesi ve yeniden taahhüt vermeme olarak adlandırılmıştır (Eaton, 1989: 1348-1352; Utkulu, 1994: 49-50; Dreher, Herz ve Karb, 2005: 3-4¹¹).

2.3.1.1. Likidite Kısıtının Nedenleri

Bu görüş, borç krizinden kaynaklanan likidite yetersizliği sorununun kısa vadeli bir sorun olup, ülkenin cari işlemler bilançosu gelirlerinde yaşanabilecek konjonktürel ve kısa vadeli daralmaların bir sonucu olarak yaşandığını belirtmektedir. Dolayısıyla uzun vadede dış borç ödeme kapasitesi yüksek olan ülkelerde de likidite yetersizliği yaşanabilmektedir. Bu sorunun çözümü yaygın olarak kreditor ülkelerle ve kurumlarla yapılan yeni kredi anlaşmaları sayesinde gerçekleştirilmektedir. Çünkü borçlu ülke kısa dönemde borcunu ödeme konusunda zorluklar ile karşılaşılıyor olsa bile, uzun dönemde durumu düzelecektir.

Likidite sorununun çözümünde başvurulmuş diğer yollar ise, borç ertelemeleri ve dış borçların konsolidasyonu yoluyla dış borçların vade yapısında uzun vadeli borçların payının arttırılmasıdır. GOÜ’lerin borçlarını ödemek konusunda yaşadıkları sorunlardan biri olan bu yaklaşım literatürde “likidite yetersizliği yaklaşımı” (illiquidity approach) olarak anılmaktadır. Sachs (1984)’ın belirttiği gibi, likidite

¹¹ Dış borcun ödenmemesinin olası nedenleri ile ilgili daha fazla bilgi için bkz. Eaton ve Gersovitz (1981a), Cline (1983), Gerzovitz (1983, 1985), Cooper ve Sachs (1985), Krugman (1985), Eaton, Gersovitz ve Stiglitz (1986), Cohen ve Sachs (1985).

yetersizliği olan borçlu bir ÷lke, mevcut borcunu karşılayacak kaynağa uzun dönemde sahip olacak olsa ve borcunu ödeme eğiliminde ise bile, mevcut kaynakları ile mevcut borç servisi yükümlölüklerini yerine getirememektedir.

2.3.1.2. Yükümlölüklerin Yerine Getirilememesi

Yükümlölüklerin yerine getirilememesi yani ödeyememe sorunu ise uzun vadeli bir sorun olup, bir ÷lkenin dış borçlarını veya dış borç servisini yeni borçlanmaya başvurmaksızın ödeyememesi ve bir borç sarmalına girmesi anlamına gelmektedir. Başka bir deyişle ödeyememe sorunu likidite yetersizliği sorununun aksine kısa vadeli ve konjonktürel bir sorun olmayıp, yapısal sorunların bir sonucudur. Çünkü ödeyememe sorunu olan ÷lkeler, yeni borçlanmalara giderek veya mevcut borçlarını erteleterek, bu sorunu atlatamayacaklar ve yeni alınacak olan borçların etkisi de sadece borç yükünü artırmak olacaktır. Bu noktada borç verme, “ödeyebilirlik kısıtı” ile sınırlandırılmaktadır. Ödeyememe sorununun aşılabilmesi için, dış borç miktarını fazla artırmadan gelecekte ÷lkeye döviz girişı sağlayacak mal ve hizmet ihracatı ve doğrudan yabancı sermaye gelirleri gibi sürekli döviz gelirlerinin arttırılması gerekmektedir.

Ödeyebilme kapasitesini ölçmede kullanılan iki temel yaklaşım mevcuttur. Ülke riski (veya borç servisi kapasitesi) yaklaşımı olarak da adlandırılan birinci yaklaşım, ÷lkenin dış borç ödeyebilme kabiliyetini değerlendirmede toplam dış borç/GSMH ve toplam dış borç/ihracat gibi çeşitli makroekonomik göstergeleri kullanmaktadır. Bu oranlar genellikle borç servis kapasitesinin göstergeleri¹² olarak kullanılmıştır. Bu yaklaşım, GOÜ'lere kredi sağlayan ticari bankalar tarafından da borç ilişkisi içinde bulundukları ÷lkelerin gelecekteki ekonomik durumlarıyla ilgili önceden bilgi sahibi olmak amacıyla kullanılmaktadır.

Ödeyebilme kabiliyetini ölçmede kullanılan ikinci yaklaşım ise, dış borç politikalarının uzun dönemde sürdürülebilir olup olmadığı konusuna odaklanmaktadır. Burada gerekli olan tek koşul, ÷lkenin tüketime dair planlarının dönemler arası bütçe kısıtını (intertemporal budget constraint) bozmamasıdır. Buiter (1990a), Currie ve Levine (1991), Ghatak ve Levine (1994) ve Wickens ve Uçtum

¹² Dış borçlar ile ilgili temel sürdürülebilirlik göstergeleri bölüm 2.3.3'te ayrıntılı olarak ele alınmıştır.

(1993) gibi araştırmacıların ortak olarak belirttikleri gibi; kural olarak bir ülkenin dış borcunu ödeyebilir sayılabilmesi için, o ülkenin “dönemler arası bütçe kısıtını” karşılayabilmesi gerekmektedir. Diğer bir anlatımla, ülkenin net dış borcunun, bugün ve gelecekteki birincil (faiz dışı) fazlayı aşmaması gerekmektedir. Bu koşul, genel olarak aşağıdaki formül yardımı ile açıklanabilmektedir (Utkulu, 1999; 57).

$$ND(t) \leq PV[(t); (TB); (r^*+\lambda-n)] \quad (1)$$

$ND(t)$, ülkenin t dönemindeki net dış borcunu, $PV[(t); (TB); (r^*+\lambda-n)]$ ise gelecekte yaratılması beklenen tüm dış ticaret fazlası ve cari transferler toplamının (dış yardımlar da dahil) (TB) bugünkü değerini göstermektedir. $(r^*+\lambda-n)$, ıskonto oranı olarak kullanılan ve reel döviz kurundaki değer kaybı (λ) ile büyüme oranına göre düzeltilmiş reel dış faiz oranını ifade etmektedir. Yukarıdaki eşit(siz)lik, gelecekteki dış ticaret fazlası ve net cari transferler toplamının bugüne indirgenmiş değerinin, ülkenin bugünkü net dış borçlarına eşit olduğu veya net dış borçlarından büyük olduğu anlamına gelmektedir. (1) numaralı eşit(siz)liğin sağlanması durumunda, ülke dış borçlarını ödeyebilir durumda olacaktır.

Buiter (1990), eşitlik (1)'in dış borç stratejisinin tutarlılığının değerlendirilmesinde kullanılabileceğini savunmaktadır. Eşitlik (1)'in sağlanamaması dış borçların ödenmesinden vazgeçileceği anlamına gelmemekte, sadece izlenen dış borç stratejisinin başarısız olacağı anlamına gelmektedir.

2.3.1.3. Yeniden Taahhüt Vermeme

Yeniden taahhüt vermeme ya da ödemeye razı olmama durumunda borçlu ülke, ne geçici bir kaynak sorunu içine düşmüştür, ne de ekonominin mevcut potansiyeli dâhilinde borcunu ödeyememe riski ile karşı karşıya gelmiştir. Borçlu ülke yapılan ikili borç anlaşmalarının dışına çıkarak tek taraflı irade beyanıyla borcunu ödemekten vazgeçmekte, ödemeye razı olmamaktadır. Bu durumda dış borcun ödenmemesi riski (repudiation risk) ortaya çıkacaktır.

Krugman ve Obstfeld (1991); borçlu ülkenin, dış borcu kullanması durumunda karşılaşılabilecek fayda ve maliyetleri karşılaştıracağını ve maliyetin faydayı

aşması durumunda, borç yükümlülüklerini yerine getirmekten kaçınacağını belirtmektedir. Borcu ödememe durumunda oluşacak maliyetleri Kaletsky (1985), Krugman ve Obstfeld (1991) şu şekilde sıralamışlardır:

- Ülkenin varlıklara el konulması,
- Gelecekte verilebilecek kredilerden yoksun kalma,
- Uluslararası ticaretten elde edilecek kazançların azalması,
- Ülke kredibilitesinin düşmesi ve
- Kredi veren hükümetlerin negatif tepkiler geliştirmesi.

Krugman ve Obstfeld (1991), GOÜ'leri borçlarını ödemekten vazgeçiren faktörleri şöyle sıralamışlardır:

- Dış borçluluk göstergelerinin (borç/GSMH, borç/ihracat, borç servisi/ihracat vb.) belli sınırları aşması,
- Borç ödememenin maliyeti, borç veren ülkelerin para ve maliye politikaları,
- Arz ve talep şokları ve
- Borçlu ülkenin kamu bütçesi ve dış borç ödeme kapasitesidir.

GOÜ'lerin borçlarını ödemekten vazgeçmelerinin maliyeti, çoğu zaman onlar için borcu ödemek suretiyle katlanacakları maliyetin çok üstünde olabilmektedir. Bu nedenle GOÜ'ler genelde borçlarını ödeme eğilimindedir. GOÜ'lerde yaşanan krizler ve özellikle Arjantin'in uluslararası borçlarını ödeyememesi sonucunda Brezilya ve Meksika gibi ülkelerin ekonomik politikaları uluslararası kreditörler tarafından yakın takibe alınmıştır.

2003 yılına gelindiğinde son dönemlerde gerçekleşen borç ödeyememe/ödememe riskleri neticesinde, kreditörlerin haklarını korumak üzere uluslararası borç (iflas) mahkemesinin kurulmasını öngören ve IMF tarafından önerilen “Devlet Borçlarını Yeniden Yapılandırma Mekanizması” (Sovereign Debt Restructuring Mechanism) (SDRM) ve ABD Hazine Bakanlığı tarafından önerilen “Kolektif Hareket Yaklaşımı” (Collective Active Clauses) (CACs) kurma çabaları başlamıştır. SDRM kavramının ortaya çıkmasında en büyük pay IMF icra direktörü Anne Krueger'e aittir. IMF'ye göre plan özünde sürdürülemez borç yüküne sahip ülkelere iflas etme hakkı tanıyan ve kreditörleri daha makul şartlarda anlaşmaya zorlayacak bir mekanizmadır (IMF ve World Bank, 2003).

SDRM yaklaşımı, devlet borçlarının ödenmemesi ve yeniden yapılandırılması ihtiyacının ortaya çıkması halinde alacaklı ve borçlu ülkelerin uyacakları ortak kuralları kapsayan bir mekanizmayı ve bu mekanizmanın hukuki çerçevesini ortaya koymaktadır. Bu yaklaşım, CACs yaklaşımının aksine hukuki altyapısı olan, IMF tarafından mekanizması kurulan ve IMF yönetimince kabul edilmesiyle birlikte tüm üye ülkelerin uymasını gerektiren bir mekanizmadır. Mekanizma sadece sürdürülemez devlet borçlarının yeniden yapılanması için kullanılacaktır. Bu mekanizmanın kullanım talebi sadece borçlu ülkeden gelecektir. IMF, kreditorler ve diğer üçüncü kişi ve kurumlar bu mekanizmanın çalıştırılmasını talep edemeyecektir. Yeniden yapılandırılacak borçlar merkezi hükümetin uluslararası hukuka tabi olarak kullandığı dış borçları kapsayacaktır. İç hukuka göre alınmış olan borçlar kapsamayacaktır (IMF ve World Bank, 2003).

CACs yaklaşımı ise, ülkelerin merkezi hükümetlerinin uluslararası piyasalara ihraç ettikleri tahvil yolu ile borçlanmaları kapsamaktadır. IMF üye ülkelerinden bu tip tahvil yolu ile borçlanmalarda ihraç kontratlarına bu yaklaşımın uygulanacağına dair hükümlerin konulmasını istemektedir. Tahvil ihraç eden ülkelerin borçlarını geri ödeyememe halinde borç sorunu ve borçların yeniden yapılandırılması ihraç kontratında yer alan hükümler gereğince CACs yaklaşımı ile çözülecektir (IMF ve World Bank, 2003).

2.3.2. Dış Borç Dinamiğinin Belirleyenleri ve Ödeyebilirlik Kuralı

Dış borçların ödenebilir olmasının temel kuralı, borçların anapara ve faizlerinin bugünkü ödemelerinin gelecek için düşük faiz oranından borçlanarak ödenmesine bağlıdır. Ya da ülkenin Ponzi Oyunu oynamamasına bağlıdır. Bir ülke borçlarını ödemek zorundadır. Bir ülkenin Ponzi Oyunu oynamayacağı¹³ varsayımı durumunda ülkenin iç borçlanma için birincil fazla, dış borçlanma için dış ticaret fazlası vermesi gerekmektedir. Bu konu literatürde *dinamik etkinsizlik* (dynamic inefficiency)¹⁴ olarak tanımlanmaktadır (Kahyaoğlu ve Utkulu, 2012: 151).

¹³ Bir ülkenin Ponzi oyunu oynayamaması, o ülkenin dış borç faizlerini yeni dış borçlarla sonsuza kadar ödemeye devam edemeyeceği anlamına gelmektedir.

¹⁴ Bu konuda ayrıntılı bilgi için bkz. Blanchard ve Fischer (1989), Buiter ve Patel (1992), Currie ve Levine (1991), Levine (1991).

Bir ülkenin Ponzi Oyunu oynamaması için gerekli koşul GSMH'deki reel artışın, reel faiz oranlarından yüksek olmasına bağlıdır. Bir ülke için reel faiz oranını reel GSMH'deki artış hızına göre de tanımlayabiliriz. Faiz oranları (r), enflasyon oranı (π) ve reel GSMH'deki artış oranı (g) ise bir ekonomi için reel faiz oranı şu şekilde ifade edilebilir (Kahyaoğlu ve Utkulu, 2012: 152-153):

$$rr = r - \pi - g \quad (2)$$

Bu eşitliğe göre değerlendirildiğinde, reel faiz oranı enflasyon ile reel gelir artışına bağlı olmaktadır. Borçlanmaların farklı para birimlerinden olmasına bağlı olarak, (2) numaralı eşitlikteki enflasyon oranı borçlanılan para biriminin kullanıldığı ekonomideki enflasyon oranına karşılık gelir. Bu eşitlik, yaşanan finansal kriz sürecinde ülke merkez bankalarının yapmış olduğu faiz indirimlerine rağmen, reel GSMH'deki ve enflasyon oranlarındaki düşüşte dolayı önemli bir reel faiz yüküyle karşı karşıya kalabilecekleri yönünde bilgi vermektedir. Bunun sonucunda likiditesi azalmış uluslararası finansal piyasalar üzerinde geçmişten gelen ülkelere ait bir borç yükünün çevrilmesi sorununun ortaya çıkma olasılığı artmıştır. Bu borç yükü finansal piyasalardaki daralmaya bağlı olarak ülkelerin borçlanma maliyetini yükseltecek önemli bir değişkendir.

Reel faiz eşitliği, 1980'li yılların başında Dünya Bankası ve IMF tarafından, GOÜ'lerin borç dinamiği ile borçlanma riskinin ölçülmesi ve izlenmesi için kullanılan önemli bir eşitliktir. Reel faiz eşitliği, "borç tuzağı" kavramının ölçüsü olarak ifade edilmektedir. Bu ölçünün ilk kısmının (2) numaralı eşitlikten tek farkı enflasyon oranının dikkate alınmamasıdır. Bunun nedeni de genel olarak borçlanmaların dolar ya da piyasada genel kabul görmüş para cinslerinden olmasıdır.

Borç tuzağı eşitliği şu şekilde ifade edilmektedir:

$$\frac{D_{t+1}}{Y} = (1 + r - g) \left(\frac{D_t}{Y} - \frac{TD}{Y} \right) \quad (3)$$

Bu eşitlikte D_{t+1} eşitliğin sağ tarafındaki değişkenlere bağlı olarak gelecekteki borç stokunu göstermektedir. $\frac{D_t}{Y} - \frac{TD}{Y}$ ise sırasıyla t dönemindeki borç stoku ile dış ticaret dengesinin GSMH (Y) oranının farkını ifade etmektedir. Eşitliğin sağ tarafı ile ilgili yapılacak açıklamalar (2) numaralı eşitlik için yapılanlar ile benzerdir. Bu eşitlikteki $\frac{D_t}{Y} - \frac{TD}{Y}$ kısmı dış ticaret açığının olması durumunda borç stokunda artışa neden olacağını göstermesidir. Benzer bir yaklaşım IMF (2000b: 53) tarafından ülkelerin dış borçlanmalarından dolayı zayıflıklarının ölçümüne yönelik göstergenin geliştirilmesinde de kullanılmıştır. Bu ölçü şu şekilde gösterilebilir;

$$B = \frac{(r-n)D}{X_{t+1}} \quad (4)$$

Eşitle r faiz oranını, n ihracattaki artışı, D borç stokunu ve X_{t+1} ise gelecekteki ihracat gelirinin bugüne indirgenmiş değeridir. Bundan dolayı B, faiz ve ihracattaki artış ise gelecekteki ihracatın bugünkü değerine göre dış borç stokunun düzeltilmiş değerini göstermektedir. Bu eşitliğin önemli yönü, ülkelerin temel döviz gelirinin göstergesi olan ihracat değişkeninin kullanılmış olmasıdır. Buna göre bir ülkenin ihracatındaki artışın yüksek olması ve gelecekteki ihracatta önemli bir artışa yol açacak gelişmelerin varlığı borç stokunun azalmasına yol açacaktır.

Literatürde, bu eşitlikleri ampirik açıdan ele alan birçok çalışma bulunmaktadır¹⁵. Bu yaklaşımların uygulamada en çok kullanılan biçimi ödemeler dengesinde birincil fazla¹⁶ olarak ifade edilen dış ticaret dengesi ile dış borç stoku arasındaki ilişkiye göre dış borçların sürdürülebilirliğini ele alan zamanlar arası bütçe kısıtı yaklaşımıdır. Söz konusu yaklaşıma göre; bugünkü dış borç stoku (D_t), dış ticaret dengesinin (S_j), reel faizle indirgenmiş bugünkü değerine eşit ise ülkeler dış borçlarını ödeme gücüne sahiptir. Aşağıdaki eşitliği sağlayan borçlu ülke, dış borçlarını ödeyebilme koşulunu da sağlamış demektir¹⁷.

¹⁵ Bu konuda yapılan ampirik çalışmalar için bkz. Trehan ve Walsh (1988), Buiter (1990a), Buiter (1990b), Trehan ve Walsh (1991), Currie ve Levine (1991), Cohen (1991) ve Sawada (1994).

¹⁶ Birincil fazla, dış ticaret fazlası ve net cari transferlerin toplamından oluşmaktadır.

¹⁷ Ödeyebilirlik (sürdürülebilirlik) koşulunun matematiksel olarak elde edilişi hakkında ayrıntılı bilgi için bkz. Cohen (1991), Currie ve Levine (1991) ve Trehan ve Walsh (1991).

$$B_t = E_t \sum_{j=t+1}^{\infty} \frac{S_j}{\prod_{i=1}^{j-t} (1 + r_{t+j})} \quad (5)$$

Bu eşitlikteki S_j yerine sürekli bir zamandaki dış borç stokunu (D_N) koyarsak ve zaman sürecini sonsuza giderken tanımlarsak (6) numaralı eşitliği elde ederiz.

$$E_t \lim_{N \rightarrow \infty} \frac{D_N}{\prod_{j=1}^{N-t} (1 + r_{t+j})} = 0 \quad (6)$$

Bu eşitliğe göre bir ülkenin dış borç stokunun faizlere göre indirgenmesi sonucunda bu dış borç stokunun net bugünkü değeri sıfıra yaklaşıyorsa o ülke dış borçlarını ödeme gücüne sahip olmaktadır. (6) numaralı eşitlik, ödeyebilirlik koşulunun diğer bir ifadesidir ve makro ekonomi literatüründe “*Ponzi oyunu olmaması*” (*no-Ponzi Game*) koşulu olarak adlandırılmaktadır.

Ödeyebilirlik kavramı, borcun tamamen geri ödenmesini gerektirmemektedir. Ödeyebilirlik kavramı sadece, dış borç faizlerinin sonsuza kadar yeni dış borçlar ile ödenemeyeceğini belirtmektedir. Eğer faizler yeni borçlarla ödenmeye devam edilirse, gelecekte alınacak dış borç var olan borcun faizini karşılamaya yetmeyecektir. Bu nedenle, faiz dışı fazlanın gelecekte net dış borçları aşması gerekecektir.

2.3.3. Dış Borçların Temel Sürdürülebilirlik Göstergeleri

Dış borçların çevrilebilirliği ya da sürdürülebilirliğinin temel göstergesi dış borç servis oranıdır. “Ülke riski” olarak ta ifade edilebilen dış borç servis oranı, çeşitli makroekonomik göstergeler kullanarak ülkenin borçluluk durumunun değerlendirilmesidir. Bu tür analizler önceleri kredi verenler tarafından uygulanmaktaydı. Verdikleri dış borçların geri ödeme riskini ölçmek açısından gerek uluslararası kuruluşlar, gerekse ticari bankalar borç talep eden GOÜ’lerin borç servis kapasitesini ölçmek üzere çeşitli rasyo analizlerine gitme yolunu tercih etmişlerdir.

Bu tür analizlerin kredi verenler açısından amacı ülke riskini ölçmeye çalışmaktır. Ülke riski, bir ülkenin çeşitli sebeplerle dış borçlarını ödeyememesi veya ödemek istememesi sonucunda ortaya çıkan bir risk olup, politik, sosyal ve ekonomik risk boyutları da söz konusu olabilmektedir (Tugay, 1991: 30).

Dış borç servisi, cari yıl içinde ödenmesi gereken dış borç ana para ve faizlerinin toplamıdır. Diğer bir ifade ile dış borç servisi bir ülkenin ihracatı ile elde ettiği döviz kazancı ile yapmış olduğu dış borç ödemesini ifade etmektedir. Belirli bir dönemde elde edilen ihracat gelirine o dönem içinde yapılan dış borç ödemelerinin oranı ülkelerin likidite kısıtını göstermektedir. Bu oranlar dış borç yönetimi açısından izlenen temel değişkenlerdir (Kahyaoğlu ve Utkulu, 2010: 151).

Yüksek bir borç servis oranı, borçların geri ödenmesinde sorunlar olabileceğini gösterir. Bir ülkenin dış borç servisini karşılayabilmesi, ülkenin cari işlemler dengesi ve uluslararası rezerv durumuyla yakından ilgilidir. Eğer cari işlemler fazla veriyorsa, bu fazlalık borç servisi ödemelerinin kolayca yapılmasına imkân sağlar. Ancak cari işlemler fazla vermiyorsa, bu açığı ve dış borç servisini finanse edebilmek için yeni kaynaklar bulunması gereklidir. Bu açığın karşılanabilmesi için ya birikmiş rezervler kullanılır ya da yeniden dış borçlanmaya gidilir. Sürekli rezerv kullanımı ciddi riskler yarattığı gibi borçların borçlarla ödenmesi de dış borçlar açısından bir kısır döngünün oluşmasına neden olur.

Dış borç yükü ve servis kapasitesinin ölçülmesinde kullanılan çeşitli makroekonomik göstergeler şunlardır;

- Toplam Dış Borç/GSMH
- Toplam Dış Borç/İhracat
- Toplam Dış Borç Servisi/İhracat
- Dış Borç Faiz Servisi/İhracat
- Uluslararası Net Rezervler/Dış Borç Stoku
- Dış Borç Servisi/Toplam Döviz Gelirleri
- Dış Borç Servisi/GSMH
- Dış Kaynak İhtiyacı Oranı (cari işlemler dengesi açığı + dış borç ana para geri ödemeleri /GSMH)
- Dış Ticaret Dengesi/İhracat
- Cari İşlemler Dengesi/İhracat

2.4. DIŞ BORÇ YÖNETİMİ AÇISINDAN FİNANSAL KRİZ RİSKİ

Son dönemlerde dünya ekonomisinde yaşanan krizler, etkin ve sağlıklı çalışan bir borç yönetiminin önemini bir kez daha ortaya çıkarmıştır. Borç yönetim politikaları her ne kadar krizlerin ana nedeni olmasa da, borç portföyünün vade yapısı, faiz oranı ve para cinsi kompozisyonun yanı sıra verilen doğrudan ve dolaylı garantiler de krizlerin derinleşmesinde önemli roller oynamaktadır. Diğer bir ifade ile borç yönetimindeki başarısızlıklar ya doğrudan ya da ekonomideki finansal istikrarı bozmak suretiyle dolaylı olarak krizlerin derinleşmesine neden olmaktadır. Hatta makroekonomik dengelerin sağlandığı durumlarda bile borçların risk gözetilmeden yönetilmeye çalışılması ülkeleri ekonomik ve finansal şoklara açık hale getirebilmektedir. Bu deneyimler doğrultusunda özellikle GOÜ'lerin finansal krizlere olan yatkınlıkları nedeniyle kendileri için etkin borç yönetim politikalarını oluşturmaları zorunlu hale gelmiştir. Etkin bir borç yönetimi, bir yandan düşük maliyet ve risk ile borçlanmayı amaçlarken diğer yandan borçlanma stratejisini kamuya açıklayarak şeffaflık sağlanmasına ve dolayısıyla piyasaların istikrarlı bir şekilde çalışmasına katkıda bulunmaktadır.

Etkili bir kamu borç ve finansman yönetimi, sadece iç makroekonomik çıkarlar açısından gerekli olmayıp; aynı zamanda, ülkenin güvenilirlik ve kredibilitelerini, uluslararası sermaye piyasalarında faaliyet gösteren özel yatırımcı ve borç verenler nazarında yükseltmek açısından da büyük önem arz etmektedir (UNESCAP, 2005: 114). Devlet borçlarının yönetilmesi sorunu, sadece kamu maliyesi açısından değil, makroekonomik dengelerin sağlanması ve sürdürülmesi açısından da gerekli ve zorunludur. Çünkü ekonomik olgular birbirleri ile yakın ilişkilidir ve bu olgulardan yaşanan bir sorun, zincirin diğer halkalarını da etkileyerek küresel bir olgu haline gelebilmektedir.

Gelişmiş ve GOÜ'lerin ekonomik geçmişleri incelendiğinde, günümüze kadar birçok finansal kriz yaşandığı görülmektedir. Söz konusu finansal krizlerin nedenleri uygulanan para ve kur politikalarına bağlı olarak farklılık göstermekle birlikte, yaşanan krizlerin önemli bir kısmında döviz kurlarında meydana gelen oynamaların finansal istikrarı kesintiye uğrattığı ortaya çıkmıştır. Bu durum, finansal kuruluşları

varlık ve yükümlülüklerinin arasındaki döviz kuru uyuşmazlıklarını daha yakından analiz etmeye ve yönetmeye itmiştir. Finansal krizler ve döviz kurları arasındaki ilişki borçlanma politikaları açısından değerlendirildiğinde, borç stoku içerisinde yabancı para cinsinden borcun payının yüksek olduğu ülkelerde, döviz kurlarında meydana gelen ani ve yüksek artışların yıkıcı sonuçlar doğurabildiği görülmektedir. Söz konusu gelişmeler, yerel para birimi cinsinden borçlanma piyasalarının önemini ortaya çıkarmış ve özellikle GOÜ’lerde yerel borçlanma piyasalarının geliştirilmesi temel bir amaç olarak benimsenmiştir (Margolin, 2007: 1-12).

Uluslararası finans piyasalarında, döviz kuru ve faiz oranlarındaki dalgalanmalar ve bu dalgalanmaların neden olabildiği olumsuz etkiler de risk yönetimi kavramının giderek ön plana çıkmasına ve risk yönetiminin, dış borç yönetiminin merkezine oturtulmasına sebebiyet vermiştir. Çünkü etkili bir borç yönetiminin en önemli boyutunu “*risk yönetimi*” oluşturmaktadır.

Dış borçlanmada “*risk yönetimi*”, devletin dış borçlanma maliyetini olumsuz yönde etkileyecek risk faktörlerinin belirlenmesi, tanımlanması, ölçülmesi ve bu risklerin en alt düzeye indirilmesi sürecidir. Bir devletin dış borçları yönetilirken, karşı karşıya kalınan risklerinin tutarlı bir şekilde tanımlanması ve ölçülmesi bu riskleri minimize edecek tedbirlerin alınması gerektiği dış borç yönetiminde, risk yönetiminin önemini ortaya koymaktadır.

Mali piyasalarda risk ölçüm ve bu risklerin yönetimi, 1973 yılında Bretton Woods Sisteminin yıkılması ile önem kazanmıştır. Dalgalı kur sistemine geçilmesi ve buna paralel olarak mali enstrümanlardaki çeşitliliğin artması, özellikle de türev piyasalarının gelişmesi, uluslararası piyasalardaki küreselleşme, dünya çapında yatırım yapılabilir fonların artması ve buna bağlı olarak volatilitedeki büyük artış risk kavramında önemli gelişmelere neden olmuştur (Kadıoğlu, 2003: 38).

Borç yönetimi, borç portföyünü yönetirken genel olarak, piyasa riski (market risk), borç çevirme riski (rollover risk), likidite riski (liquidity risk), kredi riski (credit risk), mutabakat riski (settlement risk) ve operasyonel risk (operational risk) ile karşı karşıyadır. Borç yönetimi açısından bu riskler ayrı ayrı öneme sahip olsalar bile özellikle piyasaları geliştirmekte olan ülkeler için piyasa ve borç çevirme riskleri çok büyük önem taşımaktadır. Borç portföyünü yönetirken karşılaşılan risklere kısaca değinecek olursak;

Piyasa Riski: Devlet borç servis maliyeti üzerinde; mal fiyatları, kurlar, faiz oranları gibi piyasa fiyatlarındaki dalgalanmalar sebebiyle ortaya çıkan risklerdir. Borç portföyünün, vade yapısı ve döviz cinsi değiştikçe piyasa riskine olan hassasiyeti de değişmektedir. Piyasa riskini oluşturan faiz oranı ve kur riskleri ile mücadele politikaları her iki risk için de ayrı ayrıdır. Buna göre faiz oranı riski ile mücadele yolları; sabit oranlı borç değişken oranlı borç oranına yönelik hedefin sabitlenmesi, kısa dönem borç uzun dönem borç oranının sürdürülmesi ve faiz oranı swaplarının kullanılması iken, kur riski ile mücadele yolları da; iç ve dış borç oranına yönelik hedefin sabitlenmesi, kısa dönem ve uzun dönem oranının sabitlenmesi, dış borç para birimi kompozisyonunun sabitlenmesi, tek para birimi ve para birimi sepeti borçların sabitlenmesi, para birimi swaplarının kullanılması ve piyasa türevlerinin kullanımına yönelik politikaların elde bulundurulması, yabancı para cinsinden borçlar ile para havaleleri ve ihracat gerçekleştirildiği para birimleri arasında bağlantı kurmak yoluyla doğal güvence sağlamak şeklinde sıralanabilir (Das, 2006: 11-13).

Dışa açık bir ekonomide, ekonomik krizlerde yabancı para biriminin yerli para karşısında değer kazanıp kaybetmesi önem kazanmakta ve ortaya çıkan değişiklikler devletin borç miktarını etkilemektedir. Bu bakımdan da risk yönetimine dayalı borç yönetimi kur kaynaklı krizlerden çıkışta ve borç miktarına yönelik ayarlamalarda oldukça önemli rol oynamaktadır.

Borç Çevirme Riski: Borcun sıra dışı yüksek bir maliyetten döndürülmek zorunda kalınması ya da uç durumlarda tamamıyla döndürülememesi şeklinde ortaya çıkan risktir. Borcun döndürülmesindeki olanaksızlıklar veya devlet fonlama maliyetlerindeki aşırı artışlar, ya bir borç krizine yol açmakta ya da var olan krizi şiddetlendirmektedir ve daha yüksek faiz oranlarının finansal etkileri ile birlikte reel ekonomik kayıplara yol açmaktadır. Yeni gelişen piyasalı ülkeler için bu riskin yönetimi çok önemlidir (IMF, 2001: 10).

Likidite Riski: Likidite riski borcunu bütünüyle ödeme yetisine sahip ancak likit olmayan borçlunun yeniden finansmanı sağlayamaması riskidir (Diamond, 1991: 710). Likidite riski ile mücadele yolları genel olarak; vadeye kalan süre itibarıyla borcun gözlenmesi, hazine nakit dengesinin gözetilerek belli bir minimum seviyede sürdürülmesi, kısa dönem borçlanmaların sınırlandırılması, ağır borçlanmalara girilmemesi, borç vade yapısının borç servisi ödemelerinin

yoğunlaşmasını engellemek için yumuşatılması, nakit hedefler geliştirilmesi şeklindedir (Das, 2006: 11-13).

Kredi Riski: Kredi riski borç verilen kuruluşun borcunu ödeyememesi durumunda ortaya çıkan risktir. Garantili borçlar (koşullu yükümlülükler) yapısı gereği riski en yüksek olan bir borç türüdür. Doğrudan ve dolaylı olarak garanti verilen borçların geri ödenmemesi durumunda borç yönetimi kredi riskine maruz kalmaktadır. Bu nedenle bu tür borçlar ayrı bir kapsamda ele alınmalı ve riski ölçülmeli, borç alan kurum ve kuruluşların anapara ve faiz geri ödeme kabiliyetleri güncel olarak izlenmeli ve kredi verilecek kuruluşun değerlendirilmesi titizlikle yapılmalıdır. Kredi derecesi, kredi riskini belirlemekte ve söz konusu derece bağımsız kredi derecelendirme kuruluşları tarafından verilmektedir. Derecelendirme, borçlanma senetlerini arz eden birimlerin (ülke, firma vb), üstlendikleri anapara ve faiz yükümlülüklerini vade zamanında tam olarak yerine getirme yeterliliğine ne ölçüde sahip olduğunun bağımsız kuruluşlar tarafından değerlendirilmesidir (Çalışkan, 2002: 55).

Kredi riski kapsamında izlenmesi gereken en önemli konu ise "*koşullu yükümlülük*" (**contingent liability**) olarak adlandırılan bilanço dışında izlenen garantilerdir. Koşullu yükümlülükler, taahhüt niteliğinde olup ancak belli bir olayın meydana gelmesi halinde bilançoya yansıyan yükümlülüklerdir. Koşullu yükümlülükler devletin özel şartlar altında ödeme garantisi verdiği doğrudan yükümlülükler olabileceği gibi devletin garanti etmediği ancak devletten ödemesi beklenen dolaylı yükümlülükler de olabilir. Doğrudan yükümlülükler garantili krediler, destekleme niteliğindeki garantiler ve devlete karşı yasal işlemde doğan yükümlülüklerdir. Dolaylı yükümlülükler ise, mali sisteme yapılan destekler (örneğin büyük ekonomik maliyetlere yol açan sistemik krizleri engellemek amacıyla yapılan müdahaleler gibi), sabit döviz kuru nedeniyle doğan yükümlülükler (örneğin merkez bankasının arz ve talep fazlalarını emmek amacıyla piyasalara müdahale etmesi ve bundan dolayı oluşan rezervlerini azaltması gibi), devletin sektörel yardımları ve özelleştirmeyi teşvik amacıyla verilen garantilerdir.

Hükümetlerin koşullu yükümlülükleri yönetebilmesi için bu konuda genel bir politika belirlemesi gerekmektedir. Currie ve Velandia (2002)'e göre politika, koşullu yükümlülüklerin yönetiminden kimin sorumlu olacağının, koşullu

yükümlülüklerin tek bir birim tarafından mı yoksa ekonomi ile ilgili aktörlerin koordinasyonu ile mi yürütüleceğinin ve koşullu yükümlülüklerin hangi yükümlülükleri kapsayacağını belirlenmesini kapsamaktadır. Son yıllardaki genel eğilim, koşullu yükümlülüklerin borç yönetiminden sorumlu borç yönetim ofisi tarafından yönetilmesi ve sorumlulukların tek elde toplanması yönündedir. Bu doğrultuda, koşullu yükümlülüklerin kamu borçlarına ilişkin olarak oluşturulan risk yönetimi çerçevesine dâhil edilmesi, kamu borçları için uygulanan risk yönetimi tekniklerinin koşullu yükümlülüklerin için de kullanılması gerekmektedir. Risk yönetim tekniklerinin koşullu yükümlülükler üzerinde de uygulanması için koşullu yükümlülüklerle ilişkin bilgilerin doğru /güvenilir olması ve değerlendirilmek üzere bir araya getirilmesi önemlidir (Akar, 2010: 15-16).

Uygulamada borç yönetim ofislerinin, verilen garantiler konusunda risklerin paylaşılması, koşullu yükümlülüklerin doğması durumunda fonlar kurulması, verilen garanti ve diğer uygulamaların hukuki bir zemine oturtularak bu yönde operasyonel rehberler hazırlanması, kredi kullanımı ve teminat konusunda bankacılık sektörüne benzer çeşitli şartların geliştirilmesi ve koşullu yükümlülüklerin seyrinin düzenli olarak izlenmesi etkinlik sağlamaktadır. Mekanizmalar, koşullu yükümlülüklerin izlenmesinde ve kontrol edilmesinde etkinlik sağlamak ve ayrıca koşullu yükümlülüklerin kredi riskini azaltmasına yardımcı olmaktadır.

Mutabakat riski: Yerine getirme riski olarak da adlandırılan bu risk; karşı tarafın borcu ödeyememe dışındaki herhangi bir sebepten dolayı devletin karşı karşıya kaldığı potansiyel kayıpları ortaya çıkaran risktir (Kappagoda, 2004: 25-26). Söz konusu risk, açık bir şekilde tanımlanmış yerine getirme aşamaları ve sorumluluklarına sahip olmak ve bu işlemlerin yerine getirildiği herhangi bir bankaya yönelen ödemelerin boyutuna sınırlandırma getirmek yoluyla kontrol edilmektedir (IMF, 2001: 21).

Operasyonel Risk: Borç ofisinin çalışması sırasında personel hataları, sistem aksaklıkları ya da benzer nedenlerle ortaya çıkabilecek riskler olarak tanımlanabilir. Operasyonel risk; uygun olmayan yönetim sistemlerinden kaynaklanan ve finansal kayıplarla sonuçlanan risklerdir. Riskler; arka ofisin yetersiz bir şekilde defter tutması ve kayıtları sürdürmesi, temel iç kontrolden yoksunluk, tecrübesiz personel ve bilgisayar hatalarından ortaya çıkabilmektedir. Borcun yerine getirilmemesi

ihtimali, etkinsiz işlemsel ve yönetim sistemlerinde daha yüksek olmaktadır (Das, 2006: 10).

Borç yönetiminin, borç portföyünü yönetirken karşı karşıya kaldığı riskler ve bu risklerin yönetim politikaları Tablo 13'te özetlenmiştir.

Tablo 13: Borç Yönetiminin Karşı Karşıya Kaldığı Riskler ve Risk Yönetim Politikaları

Risk Çeşitleri	Risk Yönetim Politikaları
KUR RİSKİ	- İç ve dış borç oranına yönelik hedefin sabitlenmesi - Kısa - uzun dönem borç oranı ve dış borç para birimi kompozisyonunun sabitlenmesi - Tek para birimi ve para birimi sepeti borçların sabitlenmesi - Para birimi swaplarının kullanılması ve piyasa türevlerinin kullanımına yönelik politikaların elde bulundurulması - Yabancı para cinsinden borçlar ile para havaleleri ve ihracatın gerçekleştirildiği para birimleri arasında bağlantı kurmak yoluyla doğal güvencenin sağlanması
FAİZ ORANI RİSKİ	- Sabit oranlı borç değişken oranlı borç oranına yönelik hedefin sabitlenmesi - Kısa dönem borç uzun dönem borç oranının sürdürülmesi ile faiz oranı swaplarının kullanılması
BORÇ ÇEVİRME RİSKİ	- Öncelikle ülke makro ekonomik yapısında istikrarın sağlanmasına yönelik iyileştirmelerin sağlanması - Aşırı finansman ihtiyacını ortaya çıkaracak politikaların uygulanmaması - Kısa vadede büyük hacimli borçlanmalardan ya da borç çevrimlerinden kaçınılması
LİKİDİTE RİSKİ	- Vadeye kalan süre itibarıyla borcun ve Hazine nakit dengesinin gözlenerek belli bir minimum seviyede sürdürülmesi - Kısa dönem borçlanmaların sınırlandırılması ve ağır borçlanmalara girilmemesi - Borç vade yapısının borç servisi ödemelerinin yoğunlaşmasını engellemek için yumuşatılması - Likit hedefler geliştirilmesi
KREDİ RİSKİ	- Başlıca kredi derecelendirme kuruluşlarının değişik durumlara yönelik kredi derecelerinin elde bulundurulması - Kredi derecesini belirleyen kilit faktörlerin tanımlanması - Farklı departmanlar arasında ve kredi derecelendirme kuruluşları ile işbirliği ve konsültasyon kültürünün geliştirilmesi ve bütünüyle ve tekil karşı taraf kredi limitlerinin oluşturulması
MUTABAKAT RİSKİ	- Açık bir şekilde tanımlanmış yerine getirme aşamaları ve sorumluluklarına sahip olmak - İşlemlerin yerine getirildiği herhangi bir bankaya yönelen ödemelerin boyutuna sınırlandırma getirilmesi
OPERASYONEL RİSK	- Kamu borcu ile ilgili farklı birimlerin şeffaf ve bağımsız olmasına izin verilmesi - Farklı birimlerin yetkilerinin güçlendirilmesi - Politika formülasyonunda genel politik bir görüş birliğinin sağlanmaya çalışılması

Kaynak: Çaşkurlu, 2007, s. 67.

Dış borçlar, kur ve faiz oranı hareketleri ile fiyat dalgalanmaları gibi risklere maruz kalmaktadır. Bu riskler, iyi tanımlanıp yönetilmezlerse, bu risklerden kaynaklanan herhangi bir olumsuz gelişme, dış borç yöneticilerini borç krizi ile karşı karşıya bırakabilmektedir. Nitekim 1980'li yılların başında, petrol fiyatlarında yaşanan yükselmeler, petrol üreticisi olmayan ülkelerin ithalat faturalarında büyük yük yaratmış, küresel bir durgunluk ihracat gelirlerini aşındırmış, faiz oranlarını ve ABD dolarının değerini yükseltmiş, dolar cinsinden borçların geri ödemesinde ilave bir yük yaratmıştır. Bu faktörler, dış borç servislerini negatif bir şekilde etkileyerek GOÜ'ler üzerinde baskı yaratmıştır (UNESCAP, 2005: 115).

Etkin borç yönetiminde diğer önemli bir nokta ise finansal krizlerin önceden belirlenebilmesini sağlayan erken uyarı sistemleri belirlenmesinin gerekliliğidir. Erken uyarı sistemlerinin döviz ve bankacılık krizleri için öncü bir gösterge olduğu kabul edilirse, her ülke için geliştirilmiş bir erken uyarı sistemi krizlerin önceden saptanabilmesine olanak tanıyacaktır. Erken uyarı sisteminin borcu yöneten kurum içerisinde kurulması son derece önemlidir. Bu çerçevede erken uyarı niteliğine sahip göstergelerin yaşanan krizleri açıklayıp açıklamadığı test edilerek anlamlı bulunan değişkenlerin normal yıllar üzerinde sağlaması yapılarak erken uyarı niteliği gösteren değişkenlerin tespit edilmesi ve anlamlı bulunan değişkenleri güncelleştirerek krizler için erken uyarı sistemlerin geliştirilmesi borç yönetiminde risk bakımından son derece önemlidir.

Geçmişte birçok gelişmiş ve GOÜ'lerde yaşanan krizler, etkin ve sağlıklı çalışan bir borç yönetiminin önemini ortaya çıkarmış ve özellikle GOÜ'lerin finansal kriz yaşama olasılıklarının fazla olması nedeniyle kendileri için etkin borç yönetim politikaları oluşturmalarını zorunlu hale getirmiştir. Bu nedenlerle ülkeler etkin borç yönetimi sağlayabilmek için borç yönetim ofisleri kurmuşlardır. Etkin borç yönetimi, bir yandan düşük maliyet ve risk ile borçlanmayı hedeflerken diğer yandan oluşturulan borçlanma stratejisini kamuoyuna açıklayarak şeffaflık ve hesap verilebilirlik ilkelerinin gözetilmesine ve piyasaların mali disiplin içinde istikrarlı bir şekilde çalışmasına katkıda bulunur.

Yukarıdaki açıklamalardan da anlaşılacağı üzere, etkin bir borç yönetimini gerçekleştirme ve mümkün olan en düşük maliyetle borçlanma hedeflerine

ulaşabilmek için, risk yönetim sürecini dış borç yönetimi sürecinin odağına oturtturmak gerekmektedir.

ÜÇÜNCÜ BÖLÜM

ULUSLARARASI FİNANSAL KRİZLER VE TEMEL GÜNAHIN BELİRLEYENLERİ ÜZERİNE BİR AMPİRİK ANALİZ

3.1. DIŞ BORÇ-ULUSLARARASI FİNANSAL KRİZ İLİŞKİSİ ÜZERİNE LİTERATÜR TARAMASI

Günümüze kadar meydana gelen finansal krizler incelendiğinde (1994 Meksika Tekila krizi, 1998 Rusya krizi ve 1998 Güneydoğu Asya krizi), varlıklar ve yükümlülükler arasındaki para birimi uyumsuzluklarının krizlerin tetiklenmesinde ya da daha derin bir hal almasında oldukça önemli bir paya sahip olduğu görülmektedir. Özellikle yabancı para cinsinden net borcu yüksek olan şirketler ve devletler kur değişimlerine karşı oldukça duyarlı hale gelmekte ve yerel paranın değer kaybetmesi, sahip olunan borcun yerel para cinsinden değerini önemli ölçüde artırabilmektedir. Bu durum, borç servis yükünün artmasına, kredi değerliliğinin düşmesine ve borcun çevrilememesine neden olabilmektedir. Gelişmiş ekonomilerde yerel borçlanma piyasalarının gelişmiş olması, bilançolardaki vade ve para birimi uyumsuzluklarının azaltılmasını sağlayarak finansal istikrara katkıda bulunmaktadır. Ancak etkin işleyen yerel piyasaların bulunmadığı ülkelerde, borçlanıcı birimler varlık ve yükümlülükleri arasında vade, faiz ve para birimi açısından uyum sağlayamamakta ve nihai olarak temerrüt risklerini artırmaktadırlar (Yavuz, 2009: 282).

GOÜ'lerin, finansal piyasalarının yeterince gelişmemiş olması nedeniyle, kendi para birimleriyle yurt dışı ve yurt içi piyasalardan uzun dönemli ve sabit faizle borçlanamadıkları zamanlar olabilmektedir. Bu durum temel günah (TG) (original sin) olarak adlandırılmakta ve makroekonomik istikrarsızlık ve finansal kırılganlığa neden olabilmektedir [Eichengreen ve Hausmann (1999); Eichengreen, Hausmann ve Panizza (2003a); (2003b); Hausmann ve Panizza (2003)]. TG'nin varlığı hükümetlerin, yurt içinde kısa dönemli ya da yurt dışı ve yurt içi piyasalardan döviz cinsi borçlanmak zorunda kalmalarına neden olmaktadır. Etkin ve yeterli olmayan kurumlar ve uygulanan politikalara karşı oluşmamış yeterli güven, ülkelerin bu sorunu daha da derinden yaşamasına neden olmaktadır.

Eichengreen ve Hausmann (1999), TG¹⁸ kavramını iki açıdan ele almışlardır. Tanımda ilk olarak, yerel para cinsinden dışarıdan borçlanamamak; ikinci olarak ise uzun dönemli iç borçlanma için ülkenin kendi para birimini kullanamaması görüşlerine yer vermişlerdir. Eichengreen, Hausmann ve Panizza (2003a) ve Hausman ve Panizza (2003); bu tanımdan yola çıkarak “Yurt içi Temel Günah” ve “Uluslararası Temel Günah” kavramlarını geliştirmişlerdir. Ülkenin iç piyasada uzun vadeli kendi para birimi cinsinden borçlanamamasını *yurt içi temel günah* (YTG); dış piyasalarda kendi parası cinsinden borçlanamamasını ise *uluslararası temel günah* (UTG) olarak adlandırmışlardır.

Eichengreen, Hausmann ve Panizza (2003a) çeşitli ülkelerin temel günah endekslerini 1993-1998 ve 1999-2001 dönemleri için hesapladıkları ampirik çalışmaları sonucu; TG probleminin, istatistiksel olarak anlamlı ve ekonomik olarak önemli bir gösterge olduğu sonucuna ulaşmışlardır. Ülkelerin dış borç kompozisyonu, özellikle borçların yabancı para cinsinden olması; çıktı istikrarı, sermaye hareketliliği, döviz kuru yönetimi ve ülkelerin kredi derecelendirme notu üzerinde de etkilidir. Çalışmanın önemli bulgularından biri; TG’nin yalnızca GOÜ’lere ait bir problem olmadığı, aksine küresel bir problem olduğudur. Uluslararası piyasalarda 1999-2001 yılları arasında, BIS’in verilerine göre, toplam dış borçların %81.3’ü aralarında Dolar, Euro ve Yen’inde bulunduğu beş büyük para birimi cinsinden gerçekleşmiştir¹⁹. Ancak TG, özellikle GOÜ’ler için daha ciddi bir sorundur. Örneğin, Amerikalı yatırımcılar, GOÜ’lere verdikleri borçların yalnızca %3.1’ini o ülkelerin para birimleri cinsinden vermişlerdir. Eichengreen, Hausmann ve Panizza (2003b), TG ve ülkelerin gelişmişlik düzeyleri arasındaki ilişkiyi test etmişlerdir. Çalışmada ülkelerin ekonomik gelişmişlik düzeyi ile TG arasında güçlü bir ilişki bulunamamıştır. Elde edilen bu sonuç, bütün ülkelerin TG sorunu ile karşı karşıya kaldıkları görüşünü desteklemektedir.

Hausmann, Panizza ve Stein (2000), 1998–1999 yılları arasındaki dönemi kapsayan çalışmalarında ülkelerin gelişmişlik düzeyleri (kişi başına düşen GSYİH) ve büyüklüğü (GSYİH, dış ticaret hacmi ve yurtiçi kredilerin büyüklüğü) ile TG

¹⁸ Temel günah ile ilgili daha detaylı bilgi bölüm 3.2.6’da verilmiştir.

¹⁹ Wyplosz (2004: 4)’e göre, 2003 yılının sonunda toplam dış borçlanmaların %97’si beş anapara birimi (ABD doları, yen, euro, sterlin ve isveç frankı) ile gerçekleşmiştir. ABD doları ve euro ile gerçekleşen borçlar ise toplamın %84’ünü oluşturmaktadır.

endeksi arasında ters yönlü ancak güçlü bir ilişki bulunduğu saptanmıştır. Çalışmaya göre ulusal para birimleri ile dış borç kullanabilme yeteneği en yüksek olan ülke grubu G3 (ABD, Almanya ve Japonya) ülkeleridir. G3 ülkelerini diğer sanayileşmiş ülkeler grubu²⁰ ve yükselen piyasa ekonomileri²¹ takip etmektedir. Dolayısıyla TG sorununa en fazla açık olan ülkeler GOÜ grubunda yer almaktadır²². Çalışmanın temel sonucu ise; yabancı para birimi cinsinden yüksek dış borcu olan ülkelerin kriz yaşamaya daha yatkın olduklarıdır.

Hausmann ve Panizza (2003) ise; 1993-2001 yıllarını arasındaki dönemler için, finansal merkezler, Euro bölgesi, diğer gelişmiş ülkeler, kıyı bankacılığı bölgeleri, GOÜ'ler, Latin Amerika, Orta Doğu ve Afrika, Asya ve Pasifik ve Doğu Avrupa kapsamında 91 ülke için yaptıkları çalışmada benzer sonuçlar elde etmişlerdir. Yaptıkları çalışmada, ülkelerin gelişmişlik seviyeleri, kurumsal kalite, parasal kredibilite, mali ödeme gücü ve yurtiçi piyasalarının finansal gelişmişliği ile TG arasındaki korelasyonun zayıf olduğu sonucuna ulaşmışlardır. Ancak, ekonominin mutlak büyüklüğü ile TG arasında güçlü bir korelasyon olduğunu belirtmişlerdir.

Yapılan çalışmalar bazı makroekonomik göstergelerin YTG endeksini önemli ölçüde etkilediğini göstermektedir. Mehl ve Reynaud'un (2005: 21–25) 1994–2004 yılları arasındaki dönem için 33 ülkeyi kapsayan çalışmalarında enflasyon oranı, M1 para arzı büyüklüğü, iç borç servisi/GSYİH oranında ortaya çıkan artışın YTG endeksini artırdığını; getiri eğrisinin eğiminde²³, özel tasarruflar/GSYİH ve mali fazla/GSYİH oranlarında ortaya çıkan artışın ise YTG endeksini düşürdüğü sonucuna ulaşmışlardır.

Öte yandan Mehl ve Reynaud (2005), Hausman ve Panizza'nın (2003) aksine, sermaye hareketlerini kontrol eden ülkelerde YTG endeksinin düşeceğine yönelik güçlü kanıtlar elde edememişlerdir. Mehl ve Reynaud'a göre sermaye hesabının

²⁰ G3 dışında diğer sanayileşmiş ülkeler.

²¹ Çek Cumhuriyeti, Güney Kore, Filipinler, Endonezya, Hindistan, Polonya, Singapur, Güney Afrika Cumhuriyeti, Tayland, Brezilya, Şili, Kolombiya, Dominik Cumhuriyeti, Guatemala, Jamaika, Meksika, Paraguay, Peru ve Türkiye.

²² Güney Afrika Cumhuriyeti bu konuda bir istisnadır. Bu ülke, kendi para birimi ile önemli miktarda dış borç alabilmektedir. Kendi para birimi ile borçlanabilme yeteneğinin en yüksek olduğu ülke ise ABD'dir (Hausmann, Panizza ve Stein, 2000: 16).

²³ Getiri eğrisi, bir ekonomide yatırımcıların gelecekte faiz oranlarının alacağı değer konusundaki düşüncelerini ve dolayısıyla da ekonomi hakkındaki beklentilerini yansıtır. Getiri eğrisinin eğiminin artması ekonomik genişleme, tersi ise daralma beklentilerini yansıtır.

serbestleştirilmesi özel tasarruflar/GSYİH oranını arttırarak YTG endeksinin düşmesine yardımcı olacaktır.

Yapılan incelemeler UTG ve YTG endeksleri arasında önemli bir ilişki olduğunu göstermektedir. Bu dizinler arasındaki karşılıklı etkileşim, merkez bankalarının dalgalanma korkusu²⁴ davranışlarının sonuçları açısından önemlidir. Hausmann ve Panizza (2003: 967–968) GOÜ’lerde YTG endeksinin yükselmesi ile UTG endeksinin yükselmesi arasında doğru yönlü bir ilişki bulunduğunu tespit etmiştir. Çünkü bir ülkede yerleşikler ulusal para birimi ile borç vermek istemiyorlarsa, yabancı yatırımcıların da ulusal para birimi ile borç vermek istemesi beklenmemelidir. Bununla birlikte GOÜ’ler için YTG endeksinin düşük olması, UTG endeksinin de düşük olacağı anlamına gelmemektedir. Örneğin Şili, Filipinler, Macaristan, İsrail, Hindistan, Slovakya ve Türkiye’de YTG endeksleri düşmesine karşın UTG endeksi yüksek düzeyde gerçekleşmektedir (Hausmann ve Panizza, 2003: 968).

Dış borç-finansal kriz ilişkisini araştıran kapsamlı çalışmalardan birisi de Bordo ve Meissner (2006) tarafından yapılmıştır. İlgili çalışmada, 1880-1913 yılları için 30 ülke, 1972-1997 yılları arasında ise 36 ülke analize dahil edilmiştir. Borç krizi, para krizi ve bankacılık krizlerinin belirleyenleri havuzlanmış (pooled) probit ekonometrik yöntemiyle tahminlenmiştir. Çalışmanın temel bulgusu; döviz cinsinden yüksek dış borcun, kriz yaşama olasılığını her zaman arttırmadığıdır. Birçok gelişmiş ülkenin yüksek temel günah seviyesi olmasına rağmen çok az kriz yaşadığını, bu da krizin temel sebebinin yüksek dış borç değil, bilançodaki varlık ve yükümlülük arasındaki para birimi uyumsuzluğundan kaynaklandığını göstermektedir. Bu da döviz cinsinden borcun düzgün yönetilemediğinde kriz yaşama olasılığının daha fazla olması anlamına gelmektedir. Hem gelişmiş ülkeler hem de GOÜ’lerin yabancı para cinsinden borçlanmasına rağmen sadece GOÜ’lerin krize girme olasılığının yüksek olmasının altında yatan sebep dış borçların düzgün yönetilememesi olduğu sonucuna varmışlardır.

Bordo, Meissner and Stuckler (2010) çalışmalarında, yüksek dış borç seviyesinin para ve borç krizi yaratma olasılığı ile bu krizlerin ekonomik büyümeye

²⁴ “Dalgalanma korkusu” (fear of floating), döviz kurunu resmi (de jure) olarak dalgalanmaya bırakan ekonomilerde merkez bankalarının döviz kurundaki dalgalanmalara duyarsız kal(a)maması ve kur piyasasına fiili olarak (de facto) müdahale etmesi biçiminde tanımlanabilir (Calvo ve Reinhart, 2000).

olan etkisini araştırmışlardır. Analize dahil ettikleri 49 ülkenin, iki farklı periyotta; 1880-1913 (birinci dalga piyasa bütünleşmesi) ve 1973-2003 (ikinci dalga piyasa bütünleşmesi) olmak üzere kriz yaşama olasılıklarını probit tahmin yöntemiyle değerlendirmişlerdir. Çalışmaya göre, yabancı para cinsinden dış borcun artması GOÜ'lerde finansal zayıflığı arttırmaktadır. Toplam borçların içinde yabancı para cinsinden borcun yükselmesi döviz kuru istikrarını da zayıflatmaktadır. Bu sermaye uçuşlarına, yerli paranın değer yitirmesine ve derin bilanço problemlerinin oluşmasına neden olmaktadır. Bu haliyle yabancı para cinsinden dış borç finansal istikrarsızlığın temel kaynağı ve para ve borç krizlerinin çıkma olasılığını arttıran bir olgudur. Çalışmanın ana bulguları ise; hem dış borcun artmasından hem de sermaye çıkışlardan kaynaklanan krizlerde, ülkenin büyüme oranında ciddi bir düşüş olduğu ve üretimde büyük miktarda ve kalıcı kayıplara yol açtığı sonucuna ulaşmışlardır.

Radelet ve Sachs (1998), 1994-1997 döneminde 22 GOÜ için finansal krizlerin tahmin edilmesinde alternatif risk göstergelerinin önemini ortaya koymak amacıyla probit tahmin yöntemini kullanarak bir çalışma yapmışlardır. Çalışmanın sonucuna göre, kısa vadeli dış borçlar/döviz rezervleri oranının yüksek olması, spekülasyon atakları başlatarak ekonomik krizin ortaya çıkmasındaki en önemli göstergedir. Bu oranın yüksek olması durumunda yabancı yatırımcılar, özel ve kamu sektörünün istedikleri anda kısa vadeli yükümlülükleri karşılayamayacağını düşünürler. Bunun sonucunda yabancı yatırımcılar ülkeden çıkmak için acele ederler (capital flows) ve ülkeden ani para çıkışı ekonomiyi para krizine sürükler.

Rodrik ve Valesco (1999), 32 yükselen piyasa için, IIF (International Institute of Finance) verilerini kullanarak kurduğu model aracılığıyla, kısa vadeli borçların rezervler içindeki oranının yüksekliğinin neden olabileceği potansiyel bir likidite probleminin, GOÜ'lerde önemli bir kırılganlık yarattığı ve bunun krizi tetikleyici önemli bir neden olduğu sonucuna ulaşmıştır. Çalışmada ayrıca, kısa vadeli borçların bu yönüyle sadece krizi tetikleyici bir unsur olarak kalmadığı ve kriz bir kere gerçekleştiğinde kısa vadeli borç büyüklüğünün krizin derinleşmesi üzerinde de etkili olduğu sonucuna varılmıştır. Çalışmada ayrıca, söz konusu etkinin Asya Krizi boyunca çok yoğun olarak hissedildiğini de belirtmişlerdir.

Falcetti ve Tudela (2006), 92 GOÜ ve yükselen piyasa ekonomileri için 1970-1997 dönemine ilişkin makroekonomik ve finansal değişkenleri kullanarak yaptıkları

alışmalarında, dış borç yükümlülüklerindeki artışın parasal çöküşe neden olduğuna ilişkin önemli sonuçlar elde etmişlerdir. Ayrıca çalışmada dış borcun yapısının krizleri tetiklemedeki en önemli etkenlerden biri olduğu sonucuna varmışlardır. Analize göre, rezervlerin üzerinde gerçekleşen %1’lik kısa vadeli dış borç miktarı artışı ekonomik kriz yaşanma olasılığını %2.7 oranında arttırmaktadır.

Dış borcun, bankacılık ve dış borç krizleriyle ilişkisini araştıran diğer bir önemli çalışma da Reinhart ve Rogoff (2011) tarafından yapılmıştır. 1800-2009 yıllarını kapsayan çalışmalarında, toplam dış borcun bankacılık ve dış borç krizi yaratma olasılığını araştırmışlardır. 70 gelişmiş ve GOÜ’leri kapsayan çalışma multinominal logit ekonometrik yöntemiyle tahminlenmiştir. 1979-2009 yıllarını kapsayan modellerine göre, toplam dış borcun bankacılık krizi yaşanma olasılığını arttırdığı sonucuna varmışlardır. Çalışmanın diğer önemli bulguları ise; yüksek kamu borcu varlığının dış borç krizi yaşanma olasılığını arttırdığı, özel borçların ise bankacılık krizini tetiklediği sonucuna ulaşmışlardır. Ayrıca 1970-2009 yılları arasında genelde bankacılık krizi ve dış borç krizinin birbirini takip ettiği ve ülkede bankacılık krizini yaşanmasının, dış borcun geri ödenmeme riskini (sovereign default risk) arttırdığı çalışmadan elde edilen önemli sonuçlardandır.

Özellikle, 1994 Meksika Tekila, 1998 Rusya ve 1998 Güneydoğu Asya krizlerinden sonra dış borcun, finansal krizler üzerindeki etkileri literatürde en çok tartışılan ve ekonometrik modellerle etkileri ölçülen konulardan birisi olmuştur. Bu çalışmalardan çıkan ortak sonuç; dış borçlanmanın finansal kriz riskini arttırdığı yönündedir. Bu çalışmalardan bazıları; Sachs, Tornell ve Velasco (1996), Frankel ve Rose (1996), Milesi-Ferretti ve Razin (1998), Berg ve Pattillo, (1999), Bussiere ve Mulder, (1999), Eichengreen ve Mody (1999), Detragiache ve Spilimbergo (2001, 2003, 2004).

3.2. DIŞ BORCUN FİNANSAL YAKLAŞIMLARA DAYALI ANALİZİ

GOÜ’lerde dış borçların büyük boyutlara ulaşması, dikkatleri bir takım rasyo analizleri (dış borç göstergeleri) zerinde toplamıştır. Borçlanmanın sınırının ve srdrebilirliğinin temel belirleyicileri olarak hem borç alan hem de borç veren taraf kendi durumlarını daha iyi değerlendirebilmeleri için bazı oranları veri kabul etmeyi

uygun bulmuşlardır. Uygulamada, bir ülkenin dış borçlanma politikası değerlendirilirken en somut yöntemler olan dış borçluluk rasyolarından faydalanılmaktadır. Bu rasyoların tümü birlikte ele alındığında incelenen ülkenin dış borç profili oldukça kapsamlı bir şekilde ortaya çıkmaktadır. Bu rasyolar (oranlar), borç veren taraf bakımından, borç verilecek ülkenin güvenilirliğini, borcu geri ödeyebilme kapasitesini veya borç vermede beklenen amacın gerçekleşebilme imkânını görebilmek bakımından önemli olmaktadır. Bu rasyolar varolan borçların birikiminin ne şekilde oluştuğundan ziyade stok olarak risk miktarındaki gelişmelerin birer ölçüsü ve ülke riskinin mukayeseli analizine yardımcı göstergelerdir. Dış borçluluk rasyoları, dış borçlanma konusunda geleceğe yönelik projeksiyonlar için de yeterli bir veri tabanı sunmaktadırlar.

Dünya Bankası ve IMF tarafından kabul gören borçlanma rasyoları; Toplam Borç/GSMH, Toplam Borç/İhracat, Borç Servisi/İhracat ve Faiz Servisi/İhracat olmak üzere dört tanedir. Bu dört borç göstergesinden üçünün belirli bir seviyeyi aşması durumunda o ülke çok borçlu ülke kabul edilir. Bu oranların;

- Toplam Borç/GSMH > %50,
- Toplam Borç/İhracat > %275,
- Borç Servisi/İhracat > %30,
- Faiz Servisi/İhracat > %20,

olması halinde ülke çok borçlu sayılır. Bu rasyolara göre orta derecede borçlu olmak için gösterge değerleri sırası ile %30-50, %165-275, %18-30 ve % 12-20 arasında olmalıdır (Evgin, 2000: 13).

Büyük boyutlardaki dış borçlar, borç alan taraf için de veren taraf için de bir risk oluşturmaktadır. Bu riski minimuma indirmek için her iki tarafın kendi durumunu çok iyi analiz etmesi gerekir. Dış borç rasyoları bu durumun analizi için vazgeçilmez enstrümanlardır. Bir ülkenin dış borçluluk oranını ölçmek için birçok rasyo²⁵ kullanılmaktadır. Ancak bu bölümde dış borçluluk rasyoları içinde en yaygın olanlarına yer verilecektir.

GOÜ'lerin²⁶ dış borçlarla ilgili temel göstergeleri Tablo 14'te verilmektedir. GOÜ'lerin dış borç stokları 2010 yılında 4.4 trilyon dolar, 2011 yılında ise 4.9 trilyon dolar olarak gerçekleşmiştir. 2010-2011 yılları arasında GOÜ'lere sağlanan

²⁵ Bu rasyolarla ilgili detaylı bilgiler 2.1.5 no'lu bölümde verilmiştir.

²⁶ GOÜ'lerin listesi için bkz. Ek 1.

toplam dış borç stoğu 464 milyar dolar artış göstermiştir. 2011 yılında dış borç bileşenlerinden en fazla artış gösteren kalem, %18'lik artış oranıyla kısa vadeli dış borçlardır. 2011 yılında GOÜ'lerin dış borç stokları GSMH'lerinin %22'sini, ihracatlarının ise %69'unu oluşturmaktadır. Kısa vadeli dış borçlar toplam dış borç stoğunun %26'sını oluşturduğundan, GOÜ'lerin dış borç yapıları riskli görünmektedir. 2011 yılında toplam dış borç stoğunun 3.5 trilyon doları uzun vadeli dış borçlardan, 1.3 trilyon doları ise kısa vadeli dış borçlardan meydana gelmektedir. Kamu ve kamu garantili dış borcun döviz kompozisyonunu incelemek gerekirse, GOÜ'lerin dış borç stoklarının %67'sini ABD doları oluşturmaktadır. GOÜ'ler, ABD dolarından sonra %12 oranında euro ile %10 oranında ise Japon yeni ile borçlanmaktadır. 2011 yılında GOÜ'ler 174 milyar dolar dış borç faiz ödemesi gerçekleştirmişlerdir. Bunun 127 milyar doları uzun vadeli dış borçlara ait faiz ödemeleri, 45 milyar doları ise kısa vadeli dış borçlara ait faiz ödemelerinden oluşmaktadır.

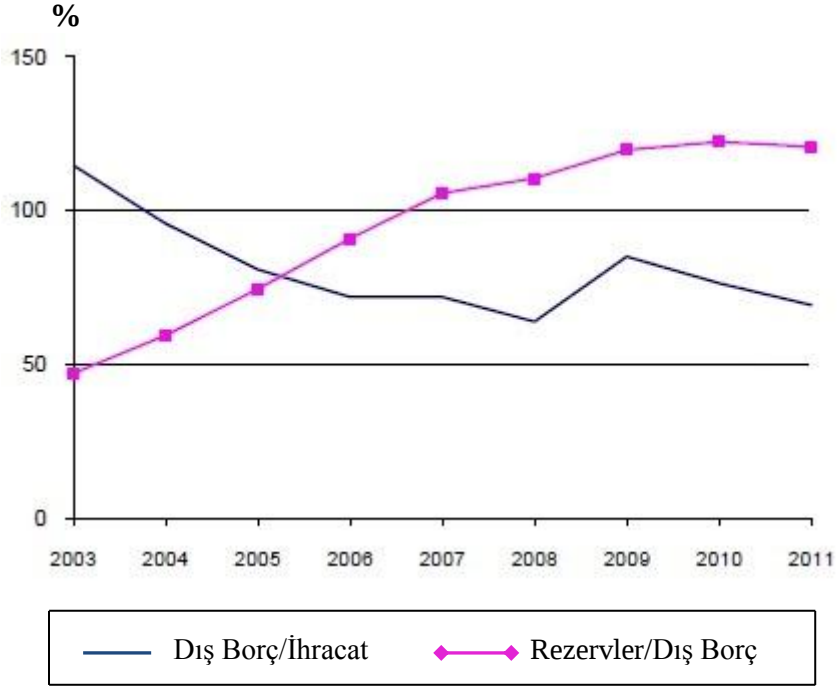
Tablo 14: GOÜ'lerin Dış Borçlarla İlgili Temel Göstergeleri

	1995	2000	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011
Toplam Dış Borç Stoku (milyon \$)	1,860,622	2,137,041	2,577,202	2,801,513	3,421,962	3,677,974	3,922,617	4,412,233	4,876,042
Uzun Vadeli Dış Borçlar	1,469,870	1,764,272	1,993,182	2,150,133	2,570,169	2,834,073	2,964,483	3,191,784	3,469,415
- Kamu ve Kamu Garantili	1,261,379	1,273,376	1,308,484	1,294,266	1,395,247	1,443,391	1,579,562	1,673,941	1,773,246
- Özel (garantisiz)	208,491	490,896	684,698	855,867	1,174,922	1,390,683	1,384,922	1,517,843	1,696,168
Kullanılan IMF Kredileri	59,881	79,370	72,351	44,285	41,212	50,737	148,269	158,136	158,104
Kısa Vadeli Dış Borçlar	330,871	293,399	511,670	607,095	810,580	793,164	809,865	1,062,313	1,248,523
Kamu ve Kamu Garantili Dış Borcun Döviz Kompozisyonu (%)									
Euro	-	-	14.1	14.3	14.8	13.6	14.0	12.6	11.7
Japon Yeni	13.0	12.1	9.9	9.6	8.8	10.4	9.5	10.1	9.8
İngiliz Sterlini	1.6	1.0	1.1	0.7	0.6	0.4	0.4	0.4	0.4
İsviçre Frankı	1.1	0.5	0.5	0.6	0.6	0.5	0.5	0.4	0.4
ABD Doları	48.2	61.7	64.5	65.3	65.2	65.7	66.0	65.8	66.6
Temel Ekonomik Bileşenler (milyon \$)									
GSMH	4,797,416	5,646,316	9,418,325	11,198,577	13,909,664	16,663,412	16,242,777	19,472,131	22,710,300
İhracat	1,141,830	1,656,504	3,189,460	3,900,659	4,757,351	5,759,561	4,616,276	5,781,029	7,039,363
İthalat	1,301,854	1,708,052	3,152,969	3,750,396	4,627,232	5,686,376	4,670,279	5,939,059	7,263,877
Doğrudan Yabancı Yatırımlar	94,837	148,508	306,605	397,973	559,423	636,934	427,874	582,682	644,397
Uluslararası Rezervler	439,401	612,253	1,920,527	2,545,594	3,613,411	4,062,266	4,694,354	5,396,364	5,888,373
Faiz Ödemeleri (milyon \$)									
Uzun Vadeli Dış Borçlar	85,036	114,029	104,309	117,475	137,435	138,677	122,157	152,785	173,823
- Kamu ve Kamu Garantili Borçlar	67,490	94,082	83,319	92,578	108,004	116,760	107,741	110,441	127,435
- Özel (garantisiz)	56,594	63,419	60,624	56,056	61,079	59,327	54,989	56,160	59,981
IMF	10,897	30,663	22,695	36,523	46,925	57,433	52,752	54,280	67,453
Kısa Vadeli Dış Borçlar	2,632	3,794	3,995	2,603	1,571	1,188	790	1,285	1,460
	14,913	16,155	16,997	22,294	27,860	20,729	13,626	41,059	44,928

Kaynak: World Bank, 2013, s. 32-33; World Bank, 2012, s. 40-41.

Şekil 7’de ise 2003-2011 yılları arasında GOÜ'lere ait dış borçlarla ilgili iki temel rasyonun genel trendi sergilenmektedir. 2005 yılında GOÜ'lerin dış borçları ihracatlarının %81'ini oluştururken bu oran 2010 yılında %76 ve 2011 yılında ise %69 olarak gerçekleşmiştir. 2003-2011 yıllarına baktığımızda Uluslararası rezervler/dış borç rasyosunun genel bir artış trendinde olduğunu görmekteyiz. Bu oran 2005 yılında %74.5, 2010 yılında %122.3 ve 2011 yılında ise %120.8 olarak gerçekleşmiştir. Bu sürekli artan eğilim GOÜ'lerin dış borçlarını kendi kaynaklarıyla daha kolayca ödeyebildiğinin önemli bir göstergesidir.

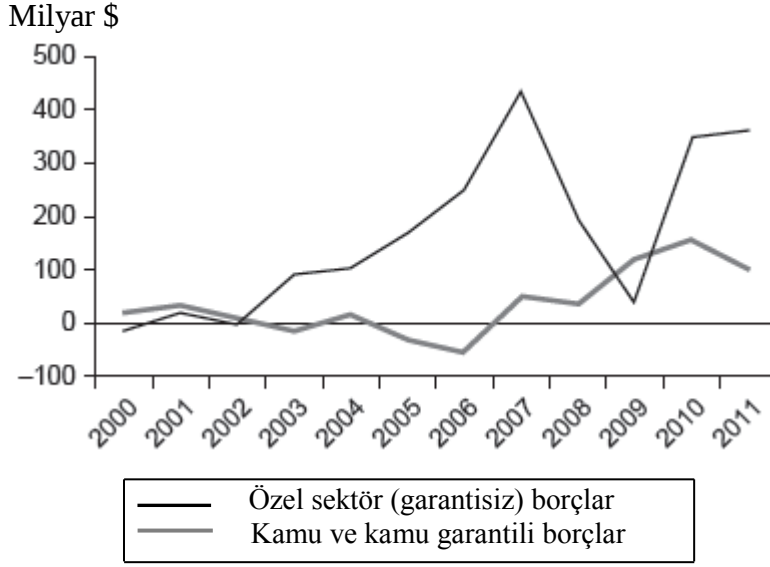
Şekil 7: GOÜ’lerde Temel Dış Borç Rasyoları (2003-2011)



Kaynak: World Bank, 2013, s. 33.

Şekil 8 ‘de özel sektör garantisiz borçlar ile kamu ve kamu garantili borçların genel seyri verilmiştir. Küresel kriz ile birlikte sert düşüş gösteren özel sektör borçlanmaları, 2009 yılının ikinci yarısından itibaren tekrar yükselme eğilimindedir. 2011 yılında özel sektör tarafından alınan borçlar 2010 yılına göre %4 artış göstererek 363 milyar dolar olarak gerçekleşmiştir. Öte yandan kamu ve kamu garantili borç yapısında tersi gözlemlenmektedir. Kamu ve kamu garantili borçlar 2010 yılına göre %36 düşüşle 101 milyar dolar olarak kaydedilmiştir.

Şekil 8: Özel ve Kamu Net Borç Girişleri (2000-2011)



Kaynak: World Bank, 2013, s. 4.

Tablo 15’te GOÜ’ler arasında en çok borçlanan 10 ülkenin 2011 dış borç stokları ve 2010-2011 arasındaki net dış borç girişleri verilmiştir. 2005 yılında, GOÜ’ler arasında en çok borçlanan 10 ülkenin toplam borçları, GOÜ’lerin kullandıkları toplam dış borçların %56’sını oluşturmaktadır. Aynı oran 2011 yılı için %65’tir. GOÜ’lerin toplam borçlarının %14.1’i Çin’e, %11.1’i Rusya’ya, %8.3’ü Brezilya’ya ve %6.9’u ise Hindistan’a aittir. Türkiye %6.3 ile GOÜ’ler arasında en çok borçlanan beşinci ülkedir. BRICs ülkeleri olarak adlandırılan Brezilya, Rusya, Hindistan ve Çin’in kullandığı toplam dış borçlar, 2011 yılında GOÜ’lerin toplam dış borçlarının %40’ını oluşturmaktadır. 2011 yılı itibariyle GOÜ’lerin toplam dış borç stokları 4.9 trilyon dolar iken, en çok borçlu 10 ülkenin toplam dış borç stoku 3.2 trilyon dolar olarak gerçekleşmiştir. En çok borçlu 10 ülkeye giren net dış borç miktarı 2011 yılında 2010 yılına göre %2 oranında azalmıştır. Türkiye’nin 2011 yılında kullandığı dış borç miktarı 2010 yılına göre %67 oranında azalmıştır.

Tablo 15: En Borçlu 10 Ülkenin 2011 Dış Borç Stokları ve 2010-2011 Net Dış Borç Girişleri

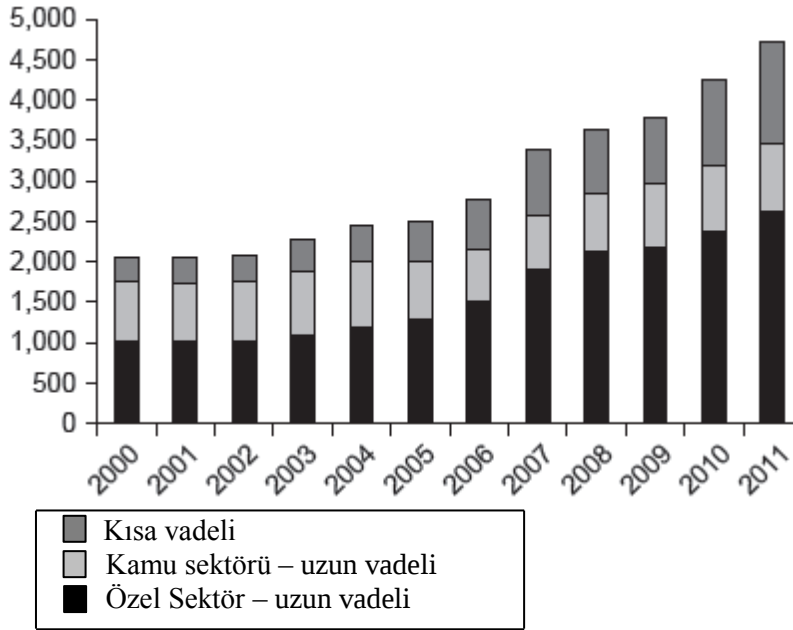
Milyar \$	2011 Dış Borç Stoğu		2010 Net Dış Borç Girişi	2011 Net Dış Borç Girişi	2010 Net Dış Borç Girişinin % Değişimi	2011 Net Dış Borç Girişinin % Değişimi
Ülke	Miktar	Toplam İçindeki Payı %	Miktar	Miktar		
Çin	685.4	14.1	115.2	127.1	10.3	27.4
Rusya	543.0	11.1	31.1	32.8	5.5	7.1
Brezilya	404.3	8.3	70.8	51.9	-26.7	11.2
Hindistan	334.3	6.9	34.1	44.0	28.9	9.5
Türkiye	307.0	6.3	21.9	7.1	-67.3	1.5
Meksika	287.0	5.9	43.9	43.2	-1.5	9.3
Endonezya	213.5	4.4	15.8	18.4	16.4	4.0
Ukrayna	134.5	2.8	16.7	18.5	10.2	4.0
Romanya	129.8	2.7	4.3	5.5	28.1	1.2
Kazakistan	124.4	2.6	7.2	5.2	-26.8	1.1
"En çok borçlu 10 Ülke" Toplamı	3,163.4	64.9	360.9	353.7	-2.0	76.2
Diğer GOÜ'ler	1,712.7	35.1	128.7	110.2	-14.4	23.8
Tüm GOÜ'ler	4,876.0	100.0	489.6	463.8	-5.3	100.0

Kaynak: World Bank, 2013, s. 4.

Vade ve borçlanan yapısına göre dış borç stoğu miktarları Şekil 9'da gösterilmektedir. Özellikle son 10 yılda özel ve kamu sektörü borçlanmaları açısından dikkat çekici gelişmeler yaşanmıştır. Özel sektörün dış borçlanması hızla artarken kamu dış borçlarının ise ciddi bir oranda azaldığı görülmektedir. GOÜ'lerde özel sektörün uzun vadeli dış borçları 2011 yılında 2,616 milyar dolar miktarı ile 2000 yılı seviyesinin iki katından daha fazla olarak gerçekleşmiştir. 2011 yılında, GOÜ'lerin uzun vadeli toplam dış borçlarının %75'i özel sektör tarafından kullanılmıştır. Aynı oran 2000 yılında %57 olarak gerçekleşmiştir. 2011'de özel sektörün kullandığı kısa ve uzun vadeli dış borçların toplamı GOÜ'lerin GSMH'lerinin %17'sini ihracat gelirlerinin de %52'sini oluşturmaktadır.

Şekil 9: GOÜ’lerde Vade ve Borçlanan Yapısına Göre Dış Borç Stoğu (2000-2011)

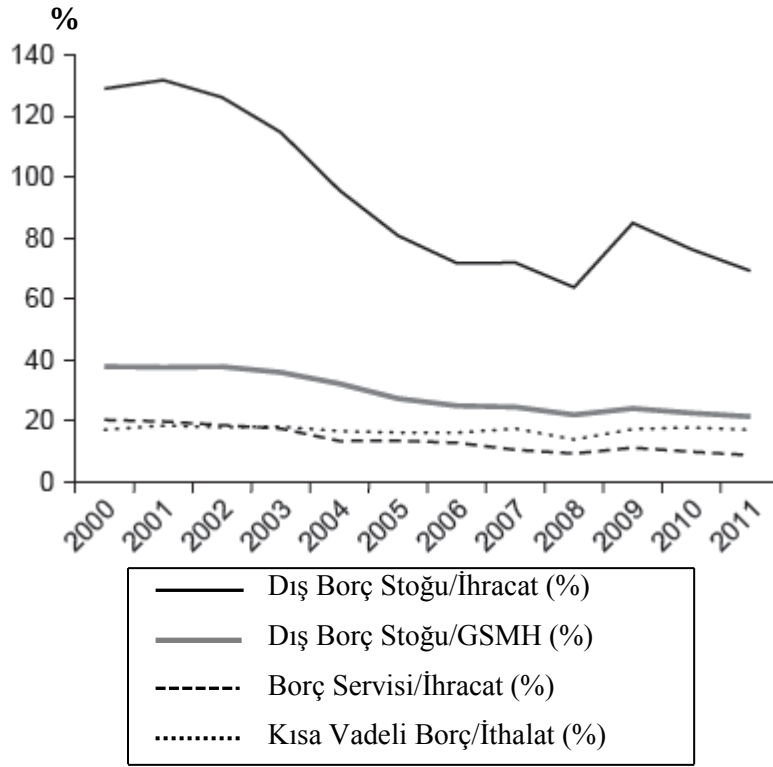
Milyar \$



Kaynak: World Bank, 2013, s. 8.

Şekil 10’da GOÜ’lerin 2000-2011 yılları arasındaki temel borç rasyolarının genel seyri verilmiştir. 2000 yılının başlarından 2008 yılına kadar, GOÜ’lerin dış borç göstergelerinin oldukça iyiye gittiği görülmektedir. 2000 yılında %129 olan dış borç/ihracat rasyosu 2008 yılında %63.9’a gerilemiştir. Dış borç/GSMH rasyosu ise 2000 yılında %37.9 iken 2008 yılında %22.1’e düşmüştür. Fakat yaşanan küresel ekonomik ve finansal kriz bu olumlu gelişmeleri tersine çevirmiş ve 2009 yılında GOÜ’lerin ihracat gelirlerinde %20 gibi sert bir düşüş yaşanmasına ve dış borçlarının iki katına çıkmasına neden olmuştur. 2009 yılında GOÜ’lerin dış borç/ihracat rasyosu 2005 yılından beri en yüksek seviyesine ulaşmış ve %85 olarak gerçekleşmiştir. Aynı yıl GOÜ’lerin dış borç/GSMH rasyosu ise %24.2’ye yükselmiştir. Küresel ekonomik belirsizliğin ortadan kalkması ile birlikte bu oranlar tekrar azalmaya başlamıştır. 2011 yılında GOÜ’lerin dış borç/GSMH oranı %21.5’e, dış borç/ihracat oranları ise %69.3’e gerilemiştir.

Şekil 10: GOÜ’lerde Temel Borç Rasyoları (2000-2011)



Kaynak: World Bank, 2013, s. 10.

Tablo 16’da bölge gruplarına göre ayrılan GOÜ’lerin iki temel dış borç rasyolarının karşılaştırılması verilmektedir. GOÜ’ler içinde en az borç yükü olan bölge Doğu Asya ve Pasifik iken en fazla borç yükü ise Avrupa ve Merkez Asya bölgesine aittir. Avrupa ve Merkez Asya bölgesi küresel finansal krizden en çok etkilenen bölge olarak tüm GOÜ’ler içinde en yüksek toplam dış borç/GSMH ve toplam dış borç/ihracat rasyolarına sahiptir. Dış borç yükünün fazla olduğu ikinci bölge ise Sahra Altı Afrika bölgesidir. En çok borçlu 10 ülke diğer GOÜ’lerle karşılaştırıldığında her iki borç göstergesi açısından da daha düşük oranlara sahip olduğu görülmektedir.

Tablo 16: GOÜ'lerin Bölge Gruplarına Göre Seçilmiş Dış Borç Rasyoları

Ülke Grupları	Toplam Dış Borç/GSMH (%)				Toplam Dış Borç/İhracat (%)			
	2008	2009	2010	2011	2008	2009	2010	2011
Doğu Asya ve Pasifik	13.1	13.8	14.2	13.5	32.5	43.3	41.0	39.9
Avrupa ve Merkez Asya	40.2	52.4	47.7	43.1	106.7	156.1	136.3	111.8
Latin Amerika ve Karayipler	21.7	24.3	22.4	22.7	87.2	115.3	106.8	99.0
Orta Doğu ve Kuzey Afrika	15.9	17.3	16.4	15.0	39.5	51.5	51.5	44.5
Güney Asya	21.0	21.5	19.8	20.0	84.9	110.7	94.8	86.8
Sahra Altı Afrika	24.3	27.9	26.1	24.8	56.3	82.1	69.7	62.5
En Çok Borçlu 10 Ülke	19.7	21.3	20.1	19.1	64.1	84.7	75.7	69.7
Diğer GOÜ'ler	28.0	31.4	31.7	31.2	68.1	93.2	83.3	76.9
Tüm GOÜ'ler	22.1	24.2	22.7	21.5	63.9	85.0	76.4	69.3

Kaynak: World Bank, 2013, s. 10.

Tablo 17’de G7 ülkelerinin 2006-2011 yılları arasındaki brüt dış borç stokları verilmektedir. 2006-2011 yılları arasında G7 ülkelerinin dış borç stokları %30 oranında artış göstererek 2011 yılı itibariyle 42.5 trilyon dolar olarak gerçekleşmiştir. Belirtilen yıllar arasında Japonya’nın dış borç stoğu iki katına çıkarak dış borç miktarı en fazla büyüyen ülke olmuştur. Japonya’yı %71 dış borç stoğu büyüme oranı ile Kanada takip etmektedir. %38’lik dış borç büyüme oranıyla ABD, dış borç stoğu en hızlı büyüyen üçüncü ülke olmuştur. ABD aynı zamanda G7 ülkeleri arasında en fazla dış borç stoğuna sahip olan ülkedir. G7 ülkelerinin dış borçlarının %26’sı kamu sektörüne ait borçlardan %45’i ise kısa vadeli borçlardan oluşmaktadır.

Tablo 17: G7 Ülkelerinin Dış Borç Stokları, 2006-2011 (milyar dolar)

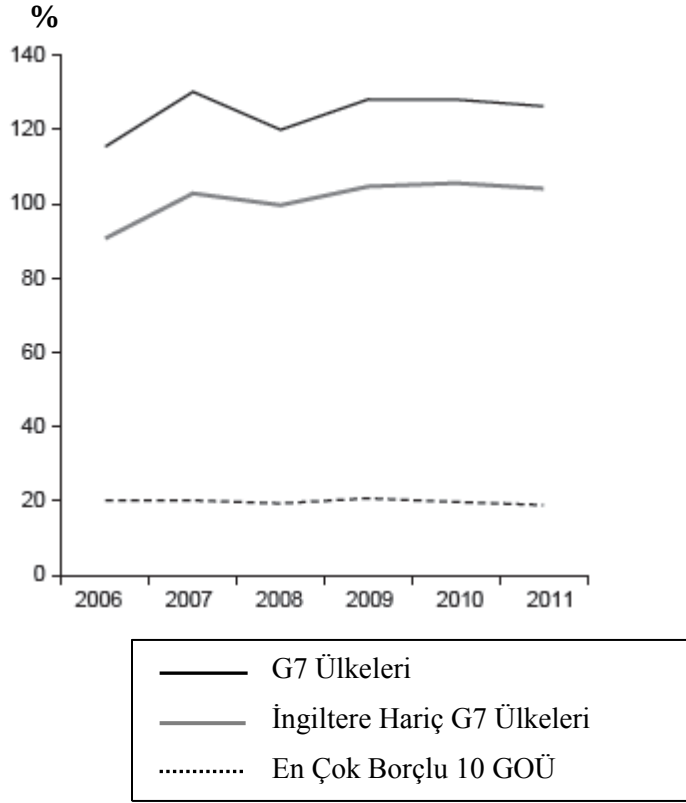
	2006	2007	2008	2009	2010	2011
Kanada	696.6	831.7	839.6	997.5	1,107.0	1,190.9
Fransa	3,817.6	4,841.9	4,879.5	5,164.3	5,119.1	5,003.8
Almanya	4,219.2	5,115.5	5,125.7	5,114.1	5,221.2	5,338.2
İtalya	2,108.0	2,549.3	2,395.3	2,551.2	2,435.2	2,349.7
Japonya	1,512.9	1,767.8	2,230.6	2,086.4	2,588.6	3,115.2
İngiltere	9,239.3	11,260.6	9,106.7	9,409.5	9,483.0	9,976.2
ABD	11,204.1	13,427.1	13,749.6	13,661.8	14,516.5	15,508.2
G7 Toplamı	32,797.8	39,794.0	38,327.0	38,984.7	40,470.6	42,482.0

Kaynak: World Bank, 2013, s. 14.

Şekil 11’de G7 ülkeleri ile en çok borçlu 10 GOÜ’nin dış borç/GSYİH rasyoları karşılaştırılmaktadır. Dış borç stokları GSYİH ile karşılaştırıldığında, G7 ülkelerinin GOÜ’lere göre daha ağır dış borç yüküne sahip oldukları görülmektedir. G7 ülkelerinin dış borç/GSYİH oranları 2006 yılında %115, 2008 yılında %128 ve 2011 yılında %126 olarak gerçekleşmiştir. G7 ülkeleri içerisinde küresel finansal marketlerdeki rolü yüzünden brüt dış borç stoğu etkilenen İngiltere²⁷ çıkartılsa bile yine de dış borç/GSYİH oranı %100’ün üzerinde seyretmektedir. En çok borçlu 10 ülke ile karşılaştırıldığında G7 ülkelerinin çok yüksek dış borç/GSYİH oranlarına sahip olduğu görülmektedir. En çok borçlu 10 ülkenin dış borç /GSYİH oranları 2006 yılında %21.6, 2011 yılında ise %18.9 olarak gerçekleşmiştir.

²⁷ İngiltere 2011 yılı itibarıyla %410.3 gibi yüksek bir dış borç/GSYİH oranına sahip olduğundan uç değer (outlier) olarak değerlendirilmektedir.

Şekil 11: Seçilmiş Ülke Gruplarına Göre Dış Borç/GSYİH Rasyoları (2006-2011)



Kaynak: World Bank, 2013, s. 14.

3.2.1. Ödeyebilirlik Göstergeleri

3.2.1.1. Toplam Dış Borç / GSMH

Toplam dış borç/ GSMH oranı, bir ülkenin borçlarını ödeyebilme gücünü gösteren önemli bir orandır. Toplam dış borç stokunun GSMH'ya oranı, toplam dış borçların yıllık GSMH'nın ne kadarına karşılık geldiğini gösterir. Bu rasyo genellikle bir ülkenin kredi değerliliğinin ölçülmesinde kullanıldığı gibi, risk ve borç yükü analizlerinde de genel bir ölçüt olarak değerlendirilmektedir (Söyler, 2001: 20).

Tablo 18'de GOÜ'lere ait dış borç stoku/GSMH oranları verilmiştir. Tablo incelendiğinde, 1995-2011 yılları arasında bu rasyonun sürekli düşme eğiliminde olduğu görülmektedir. Küresel finansal krizle %24.1'e ulaşan rasyo değeri 2011 yılı itibarıyla %21.5'e gerilemiştir. Özellikle son on yılda GOÜ'lerin dış borç yüklerinin ciddi oranda azaldığını söylemek mümkündür. 2011 yılında Türkiye'nin dış

borç/GSMH rasyosu %44 olarak gerçekleşmiştir. IMF ve Dünya Bankası tarafından kabul edilen ölçüye göre²⁸, ülkemiz bu oranla “orta derecede borçlu ülke” gurubuna girmektedir.

Tablo 18: GOÜ’lerde Toplam Dış Borç/GSMH Rasyosu

	Toplam Dış Borç Stoku (milyon \$)	GSMH (milyon \$)	Toplam Dış Borç Stoku/GSMH (%)
1995	1,860,622	4,797,416	38.8
2000	2,137,041	5,646,316	37.8
2005	2,577,202	9,418,325	27.4
2006	2,801,513	11,198,577	25.0
2007	3,421,962	13,909,664	24.6
2008	3,677,974	16,663,412	22.1
2009	3,922,617	16,242,777	24.1
2010	4,412,233	19,472,131	22.7
2011	4,876,042	22,710,300	21.5

Kaynak: World Bank, 2013, s. 32-33; World Bank, 2012, s. 40-41.

3.2.1.2. Toplam Dış Borç / İhracat

Bu rasyo bir ülkenin borçluluk durumunu ve ayrıca dış borç ödeme kapasitesini gösteren, ihracat gelirlerinin toplam borç stoku üzerindeki uzun dönemli etkileri konusunda bilgi edinmek için kullanılan bir ölçüttür (Söyler, 2001: 20). Toplam dış borç/ihracat oranı borçlu ülkeler için ödeme kapasitelerinin önemli bir göstergesidir. Bu oranın yükselmesi, borçların ihracat gelirlerini aştığını gösterir ve borç alan ülke açısından olumsuz bir gelişmedir.

Tablo 19’da GOÜ’lere ait dış borç stoku/ihracat rasyoları verilmiştir. 1995-2008 yılları arasında düşme eğiliminde olan bu rasyo küresel finansal krizle birlikte, GOÜ’lerin ihracat gelirlerinin %20 gibi ciddi bir oranda düşmesiyle tekrar yükselmiş ve 2009 yılında %85 olarak gerçekleşmiştir. Küresel finansal kriz ortamından yavaş yavaş uzaklaşılmasıyla birlikte bu oran 2011 yılında %69.3’e kadar gerilemiştir. Bu

²⁸ Dünya Bankası ve IMF tarafından kabul edilen ölçüye göre, bir ülkenin bu rasyosu %30-50 arasında ise ülke “orta derecede borçlu”, %50’yi aşması halinde ise “çok borçlu” olduğu kabul edilmektedir.

oranın düşmesi olumlu bir gelişme olarak, GOÜ’lerin dış borç ödeme kapasitelerinin yükseldiğini göstermektedir. 2011 yılı verilerine göre Türkiye’nin dış borç/ihracat rasyosu %186 olarak kaydedilmiştir. IMF ve Dünya Bankası tarafından kabul edilen ölçüye²⁹ göre, ülkemiz bu rasyo ile “orta derecede borçlu ülke” gurubuna girmektedir.

Tablo 19: GOÜ’lerde Toplam Dış Borç/İhracat Rasyosu

	Toplam Dış Borç Stoku (milyon \$)	İhracat (milyon \$)	Toplam Dış Borç Stoku/İhracat (%)
1995	1,860,622	1,141,830	163.0
2000	2,137,041	1,656,504	129.0
2005	2,577,202	3,189,460	80.8
2006	2,801,513	3,900,659	71.8
2007	3,421,962	4,757,351	71.9
2008	3,677,974	5,759,561	63.9
2009	3,922,617	4,616,276	85.0
2010	4,412,233	5,781,029	76.3
2011	4,876,042	7,039,363	69.3

Kaynak: World Bank, 2013, s. 32-33; World Bank, 2012, s. 40-41.

3.2.2. Likidite Göstergeleri

3.2.2.1. Toplam Dış Borç Servisi / İhracat

Bir ülkenin ihracat gelirlerinin, ne kadarının borç servisi ödemelerine ayrıldığını gösteren bir orandır. Oranın payını gösteren dış borç servisi, anapara ve faiz ödemelerinden meydana gelmektedir. Bir ülkenin dış borç yükünün değerlendirilmesinde ve çok borçlu olup olmadığının ölçülmesinde kullanılmaktadır. Oran, dış borçlanmanın yanı sıra, ülkenin uluslararası likidite sorunlarının analizinde de önemli rol oynar.

²⁹ Dünya Bankası ve IMF tarafından kabul edilen ölçüye göre, bir ülkenin bu rasyosu %165-275 arasında ise ülke “orta derecede borçlu”, %275’i aşması halinde ise “çok borçlu” olduğu kabul edilmektedir.

Tablo 20’de GOÜ’lere ait dış borç servisi/ihracat rasyoları sunulmuştur. Dış borç karşılama oranı olarak da adlandırılan bu rasyo 1995 yılından itibaren küresel kriz yılları hariç sürekli düşme eğilimindedir. Küresel krizin ardından %11.3’e yükselen dış borç karşılama oranı 2011 yılı itibariyle %8.8’e düşmüştür. Bu olumlu gelişme, GOÜ’lerin ödemeler dengesinde bir iyileşmenin ve buna bağlı olarak dış borç ödeme gücünde bir artış olduğunu göstermektedir. 2011 yılında Türkiye’nin dış borç servisi/ihracat rasyosu %30.2 olarak gerçekleşmiştir. IMF ve Dünya Bankası tarafından kabul edilen ölçüye³⁰ göre, ülkemiz bu rasyo ile “çok borçlu ülke” gurubuna girmektedir.

Tablo 20: GOÜ’lerde Toplam Dış Borç Servisi/İhracat Rasyosu

	Toplam Dış Borç Servisi (milyon \$)	İhracat (milyon \$)	Toplam Dış Borç Servisi/İhracat (%)
1995	205,529	1,141,830	18.0
2000	337,927	1,656,504	20.4
2005	433,766	3,189,460	13.6
2006	503,185	3,900,659	12.9
2007	504,279	4,757,351	10.6
2008	541,399	5,759,561	9.4
2009	521,639	4,616,276	11.3
2010	578,104	5,781,029	10.0
2011	619,464	7,039,363	8.8

Kaynak: World Bank, 2013, s. 32-33; World Bank, 2012, s. 40-41.

3.2.2.2. Toplam Dış Borç Faiz Servisi / İhracat

Bir ülkenin, dış borç faiz ödemelerinin ihracat gelirlerine oranı da dış borçların sürdürülebilir olup olmadığını gösteren bir orandır. Bu rasyo, bir ülkenin ihracat gelirlerinin ne kadarlık kısmının yıllık borç faiz ödemelerini karşıladığını

³⁰ Dünya Bankası ve IMF tarafından kabul edilen ölçüye göre, bir ülkenin bu rasyosu %18-30 arasında ise ülke “orta derecede borçlu”, %30’u aşması halinde ise “çok borçlu” olduğu kabul edilmektedir.

gösterir. Faiz servisi artış hızının ihracat artış hızından fazla olması olumsuz bir gelişme olarak değerlendirilmektedir. Bu oranın artış hızı ve beklenen seviyesi, ülke yatırımlarının dış kaynaklarla finansman durumuna, sermaye/hasıla katsayısına, dış finansmanın faiz, vade koşullarındaki gelişmelere bağlı olarak farklılık göstermektedir.

Tablo 21’de GOÜ’lere ait dış borç faiz servisi/ihracat rasyoları verilmektedir. 1995’te %7.4 olarak gerçekleşen rasyo 2009 yılına kadar sürekli düşme eğiliminde olup 2011 yılında %2.5 olarak kaydedilmiştir. Dünyada yaşanan büyük durgunluğun ardından bu rasyo tekrar azalmaya devam etmektedir. Bu rasyonun düşmesi olumlu bir gelişme olup, GOÜ’lerin dış borçlarını sürdürebildiklerinin de önemli bir göstergesidir. 2011 yılında Türkiye’nin dış borç faiz servisi/ihracat rasyosu %8.03 olarak gerçekleşmiştir. IMF ve Dünya Bankası tarafından kabul edilen ölçüye³¹ göre, ülkemiz bu rasyo ile “az borçlu ülke” gurubuna girmektedir.

Tablo 21: GOÜ’lerde Toplam Dış Borç Faiz Servisi/İhracat Rasyosu

	Toplam Dış Borç Faiz Servisi (milyon \$)	İhracat (milyon \$)	Toplam Dış Borç Faiz Servisi/İhracat (%)
1995	85,036	1,141,830	7.4
2000	114,029	1,656,504	6.9
2005	104,309	3,189,460	3.3
2006	117,475	3,900,659	3.1
2007	137,435	4,757,351	2.9
2008	138,677	5,759,561	2.4
2009	122,157	4,616,276	2.6
2010	152,785	5,781,029	2.6
2011	173,823	7,039,363	2.5

Kaynak: World Bank, 2013, s. 32-33; World Bank, 2012, s. 40-41.

³¹ Dünya Bankası ve IMF tarafından kabul edilen ölçüye göre, bir ülkenin bu rasyosu %12-20 arasında ise ülke “orta derecede borçlu”, %20’yi aşması halinde ise “çok borçlu” olduğu kabul edilmektedir.

3.2.2.3. Uluslararası Rezervler / Dış Borç Stoku

Uluslararası rezervlerin toplam dış borca oranı, ülkede var olan mevcut rezervlerle toplam dış borçların ne kadarının karşılanabildiğini göstermektedir. Bu rasyo borç geri ödeme gücünün de önemli bir göstergesidir. Oranın büyüklüğü, ülkenin dış borç ödemelerini daha kolayca yapacağını, küçüklüğü ise dış ödemelerde sıkıntılı olduğunu gösterir. Uluslararası rezervlerin toplam dış borç stokuna oranı, kısa vadede dışarıdan kaynak desteği almadan, döviz cinsinden varlıklar ile, döviz cinsinden yükümlülüklerin ne oranda karşılanabileceğini gösterir. Cari dengenin sürdürülebilirliğine ilişkin analizlerde de önemli bir göstergedir.

Tablo 22’de GOÜ’lere ait uluslararası rezervler/dış borç stoku rasyoları gösterilmektedir. 1995-2011 yılları arası incelendiğinde, bu rasyonun sürekli yükselme eğiliminde olduğu görülmektedir. Oranın yıllar itibariyle sürekli yükselmesi GOÜ’ler açısından olumlu bir gelişmedir. İlgili yıllarda rasyonun sürekli yükselmesi GOÜ’lerin dış borç ödeme güçlerinin arttığı anlamına gelmektedir. Türkiye’nin 2005-2011 yılları arası uluslararası rezervler/dış borç stoğu rasyoları sırasıyla; %29.5, %29.1, %28.4, %24.3, %25.5, %26.9 ve %25.5 olarak gerçekleşmiştir. Rasyolar incelendiğinde genel bir düşüş eğiliminin olduğu görülmektedir. Bu olumsuz gelişme, 2005 yılından beri Türkiye’nin dış borç ödeme gücünün azaldığını göstermektedir.

Tablo 22: GOÜ’lerde Uluslararası Rezervler/Dış Borç Stoku Rasyosu

	Uluslararası Rezervler (milyon \$)	Toplam Dış Borç Stoku (milyon \$)	Uluslararası Rezervler/Toplam Dış Borç Stoku (%)
1995	439,401	1,860,622	23.6
2000	612,253	2,137,041	28.6
2005	1,920,527	2,577,202	74.5
2006	2,545,594	2,801,513	90.9
2007	3,613,411	3,421,962	105.6
2008	4,062,266	3,677,974	110.4
2009	4,694,354	3,922,617	119.7
2010	5,396,364	4,412,233	122.3
2011	5,888,373	4,876,042	120.8

Kaynak: World Bank, 2013, s. 32-33; World Bank, 2012, s. 40-41.

3.2.3. Temel Günah Göstergeleri

Ülkelerin finansal piyasalarının yeterince gelişmemiş olması nedeniyle, uluslararası piyasalardan ulusal para birimi ile borç alamaması ve/veya yurtiçi piyasalarda uzun vadeli, sabit faizli borçlanamaması “temel günah (TG)” (Eichengreen ve Hausmann, 1999: 11-15) olarak tanımlanmaktadır. Bu kapsamda, temel günah yurt içi ve yurt dışı olarak ikiye ayrılmıştır. Yurt dışı ya da uluslararası temel günah (UTG)³², ülkelerin ulusal para birimi cinsinden uluslararası piyasalarda borçlanabilmesini engellerken; yurt içi temel günah (YTG), ülkelerin kendi iç piyasalarında uzun vadeli ve sabit faizli borçlanamamasına neden olmaktadır (Mehl ve Reynaud, 2005: 5). Bunun sonucunda ülkeler iç ve dış piyasalarda yabancı para cinsinden borçlanmaktadır. Buna ilaveten, yabancı para cinsinden borçlanma yapılmasa bile, TG ulusal parayla ancak kısa vadeli sabit faizli veya uzun vadeli değişken faizli borçlanma yapılabilmesine neden olmaktadır.

TG’nin geçerli olduğu bir iktisadi ortamda ulusal para birimi cinsinden getiri sağlayan yatırımlar yabancı para ile finanse ediliyorsa uyumsuzluk/para eşleşmezliği

³² Bu çalışmada uluslararası temel günah (UTG) temel alınmaktadır ve bundan sonra sadece TG olarak anılacaktır.

(currency mismatch) veya uzun dönem projeler kısa vadeli kredilerle finanse ediliyorsa vade eşleşmezliği (maturity mismatch) sorunları söz konusudur. Bu konuyla ilgili yapılan bazı çalışmalar (Eichengreen, Hausmann ve Panizza, 2003a: 25-26; Eichengreen ve Hausmann, 1999: 11) yüksek TG'nin döviz kuru oynaklıklarının ve makroekonomik dengesizliklerin artmasına neden olarak finansal kırılganlığı arttırdığı sonucunu ortaya koymaktadır.

Eichengreen, Hausmann ve Panizza (2003a: 8-10) ve Hausmann ve Panizza (2003: 961) bir ülke için TG'yi genel olarak;

$$TG = maks \left[1 - \left(\frac{\text{Ülkenin para birimi cinsinden menkul kıymetler}}{\text{Ülke tarafından çıkarılmış tüm menkul kıymetler}} \right), 0 \right] \quad (7)$$

şeklinde tanımlamışlardır.

TG Endeksi 0 ile 1 arasında değer almaktadır. Endeksin “0” değerini alması, ülkenin tamamen kendi para birimi cinsinden borçlandığını (TG sorununun olmadığını); “1” değerini alması ise tamamen yabancı para birimi cinsinden borçlanabildiğini (TG sorununun en yüksek düzeyde yaşandığını) göstermektedir. TG endeksi, ülkeye riskten korunmak için döviz takası (currency swap) yapabilecek şekilde hesaplanmıştır. Ülke döviz cinsi dış borç yükünü döviz takası yaparak hafifletebilme olanağına sahiptir. Örneğin A ülkesi döviz cinsi dış borçlarını B ülkesinin döviz cinsi dış borçlarıyla A ülkesinin para biriminden takas edebilir. Ülkeler sadece toplam dış borçları kadar döviz takası yapabilirler dolayısıyla TG endeksi asla negatif olamaz.

Eichengreen, Hausmann ve Panizza (2003a: 44) çeşitli ülkelerin TG endekslerini 1993-1998 ve 1999-2001 dönemleri için hesaplamışlardır. Türkiye'nin her iki dönemde de TG endeksi “1” olarak hesaplanmıştır. Bu durum ilgili tarihlerde Türkiye'nin kendi para birimi cinsinden borçlanamadığını göstermektedir. Türkiye'nin dış borç verileri incelendiğinde de aynı sonuca ulaşılabacaktır. Kendi para birimi cinsinden uluslararası piyasalardan borçlanma yapabilen ülkeler arasında ABD, İngiltere, Fransa, Almanya ve Japonya gibi gelişmiş ülkeler yer almaktadır.

TG endekslerinin aldıkları değerler ülkelerin gelişmişlik düzeyleri ve büyüklüğü, merkez bankalarının para politikası uygulamalarına duyulan güven ve döviz kuru rejim tercihleri olmak üzere üç temel değişkene bağlı olarak ülkeler

arasında farklılık göstermektedir. Temel günahın neden oluştuğuna ilişkin görüşler farklılık göstermekle birlikte Gürcihan ve Yılmaz (2007: 5-8) söz konusu nedenleri para politikasının kredibilitesi; gevşek ve istikrarsız maliye politikası; mali sürdürülebilirlik ve yatırımcıların kendilerini güvende hissedecekleri bir miktarda döviz cinsi borç talep etmeleri şeklinde özetlemişlerdir. Reinhart, Rogoff ve Savastano (2003: 22-30) ise, TG'yi zayıf finansal sistemin ve güçsüz mali yönetimin işareti olarak tanımlamaktadır.

Tablo 23'te tüm GOÜ'lerde ve ülke gruplarına ayrılmış GOÜ'lerde (Latin Amerika ve Karayipler, Avrupa ve Asya) 1993-2011 yılları arasında TG'nin basit ortalama değerleri verilmiştir. Tüm GOÜ'ler açısından değerlendirildiğinde TG değerleri ilgili dönemde 0.87 değerinin altına düşmemiştir. Değerin bu kadar yüksek olması GOÜ'lerde ciddi bir TG sorununun varlığını göstermektedir. Bölgesel ayrıma baktığımızda Avrupa'da yer alan GOÜ'lerin en düşük ortalama TG'ye sahip olduklarını görmekteyiz. Latin Amerika ve Asya'da yer alan GOÜ'ler birbirine çok yakın TG düzeyine sahip olup, TG endeksi daima 0.9 seviyesinin üstünde yer almaktadır. Tablo incelendiğinde, Latin Amerika ve Karayipler'de 1993-2004 yılları arasında TG endeks değerinin sürekli 1 olduğu görülmektedir. Endeks değerinin belirtilen yıllarda 1 olması; ilgili bölgede tamamen yabancı para cinsinden borçlanıldığının göstergesidir.

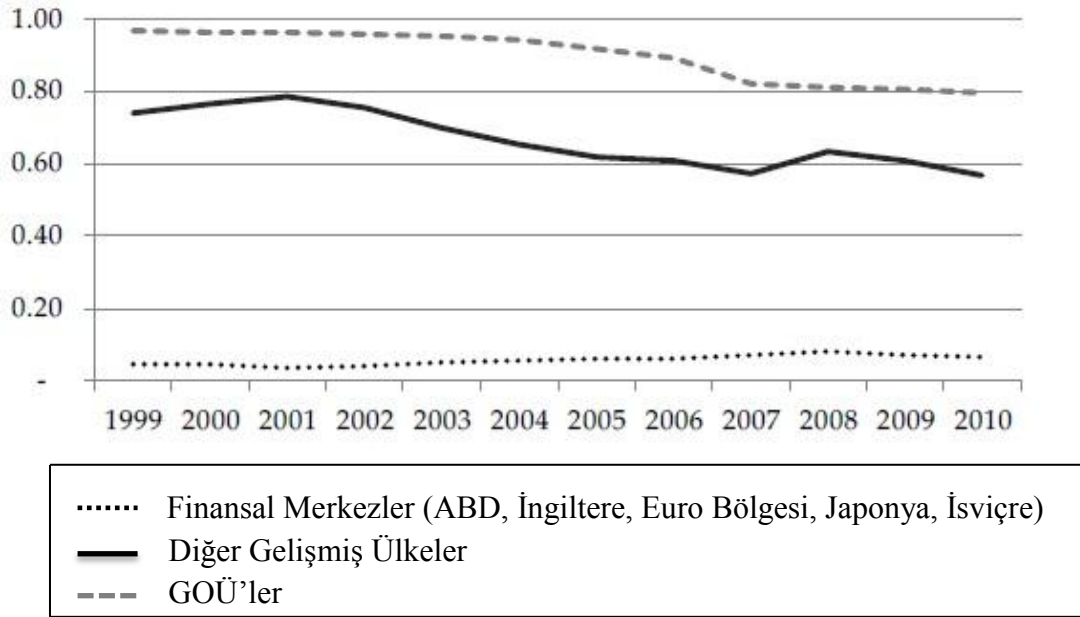
Tablo 23: GOÜ'lerde Temel Günah Göstergeleri (1993-2011)

	Tüm GOÜ'ler	Latin Amerika ve Karayipler	Avrupa	Asya
1993	1.00	1.00	1.00	1.00
1994	1.00	1.00	1.00	0.99
1995	0.98	1.00	0.95	0.99
1996	0.97	1.00	0.91	0.97
1997	0.95	1.00	0.87	0.99
1998	0.94	1.00	0.85	0.98
1999	0.94	1.00	0.89	0.96
2000	0.93	1.00	0.86	0.95
2001	0.95	1.00	0.87	0.94
2002	0.95	1.00	0.88	0.96
2003	0.95	1.00	0.89	0.97
2004	0.93	1.00	0.88	0.97
2005	0.92	0.99	0.88	0.97
2006	0.92	0.98	0.87	0.96
2007	0.88	0.97	0.83	0.92
2008	0.88	0.93	0.82	0.91
2009	0.89	0.94	0.84	0.92
2010	0.88	0.92	0.83	0.91
2011	0.87	0.90	0.82	0.90

Kaynak: Hausmann ve Panizza, 2010, s. 31 ve kendi hesaplamalarımız.

Şekil 12'de finansal merkezler, diğer gelişmiş ülkeler ve GOÜ'lerin 1999-2010 yılları arasındaki TG değerleri verilmektedir. Şekil incelendiğinde, GOÜ'ler kendi para birimlerinden yurtdışında borçlanamadıkları için yüksek TG seviyesine sahip olduklarını görülmektedir. 1999-2010 yılları arasında GOÜ'lerin TG değerleri ortalaması 0.80 olarak gerçekleşmiştir. 2010 yılında GOÜ'lerin yarısından fazlasının TG değeri 1'e eşittir. Uluslararası borçlanmalar beş para birimi (ABD Doları, İngiliz Sterlini, Japon Yeni, Euro ve İsviçre Frangı) ile yapıldığından bu para birimlerine sahip ülkelerden oluşan finansal merkezlerde TG değeri çok düşüktür. 2010 yılında bu merkezlerde TG değeri 0.07 olarak gerçekleşmiştir. Finansal merkezler haricindeki diğer gelişmiş ülkelerde ise ortalama TG değeri 0.57 düzeyindedir. Gelişmiş ülkelerde TG problemi, GOÜ'lerde yaşanan TG problemi kadar ciddi olmasa da, finansal merkezlerle karşılaştırıldığında oldukça yüksektir.

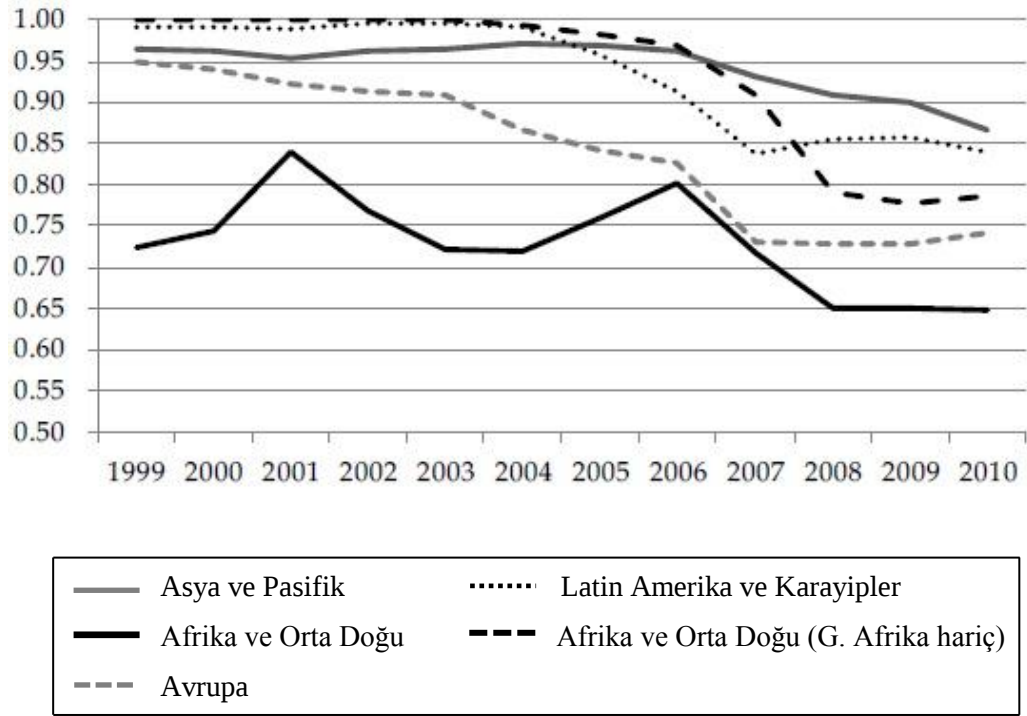
Şekil 12: Ülke Gruplarına Göre Temel Günah Göstergeleri (1999-2010)



Kaynak: BIS.

Şekil 13'te GOÜ'lerin, bulundukları bölgelere göre TG değerlerinin 1999-2010 arası genel görünümü verilmektedir. Şekil incelendiğinde, 2000'li yılların başında oldukça yüksek olan TG değerlerinin son 10 yılda dikkate değer bir biçimde azaldığı görülmektedir. Ancak finansal merkezlerle karşılaştırıldığında GOÜ'lerin hala çok yüksek TG değerlerine sahip olduğu açıktır. Son 10 yılda TG değerlerinin en fazla düştüğü bölge Avrupa'dır. Avrupa'yı Latin Amerika ve Karayip ülkeleri izlemektedir. 2010 yılında en düşük TG değeri Avrupa'daki GOÜ'lere aittir (0.74), en yüksek değer ise Asya ve Pasifik bölgesinde bulunan GOÜ'lere aittir (0.87). Şekil incelendiğinde, Afrika ve Orta Doğu bölgesinde daha düşük TG değerleri olduğunu görmekteyiz. Bu Güney Afrika'nın çok düşük TG düzeyine sahip olmasından kaynaklanmaktadır. Güney Afrika yurt dışından kendi para birimiyle borçlanabilen nadir GOÜ'lere dendir.

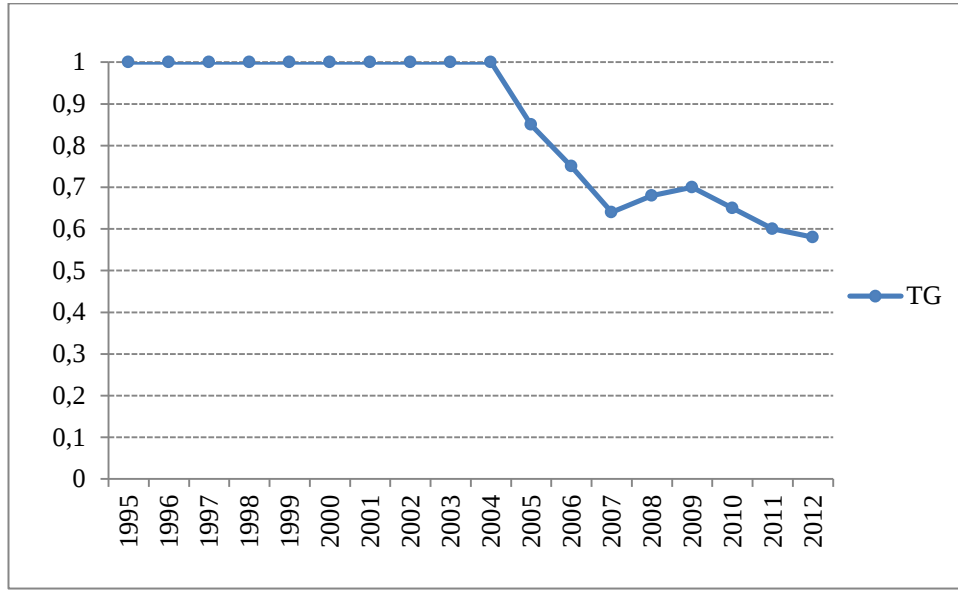
Şekil 13: GOÜ’lerde Temel Günah Göstergelerinin Genel Görünümü (1999-2010)



Kaynak: BIS.

Şekil 14’te Türkiye için TG endeks değerleri gösterilmiştir. Göstergeler incelendiğinde 1995-2004 yılları arasında ülkemizin kendi para birimiyle yurtdışı piyasalardan borçlanamadığını anlaşılmaktadır. Bununla birlikte, 2005 yılı başında, Türk Lirasına (TL) duyulan güvenin arttığı bir ortamda, para biriminden altı sıfırın kaldırılması teknik engelleri ortadan kaldırmış, bu uygulamanın etkisiyle 2004 yılının Aralık ayından başlamak üzere çeşitli uluslararası kuruluşlar tarafından Yeni Türk Lirası (YTL) cinsi senet ihraçları gerçekleştirilmiştir. Bununla birlikte, 2005 yılından bu yana bazı Türk şirketleri Euro ve ABD Doları cinsinden çeşitli ihraçlar gerçekleştirmişlerdir. Bu sayede, yurtdışı yerleşik kurumlar, YTL cinsi borçlanıp, elde ettikleri kaynaklarla doğrudan devlet iç borçlanma senedi (DİBS) almak ya da söz konusu kaynakları Türkiye’de yerleşik kurumlara takas uygulaması çerçevesinde kullanırmak suretiyle sağlanabilecek kazanç olanağını değerlendirmişlerdir. Bu olumlu gelişmelerin ardından TG değerinde önemli sayılabilecek iyileşmeler sağlanmakla beraber, endeks hala yüksek seviyede bulunmaktadır.

Şekil 14: Türkiye İçin Temel Günah Göstergeleri (1995-2012)



Kaynak: Hazine Müsteşarlığı, BIS ve kendi hesaplamalarımız.

3.2.4. Uyumsuzluk Oranı

Goldstein ve Turner (2004: 11-21)'e göre yabancı para cinsinden dış borca ilişkin en önemli problem, varlıklar ile yükümlülükler arasındaki uyumsuzluk/para eşleşmezliği (currency mismatch) sorunudur. Buna göre, döviz cinsi yükümlülükleri döviz cinsi varlıkları ile uyumlu olmayan ülkeler, yerel paranın değer kaybetmesi durumunda döviz cinsi borçlarını ödemekte önemli güçlükler yaşayabilmektedir. Goldstein ve Turner (2004: 21-34) ülkenin temel uyumsuzluk göstergesi için üç temel ölçü belirlemiştir. Bunlar, ülkedeki tüm döviz cinsi varlıklar ile yükümlülükler arasındaki fark ve net ihracattır. Döviz cinsi varlıklar ile yükümlülükler arasındaki farkı net ihracata oranlayarak uyumsuzluk göstergesini elde etmişlerdir. Goldstein ve Turner tarafından ortaya konulan gösterge, tüm ekonomiye ilişkin bir gösterge olmakla birlikte, özel sektöre ait varlıklara ilişkin verilerin elde edilmesinde bazı güçlükler bulunmaktadır. Bu nedenle, Bordo ve Meissner (2005: 10-12) kamuya ilişkin uyumsuzluk miktarının ekonomi açısından da iyi bir gösterge olabileceğini öne sürmüşler ve yeni bir gösterge oluşturmuşlardır. Buna göre bir ülke için uyumsuzluk oranı;

$$Uyumsuzluk = \left(\frac{\text{Toplam Döviz Cinsi Borç} - \text{Uluslararası Rezervler}}{\text{İhracat}} \right) \quad (8)$$

olarak tanımlanmıştır³³.

Bordo ve Meissner (2005)'te, yüksek TG sorununun her zaman finansal istikrarsızlığa yol açmadığı ancak TG'den kaynaklanan yükümlülüklerin düzgün yönetilemediği zamanlarda ortaya çıkan varlık-yükümlülük uyumsuzluğunun bankacılık, para ve borç krizlerinin ortaya çıkma olasılığını artırdığı sonucuna varmışlardır. Bununla birlikte, döviz uyuşmazlıklarının bankacılık ve kur krizlerini tetiklediği ve borç krizlerine neden olduğu tespit edilmiştir.

Eichengreen, Hausmann ve Panizza (2007: 137-141) ise; uyumsuzluk oranını şu şekilde hesaplamışlardır;

$$Uyumsuzluk = - \left(\frac{\text{Uluslararası Rezervler} - \text{Dış Borç}}{\text{İhracat}} \right) * TG \quad (9)$$

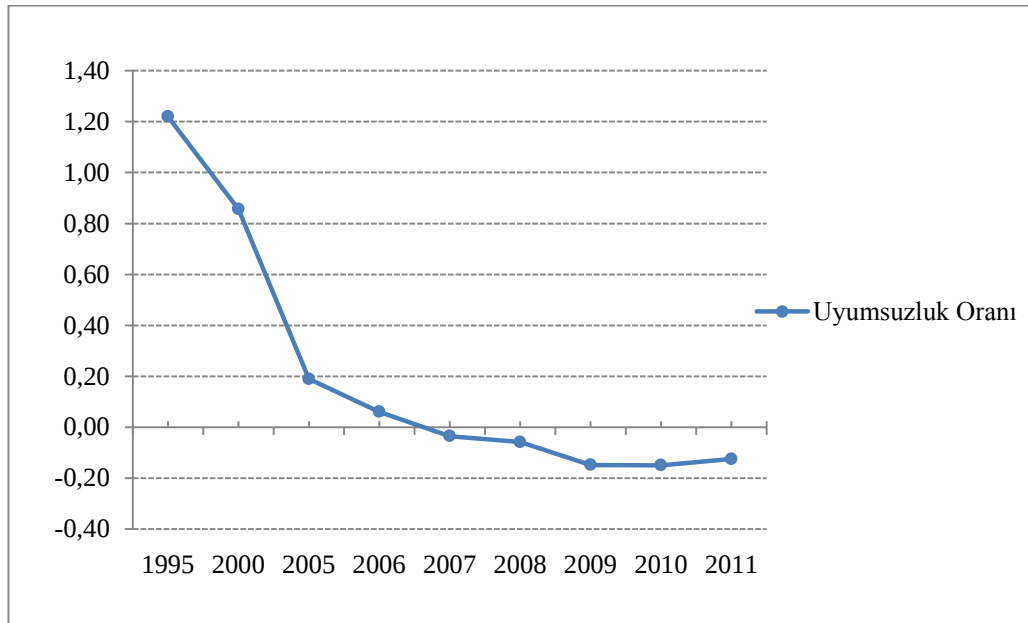
Bu eşitlikten de anlaşılacağı gibi uyumsuzluk oranı ile TG endeksi arasında doğru yönlü bir ilişki bulunmaktadır. Yüksek sayısal değerler daha fazla uyumsuzluk sorunu olduğunu ifade etmektedir. Uyumsuzluk sorunu ağırlıklı olarak TG sorunundan kaynaklanmasına karşın, uluslararası rezervlerdeki artış ile önlenebilmektedir. Buna karşın yüksek miktarda döviz rezervi biriktirmek, uyumsuzluk sorunu kadar olumsuz sonuçlar doğurabilecektir. Yüksek düzeyde rezerv tutmanın fırsat maliyeti, bu rezervlerin daha yüksek getirili varlıklarda değerlendirilmesidir (Eichengreen, Hausmann ve Panizza, 2007: 140-141).

TG kavramı *borç toleranssızlığı* (debt intolerance) ve *uyumsuzluk sorunu* (currency mismatch) kavramlarından farklıdır. Borç toleranssızlığı, Reinhart, Rogoff ve Savastano (2003: 3) tarafından, GOÜ'lerin dış borçlarının düzeyini gelişmiş ülke ölçütlerine uygun yönetememesi olarak tanımlanmıştır. Diğer bir deyişle, sürdürülebilir borçlanma oranlarının GOÜ'lerde çok daha düşük olması *borcun*

³³ Uyumsuzluk oranının hesaplandığı çalışmalarda [Goldstein ve Turner (2004), Bordo ve Meissner (2005) ve Eichengreen, Hausmann ve Panizza (2007)], uyumsuzluk oranı kendisini belirleyen uluslararası rezervler, dış borç ve ihracat miktarlarının döviz kompozisyonu, para birimlerinin ağırlığı ve parite değişiklikleri etkisi dikkate alınmadan hesaplanmıştır. Bu oran hesaplanırken hem söz konusu çalışmalarda hem de bu çalışmada WB ve IMF veri tabanlarında ABD doları cinsinden bulunan veriler kullanılmıştır.

tolere edilememesi olarak ifade edilmektedir. Diğer yandan TG sorunu, dış borcu yönetememenin bir nedeni olarak dış borç sorununun yalnızca bir belirleyicisidir. Uyumsuzluk sorunu, başta bankalar olmak üzere tüm ekonomik birimlerin yurtdışından yabancı para birimi ile düşük bir faiz oranından borç alması ve borçlanmayla sağladığı bu kaynağı yurtiçinde yerli para birimi ile daha yüksek bir faiz oranından borç vermesi veya yerli para cinsinden getiri sağlayan ekonomik etkinliklerin finansmanında kullanılması sonucunda meydana gelir. Böyle bir durumda döviz kurunda meydana gelen ani bir dalgalanma uyumsuzluk sorununu daha da ciddi boyutlara taşıyacaktır. Reel döviz kurunda yaşanan değer kaybı ülkenin net dış borcunun değerini arttırırken, ekonomik birimlerin bilançoları da olumsuz bir biçimde etkileyebilir. Bu süreç genellikle yabancı sermaye girişlerinin aniden durması (sudden stop) ya da aniden tersine dönmesi sonucunda finansal krizlere neden olmaktadır. TG sorununun olduğu bir ekonomide ekonomik birimlerin bilançolarında yabancı para cinsinden yüksek düzeyde dış borç bulunmaktadır. Ancak bu durum ülkenin aynı zamanda uyumsuzluk sorunu ile karşılaştığı anlamına gelmemektedir. Uyumsuzluk sorunu, TG sorununun bir sonucu olarak yaşansa da, ortaya çıkması kaçınılmaz bir durum değildir (Andor ve Varlık, 2008: 286-287).

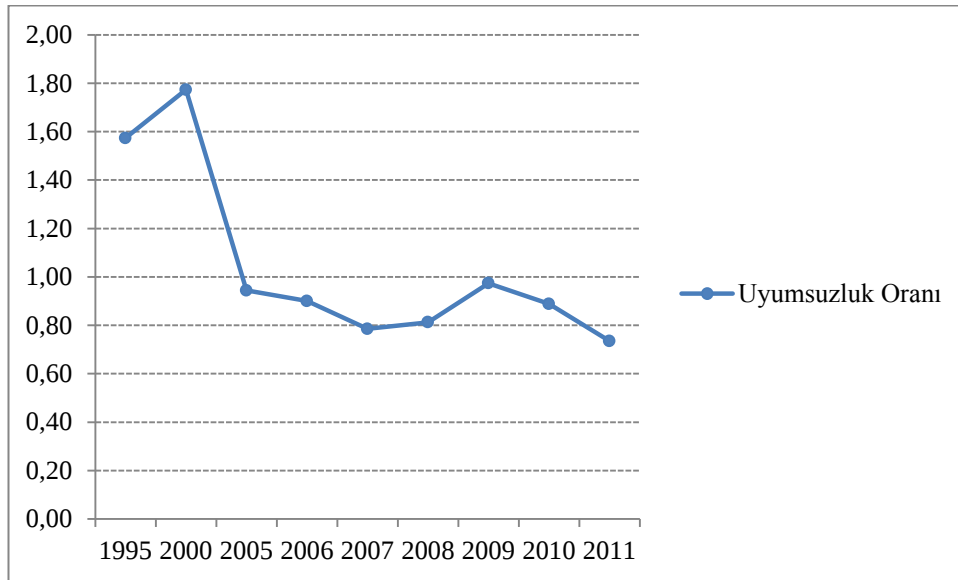
Şekil 15: GOÜ'lerin Uyumsuzluk Oranları (1995-2011)



Kaynak: World Bank, 2012, 2013 ve kendi hesaplamalarımız.

Şekil 15'te 1995-2011 yılları arasında GOÜ'lere ait uyumsuzluk oranları verilmiştir. Eichengreen, Hausmann ve Panizza (2007) tarafından oluşturulmuş uyumsuzluk göstergesi kullanılarak hesaplanan değerlere göre; ilgili yıllarda GOÜ'lere ait uyumsuzluk oranının sürekli bir azalma eğiliminde olduğu görülmektedir. Bu da GOÜ'lerin varlık ve yükümlülükleri arasındaki para birimi uyumsuzluğunu azaltıcı borç yönetim politikalarına önem verdiklerinin ve bu politikaları öncelikli olarak uyguladıklarının önemli bir kanıtıdır.

Şekil 16: Türkiye İçin Uyumsuzluk Oranları (1995-2011)



Kaynak: World Bank, 2012, 2013 ve kendi hesaplamalarımız.

Eichengreen, Hausmann ve Panizza (2007) tarafından oluşturulmuş denkleme göre Türkiye için hesaplanan uyumsuzluk oranları Şekil 16'da verilmiştir. Türkiye'nin uyumsuzluk oranları GOÜ oranları ile karşılaştırıldığında, oranın daha yüksek olduğu görülmektedir. Bu da Türkiye'nin yabancı para cinsinden borç ve yükümlülüklerinin arasındaki uyumsuzluğun GOÜ'lere göre daha fazla olduğuna işaret etmektedir. Küresel krize kadar düşme eğiliminde olan uyumsuzluk oranı küresel krizle birlikte tekrar yükselmiştir. Ancak kriz ortamından çıkılmasıyla birlikte, yabancı para cinsinden borcun azalmasına ek olarak TCMB rezervlerinin ve

ihracatın artması sonucunda varlık ve yükümlülükler arasında önemli bir uyum sağlandığı görülmektedir.

3.2.5. Greenspan – Guidotti Kuralı

Yabancı para cinsinden borcun likidite riskinin ölçümünde kullanılan en temel gösterge ilk olarak Arjantin eski Maliye Bakanı yardımcısı Pablo Guidotti (Guidotti, 1999) tarafından G-33 toplantısında öne sürülen ve daha sonra eski FED Başkanı Alan Greenspan (Greenspan, 1999) tarafından da altı çizilen Greenspan-Guidotti Kuralı (GGK)'dır. Greenspan-Guidotti kriterine göre ülkelerin likit rezervleri, bir yıl içinde vadesi gelecek olan döviz cinsindeki borçlarına eşdeğer olmalıdır. Çünkü ülkeler büyük çaplı kısa vadeli sermaye çıkışlarından çok fazla etkilenmeyecek kadar rezerve sahip olmalıdırlar. Buna göre bir ülke için;

$$GGK = \left(\frac{\text{Net Uluslararası Rezervler}}{\text{Kısa Vadeli Dış Borçlar}} \right) \geq \%100 \quad (10)$$

olarak tanımlanmaktadır.

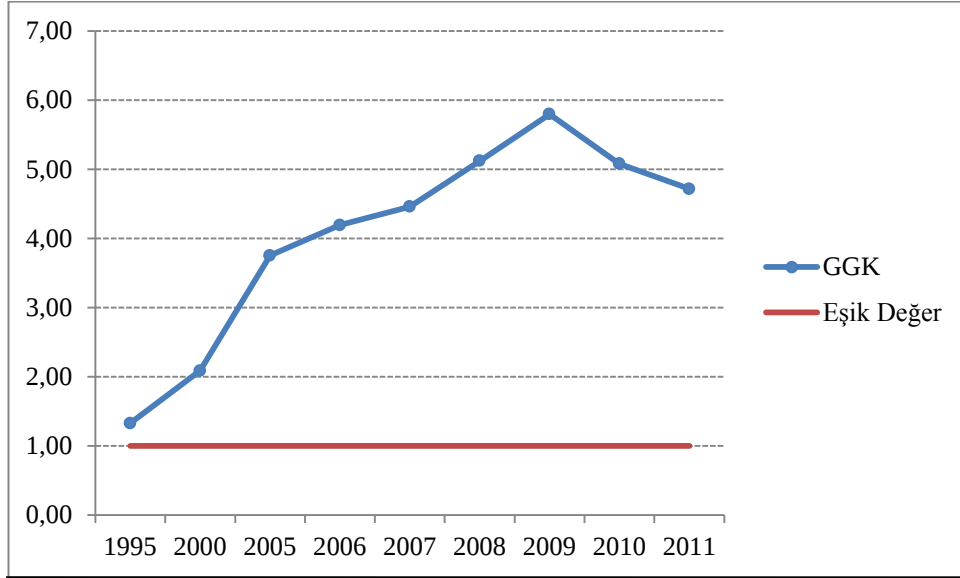
Genellikle ölçü alınan kriter bir yıla kadarki dış borçları hiç yeni borçlanma yapmadan ödeyebilme yeteneğidir. Dolayısıyla, rasyonun 1'in üzerinde olmasının likidite riski açısından sağlıklı bir yapı teşkil edeceği değerlendirilmektedir.

Özellikle 1990'lı yıllarda yaşanan finansal krizlerle birlikte optimal resmi rezerv miktarının tespitinde, ülkelerin dış borçlarının dikkate alınması gerektiği ifade edilmeye başlanmıştır. Greenspan-Guidotti görüşü daha sonra IMF tarafından da onaylanmış ve Greenspan-Guidotti-IMF Kuralı (Greenspan-Guidotti-IMF Rule) olarak anılmaya başlamıştır. Dolayısıyla günümüzde resmi rezerv talebinin uluslararası alanda gerçekleştirilen reel işlemlerden çok finansal işlemler tarafından belirlendiği söylenebilir.

Şekil 17'de GOÜ'ler için 1995-2011 yılları arasında hesaplanan GGK değerleri verilmiştir. Belirtilen yıllarda rasyo daima eşik değer olan 1'in üzerinde gerçekleşmiştir. Bu da GOÜ'lerin yeni bir borçlanmaya gitmeden mevcut yıldaki dış borçlarını ödeyebildikleri anlamına gelmektedir. Her ne kadar küresel finansal

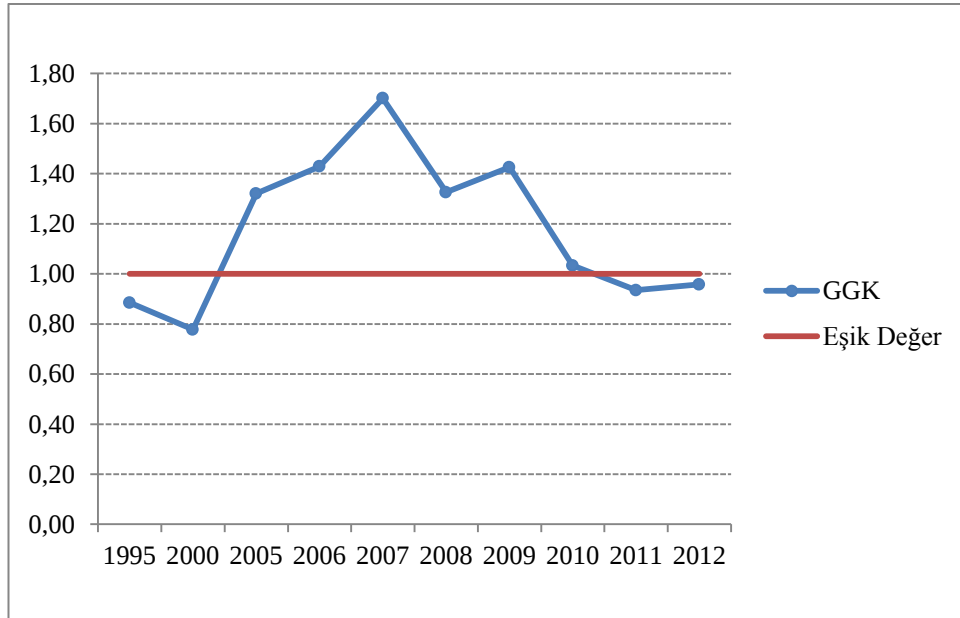
krizden sonra rasyo değeri düşmüş olsa da hala %5 civarında seyretmektedir. Belirtilen yıllarda GOÜ'ler likidite riski taşımamaktadırlar.

Şekil 17: GOÜ'lerde GGK Değerleri (1995-2011)



Kaynak: World Bank, 2012, 2013 ve kendi hesaplamalarımız.

Şekil 18: Türkiye İçin GGK Değerleri (1995-2012)



Kaynak: World Bank, 2012, 2013 ve kendi hesaplamalarımız.

Şekil 18'de ülkelerin dış borç ödeme kapasitesine ilişkin önemli bir gösterge olan GGK değerleri Türkiye için hesaplanmıştır. GGK'nın gelişimi incelendiğinde 2000 yılından önce ve 2010 yılından sonra eşik değerin altına düştüğü görülmektedir. 2005-2009 yılları arasında bir takım artış ve azalışlar olmasına rağmen eşik değerin üzerinde yer almıştır. 2009 yılından itibaren etkisini gösteren küresel krizin etkisiyle ülkemize olan net sermaye akımlarının azalmasına paralel olarak tekrar 1.03 seviyelerine gerilemiştir. 2012 yılında bu rasyo % 95.8 olarak gerçekleşerek hala istenilen seviyenin biraz altında yer almaktadır. Türkiye'nin rezervlerinin bir miktar daha artış göstermesi finansal istikrar açısından faydalı olabilecektir.

3.3. EKONOMETRİK TAHMİN YÖNTEMİ

3.3.1. Temel Günahın Ampirik Analizi

GOÜ'lerin, finansal piyasalarının yeterince gelişmemiş olması nedeniyle, kendi para birimleriyle yurt dışı ve yurt içi piyasalardan uzun vadeli ve sabit faizle borçlanamadıkları durum olarak tanımlanan TG, makroekonomik istikrarsızlık ve finansal kırılganlığın temel sebeplerinden biridir. TG'nin varlığı hükümetlerin, yurt içinde kısa dönemli ya da yurt dışı ve yurt içi piyasalardan döviz cinsi borçlanmak zorunda kalmalarına neden olmaktadır. Etkin ve yeterli olmayan kurumlar ve uygulanan politikalara karşı oluşmamış yeterli güven, ülkelerin bu sorunu daha da derinden yaşamasına neden olmaktadır. TG sorunu sadece GOÜ'lere özgü bir problem değildir. Birçok gelişmiş ülkede de TG problemi yaşanmaktadır. Büyük ekonomilerin dünya GSYİH'lerine yaptıkları katkı doğrultusunda TG sorunundan uzak olmaları beklenmektedir. Bu olgu ABD, Japonya ve Euro bölgesi için geçerlidir. Ancak, ABD'den sonra ikinci büyük ekonomi olan Çin'de TG problemi ciddi boyutlardadır. Diğer yandan, dünya ekonomisine katkısı sınırlı olan İsviçre'de ise TG sorunu hiç yaşanmamaktadır.

İlginç bir şekilde Yeni Zelanda, Çek Cumhuriyeti ve Güney Afrika son on yıldan daha fazla bir süreden beri kendi para birimiyle yurtdışından borçlanabilmektedir. 2005 yılından beri Türkiye ve Tayland gibi GOÜ'ler, uluslararası borç piyasasında kendi para birimlerinden borçlanma enstrümanlarına

sahip olmaya başlamışlardır. Bu ülkelerin TG değerleri Norveç, İsveç ve Danimarka gibi gelişmiş ülkelerin TG değerlerinden daha düşüktür. Bu gibi örnekler TG'nin belirleyenlerinin bulunmasını zorlaştırmaktadır.

Hem gelişmiş hem de GOÜ'lere özgü bir problem olan TG'nin varlığı tüm ülkeler için ciddi ekonomik sorunların da temel kaynaklarındandır. TG sonucu ortaya çıkan varlıklar ve yükümlülükler arasındaki para birimi uyumsuzluklarının krizlerin tetiklenmesinde ya da daha derin bir hal almasında oldukça önemli bir paya sahip olduğu görülmektedir. Özellikle yabancı para cinsinden net borcu yüksek olan şirketler ve devletler kur değişimlerine karşı oldukça duyarlı hale gelmekte ve yerel paranın değer kaybetmesi, sahip olunan borcun yerel para cinsinden değerini önemli ölçüde artırabilmektedir. Bu durum, borç servis yükünün artmasına, kredi değerliliğinin düşmesine ve borcun çevrilememesine neden olabilmektedir. TG'nin varlığı durumunda ekonomik istikrarsızlık ve kırılganlık artmaktadır. Yaşanan ekonomik krizlerde para politikası etkinsizleşerek ekonomi olası şoklara açık hale gelmektedir. TG sorununa sahip ülkeler düşük kredi değerliliğine sahip olduklarından yurtdışı piyasalarda borçlanmakta bir takım zorluklar yaşamaktadırlar.

Sermaye girişlerinin kontrol edilmesi ya da yüksek oranda uluslararası rezerv biriktirmek TG sorununun azaltılmasına yardımcı olmasına rağmen ekonomiye ciddi oranda maliyetler yüklemektedir. Diğer yandan, kısa vadeli iç borçlanma piyasalarının geliştirilmesi TG sorununun azaltılmasında oldukça önemlidir. Ancak kısa vadeli iç borçlanma da olası vade uyumsuzluklarında kırılganlığı arttırabilmektedir. Bu noktada TG sorununa çözüm önerilebilmesi için TG'nin belirleyenlerinin analiz edilmesi gerekmektedir.

Literatürde, TG probleminin temel sebepleri; ülkede uygulanan politika ve kurumların zayıflığı, parasal kredibilite, uygulanan döviz kuru rejimi, mali ödeme gücü, finansal gelişmişlik düzeyi ve dış ticaret miktarı olarak sıralanmıştır. Hausmann ve Panizza (2003) bütün bu sebeplerin yanında, ülkenin ekonomik büyüklüğünün TG sorununu açıklamadaki en önemli değişken olduğunu belirtmişlerdir.

Çalışmanın ampirik analizini içeren bu bölümde; ilk olarak yabancı para birimi cinsinden borçlanmanın en önemli göstergesi olan TG'nin belirleyenleri tobit yaklaşımı çerçevesinde incelenecektir. İkinci olarak ise yabancı para birimi cinsinden

borçlanmanın finansal krizler üzerindeki etkisi probit yaklaşımı ile analiz edilecektir. Dolayısıyla tobit ve probit analizleri çalışmanın temel hipotezlerinin test edilmesi açısından birbirlerinin tamamlayıcısı niteliğindedir.

3.3.2. Tobit Yaklaşımı

Bu bölümde TG'nin belirleyenleri yukarıda belirtilen temel sebepler çerçevesinde, 1990-2012 yılları arasında 18 GOÜ ve 23 gelişmiş olmak üzere toplam 41 ülke³⁴ için çift sansürlü tobit panel yaklaşımı yardımıyla tahmin edilmiştir. Sınırlı bağımlı değişkenli modeller ya da sansürlü³⁵ regresyon modeli olarak da bilinen tobit yaklaşımı James Tobin (1958) tarafından geliştirilmiştir. Sadece, pozitif değerler alan bağımlı değişkenli doğrusal regresyon modelleri probit modellere benzerliğinden dolayı tobit modeller olarak tanımlanmıştır. Tobit modeli negatif olmayan bağımlı değişken y_i ile bağımsız bir değişken ya da vektör x_i arasındaki ilişkiyi tanımlamak için kullanılan bir ekonometrik yöntemdir. Tobit modelinde, gizli (latent) değişken doğrusal, hata terimleri sıfır ortalama ve eşit varyansa sabittir. Tobit denklemi aşağıdaki gibi yazılabilir;

$$y_i^* = x_i' \beta + u_i, \quad u_i \sim N(0, \sigma^2) \quad (i= 1,2,...n) \quad (11)$$

x_i' : kx1 boyutunda tüm durumlar için gözlenen bağımsız değişken,
 y_i : Belirli değerlerle sınırlandırılmış gizli (latent) bağımlı değişken,
 β : kx1 boyutunda tahmin edilecek katsayı vektörü,
 u_i : Hata terimini göstermektedir.

Bağımlı değişken y_i 'nin hem alttan hem üstten sansürlenmesi;

$$\begin{aligned} y_i &= L_{1i} & \text{eğer} & \quad y_i^* \leq L_{1i}, \\ y_i &= y_i^* & \text{eğer} & \quad L_{1i} < y_i^* < L_{2i}, \end{aligned} \quad (12)$$

³⁴ Analize dâhil edilen ülkelerin listesi Ek 2'de verilmiştir.

³⁵ Bağımlı değişkene ait değerlerin yalnızca bazı gözlemler için bulunduğu örneklem, sansürlü örneklem olarak adlandırılmaktadır.

$$y_i = L_{2i} \quad \text{eğer} \quad y_i^* \geq L_{2i}.$$

TG'nin belirleyenlerinin tahminlenmesinde tobit yönteminin kullanılmasının sebebi; ülkelere ait TG değerlerinin 0 ile 1 arasında değer almasıdır. Buna göre bağımlı değişken TG, 0 ile 1 arasında çift yönlü sansürlenmiştir (double censored tobit model). En yüksek olabilirlik (maximum likelihood) kriterine göre tahmin edilen tobit modelinde, bir değişkenin anlamlı pozitif (negatif) bir katsayı tahminine sahip olması, değişkendeki bir artışın bağımlı değişkenin daha yüksek bir kategori değeri alması olasılığını artış (azalış) yönünde etkilemesi ile eşdeğerdir.

TG değerleri, Eichengreen, Hausmann ve Panizza (2003a: 8-10) ve Hausmann ve Panizza (2003: 961) tarafından geliştirilen (7)³⁶ numaralı eşitliğe göre hesaplanmıştır. Veri setimizde bazı değişkenlere ait gözlemler eksik olduğundan dengesiz panel özelliğini taşımaktadır. Tahmin denkleminde kullanılan açıklayıcı değişkenler³⁷ ve kısaltmaları şöyledir;

- Kişi başına düşen GSYİH (logaritması alınmış) (*LKBDG*),
- Enflasyon (logaritması alınmış) (*LENF*),
- Dışa açıklık oranı (*AÇIK*),
- Ülkenin ekonomik büyüklüğü (logaritması alınmış) (*LBÜYÜK*),
- Finansal gelişmişlik düzeyi (özel sektöre verilen yurtiçi krediler/GSYİH) (*FİNGEL*),
- Kamu Borç Stoku / GSYİH (*KBGSYİH*),
- Kamu Borç Stoku / Merkezi Yönetim Gelirleri (*KBG*),
- Döviz kuru rejimi sınıflandırması (*DKR*),
- Hukukun Üstünlüğü Endeksi (rule of law index) (*HÜE*),

Tobit yaklaşımında kullanılan açıklayıcı değişkenlerin TG ile ilişkisi ve TG'yi nasıl etkilediği aşağıda özetlenmiştir.

Literatürde TG problemini açıklamakta kullanılan en önemli değişkenlerden biri ekonominin mutlak büyüklüğüdür. Tahmin denkleminde ekonominin mutlak

³⁶ Eşitlik ile ilgili detaylı bilgi 3.2.6 no'lu bölümde verilmiştir.

³⁷ Açıklayıcı değişkenlere ait detaylı bilgiler Ek 3'te yer almaktadır.

büyükluğu değişkeni IMF kotaları (log) tarafından temsil edilmektedir. IMF, her üye ülke için dünya ekonomisindeki yerine bağlı olarak bir formül³⁸ çerçevesinde bir kota seviyesi belirlemektedir. Kotalar IMF hesap ünitesinin Özel Çekme Hakları (Special Drawing Rights - SDRs) tarafından belirlenmektedir. Ekonominin mutlak büyüklüğü (*LBÜYÜK*) ile TG arasında negatif katsayı tahmini beklenmektedir.

Literatürde yaygın olan görüşe göre; ekonominin gelişmişlik düzeyi ile ülkenin yurtdışı borçlanma yeteneği arasında, ekonominin mutlak büyüklüğüne kıyasla daha güçlü bir ilişki bulunmaktadır. Tahmin denkleminde ekonominin gelişmişlik düzeyi ölçüsü olarak kişi başına düşen GSYİH (*LKBDG*) kullanılmıştır. Ekonominin gelişmişlik düzeyi ile TG endeksi arasında negatif katsayı tahmini beklenmektedir.

Parasal kurumların kredibilitesi TG'nin diğer önemli bir belirleyicisidir. Parasal istikrarın olmadığı bir ülkede enflasyon oranının yüksek olmasından dolayı, borç veren yatırımcılar ülkenin para biriminden borç vermek istemeyeceklerdir. Yüksek enflasyon geçmişine sahip ülkelerde para kredibilitesi düşük olmakta ve dolayısıyla ülke yüksek TG değerlerine sahip olmaktadır. Enflasyon (*LENF*) ile TG endeksi arasında pozitif katsayı tahmini beklenmektedir.

TG'nin açıklanmasında diğer önemli bir değişken ise mali ödeyebilirliktir. Yüksek kamu borcuna karşılık mevcut gelirlerin yetmediği ülke ekonomilerinde yerel para biriminin değer kaybetmesi kaçınılmazdır. Ülkedeki devalüasyon beklentisi ile hiçbir yabancı yatırımcı yerel para birimi cinsinden borç vermeyecektir. Tahmin denkleminde mali ödeyebilirliği temsilen kamu borç stoku/GSYİH (*KBG*) ve kamu borç stoku/merkezi yönetim gelirleri (*KBG*) değişkenleri kullanılmıştır.

Rose ve Spiegel (2002), bir ülkenin dış borçlarının servisinde borçlu olunan ülke ile kurulmuş güçlü dış ticaret ilişkisinin önemine vurgu yapmışlardır.

³⁸ IMF Kotaları her üye ülkenin, %50 GSYİH, %30 ticari dış açıklık, %15 ekonomik çeşitlilik ve %5 uluslararası rezerv miktarlarının ağırlıklı ortalamalarına göre hesaplanmaktadır. Kota katkıları IMF'nin mali kaynaklarının en büyük kısmını oluşturmaktadır. Üyelerin kotası IMF'ye olan maksimum finansal yükümlülüklerini, oy haklarını ve IMF'nin finansal kaynaklarına olan erişimlerini belirler. Bir ülkeye, IMF'ye katıldığında, ekonomik büyüklük ve yapıları benzer olan mevcut üye ülkelerin kotalarıyla aynı derecede olmak üzere bir kota atanır. IMF'nin en büyük üyesi, 42.1 milyar SDR (yaklaşık 63 milyar ABD Doları) ile Amerika Birleşik Devletleri ve en küçük üyesi de, 1.8 milyar SDR (yaklaşık 2.7 milyar ABD Doları) ile Tuvalu'dur. (<http://www.imf.org/external/np/exr/facts/pdf/quotas.pdf>).

Literatürdeki yaygın görüşe göre; bir ülke kuvvetli dış ticaret bağı olan diğer ülkeye olan dış borçlarını daha kolay ödeyebilmektedir. Ayrıca ülkeler yabancı para birimi cinsinden borçlarını azaltmak amacıyla döviz gelirlerini artırma zorunluluğu ile daha çok dış ticaret yapmak istemektedirler. Bu etkiyi ölçebilmek için dışa açıklık oranı (ihracat+ithalat/GSYİH) tahmin denkleminde eklenmiştir. Dışa açıklık oranı (*AÇIK*) ile TG endeksi arasında negatif katsayı tahmini beklenmektedir.

Bir ülkede, borçlanma piyasalarının eksiklikleri ve sözleşmelerin uygulanabilirliği TG'nin diğer belirleyicileridir. Borçlanma piyasalarının eksik olduğu, sözleşmelerin tam uygulanmadığı, zayıf yasal ve hukuksal altyapının bulunduğu ülkelere yabancı yatırımcıların borç verme konusunda isteksiz oldukları bilinmektedir. Borç vermek isteseler bile yabancı para birimi cinsinden vermeyi tercih etmektedirler. Bu da TG değerinin yükselmesine neden olmaktadır. Tahmin denkleminde, bu etkiyi ölçebilmek için hukukun üstünlüğü endeksi³⁹ (rule of law index) kullanılmıştır. Dünya Bankası tarafından hazırlanan bu endeks -2.5 ile 2.5 arasında değer almakta ve ülkelerin yönetsel kalitelerini göstermektedir. Küçük değerler zayıf yönetsel yapıyı yüksek değerler ise kuvvetli yönetsel yapıyı temsil etmektedir. Teoriye göre, hukukun üstünlüğü endeksi (*HÜE*) ile TG endeksi arasında negatif katsayı tahmini beklenmektedir.

Döviz kuru rejimi sınıflandırması TG'nin belirlenmesindeki diğer önemli bir değişkendir. Literatürde, döviz kuru rejimi ve TG arasındaki ilişki iki yaklaşım çerçevesinde açıklanmaya çalışılmaktadır. Bazı çalışmalarda, sabit döviz kuru rejiminin yabancı para cinsinden borçlanmayı arttıran örtük bir garanti olduğu iddia edilirken, bazı çalışmalarda ise, esnek döviz kuru rejiminin ulusal para birimine yapılan yatırımların risklerini yükselttiğinden yabancı para birimi ile borçlanmanın arttığını ifade etmektedirler. Her iki durumda da yabancı para cinsinden borca talep

³⁹ Hukukun üstünlüğü endeksi Dünya Bankası tarafından hazırlanmakta ve World Governance Indicators (WGI) olarak her yıl yayınlanmaktadır. Dünya Bankası, yönetim kalitesini belirleyen faktörleri üç başlıkta toplamaktadır. Birincisi, hükümetlerin seçim, denetim ve değiştirilmeleri süreçleridir. İkincisi, hükümetlerin doğru politikaları tasarlama ve uygulama kapasiteleridir. Üçüncü başlık ise, hükümetlerin ve vatandaşların sosyal ve iktisadi ilişkilerinde uymak durumunda oldukları kuralları gözetim kurumlarına gösterdikleri saygı olarak tanımlanmaktadır. WGI, yukarıdaki üç başlık altında toplanan altı göstergeden oluşmaktadır. Bu göstergelerden biri hukukun üstünlüğü endeksidir. *Hukukun üstünlüğü*, yargı bağımsızlığı, polise duyulan güven ve fikri mülkiyet haklarının korunması gibi alt başlıkları içermektedir. Hukukun üstünlüğü endeksinin kaynaklarına (<http://info.worldbank.org/governance/wgi/pdf/rl.pdf>) ulaşılabilir. WGI endeksleri ile ilgili detaylı bilgi için bkz. Kaufmann, Kraay ve Mastruzzi (2010).

artmaktadır. Son yıllarda yapılan çalışmalar sabit döviz kuru uygulayan ülkelerin daha yüksek TG değerlerine sahip olduğunu göstermektedir. Tahmin denkleminde, Ilzetzki, Reinhart ve Rogoff (2008)'in temel aldığı döviz kuru rejimi sınıflandırması⁴⁰ kullanılmıştır. Çalışmaya göre ülkelerin uyguladıkları döviz kuru rejimleri sabit döviz kurundan, ikili (paralel) döviz kuru sistemine kadar sıralanmıştır. Teoriye göre, esnek döviz kuru uygulayan ülkelerde daha düşük TG değerlerinin olması nedeniyle döviz kuru rejimi (*DKR*) ile TG arasındaki katsayının negatif olması beklenmektedir.

Bir ülkenin finansal gelişmişlik düzeyi de TG'nin önemli belirleyicilerindendir. Yatırımcıların ulusal para birimine güveninin artmasında ülkenin finansal gelişmişlik düzeyi oldukça önemlidir. Tahmin denkleminde bir ülkenin finansal gelişmişlik düzeyinin göstergesi olarak özel sektöre verilen yurtiçi krediler/GSYİH değişkeni kullanılmıştır. Teoriye göre, finansal gelişmişlik düzeyi (*FİNGEL*) arttıkça TG endeksinin azalması beklenmektedir.

3.3.2.1. Tobit Yaklaşımı Ampirik Bulguları

Tahmin denkleminde üç farklı ülke grubunu temsilen kukla değişkenler kullanılmıştır. *FİNMRKZ*, uluslararası borçlanma piyasasında en çok kullanılan para birimlerinin ülkeleri (ABD, Japonya, İngiltere, ve İsviçre) finansal merkezleri, *EURO* kukla değişkeni euro para birimi kullanılan ülkeleri, *DGÜ* ise finans merkezleri ve euro alanı dışındaki gelişmiş ülkeleri temsil etmektedir. 1999 yılında euronun ortak para birimi olarak kullanılmaya başlanmasıyla birlikte euro uluslararası borçlanma piyasasında en çok kullanılan para birimlerinden biri olmuştur. Euro kullanmaya başlayan ülkelerde TG endeksi hızla düşmüştür. Tahmin denkleminde parasal bütünleşmenin etkisini ölçmek amacıyla zaman kukla değişkeni (trend) eklenmiştir. Bu kukla değişken, euro kullanan ülkelere euroya geçtikleri belirli tarihe 1 diğer tarihlere 0 vererek oluşturulmuş ve tüm tahmin denklemlerine eklenmiştir. Ekonomik büyüklük (*LBÜYÜK*) ve ülke gruplarını temsil eden üç kukla değişken (*FİNMRKZ*, *EURO*, *DGÜ*) her tahmin denkleminde kontrol değişkeni olarak eklenmiştir⁴¹.

⁴⁰ Döviz kuru rejimi sınıflandırması ile ilgili detaylı bilgiler Ek 3'te yer almaktadır.

⁴¹ Tobit tahmin denklemini E-views 6 ekonometrik paket programıyla tahmin edilmiştir.

Williams (2006)'ya göre tobit ve probit tahmin denklemlerinin yorumlanmasında değişkenlerin işaretleri ve katsayıların istatistiksel anlamlılığını göstermenin yanında, *diğer değişkenler sabitken*, bağımlı değişkenin olasılık dağılımına etkileri ile bağımsız değişkenlerin değerlerinin nasıl değiştiğinin gösterilmesi gerekmektedir. Marjinal etkiler, *diğer değişkenler sabitken*, açıklayıcı değişkendeki bir birim değişmeye karşılık, olayın koşullu olasılığındaki değişme oranını vermektedir. Tobit ve probit yaklaşımlarında katsayıların bildik yorumlamalarının yanında, marjinal etkilere de bakılmalıdır.

Tablo 24'te TG ve ülkenin ekonomik büyüklüğü (*LBÜYÜK*) arasındaki ilişkinin tobit tahmin yöntemi sonuçları ve marjinal etkileri⁴² verilmiştir. Test sonuçlarına göre ülkenin ekonomik büyüklüğü TG'yi açıklamakta istatistiki olarak anlamlı ve beklenen işarete sahiptir (tahmin denklemi 1). Ülkenin ekonomik büyüklüğünün marjinal etkisi de beklenen işarete sahiptir. Ülkenin ekonomik büyüklüğündeki %1'lik bir artış TG'yi %0.9 oranında azaltmaktadır. Test sonuçlarının dirençliliği (robustness) kontrol değişkenlerin (*FİNMRKZ*, *EURO*, *DGÜ*) tahmin denklemine eklenmesiyle de doğrulanmıştır (tahmin denklemi 2). Literatüre uygun olarak, analiz ve marjinal etki sonuçları ülkenin ekonomik büyüklüğünün TG değerlerini düşürdüğünü desteklemektedir. Ülkelere ait marjinal etkiler incelendiğinde, gelişmiş ülkelerin marjinal etki katsayıları GOÜ'lere oranla daha yüksek çıktığı izlenmektedir. Rusya, Çin ve Hindistan hariç diğer tüm ülkelerin marjinal etki katsayılarının beklentilere uygun olarak negatif çıktığı görülmektedir. GOÜ'lere dahil olan Rusya, Çin ve Hindistan diğer GOÜ'lerle karşılaştırıldığında daha büyük ekonomi olmalarına rağmen analizin yapıldığı yıllarda ortalama 0.9 olarak yüksek TG değerine sahiptirler. Ayrıca 2011 rakamlarına göre bu üç ülke de en borçlu ülkelerin ilk beşinde yer almaktadırlar⁴³. Diğer GOÜ'lere kıyasla, büyük ekonomi olmalarına rağmen çok yüksek dış borç oranlarına sahip oldukları için bu ülkelerin marjinal etkileri beklenen işaretin tersi olarak gerçekleşmiştir. En büyük marjinal etkilere sahip ülkeler ise Portekiz, İrlanda ve Yeni Zelanda'dır. Analizin

⁴² Tobit tahmin denklemlerine ait marjinal etkiler Stata 12 ekonometrik paket programı ile hesaplanmıştır. Tobit tahmin denklemi bağımsız değişkenleri ve ülkelere ait marjinal etkiler Ek 6'da rapor halinde sunulmuştur.

⁴³ Bkz. Tablo 15.

yapıldığı yıllarda bu üç ülkede TG değerleri en düşük seviyede yani 0 olarak gerçekleşmiştir.

Tablo 24: TG ve Ekonomik Büyüklük

	(1)	Marjinal Etki (dy/dx)	(2)
<i>LBÜYÜK</i>	-0.443*** (0.032)	-0.866*** (0.051)	-0.208*** (0.025)
<i>FİNMRKZ</i>			-0.814*** (0.089)
<i>EURO</i>			-1.835*** (0.056)
<i>DGÜ</i>			-0.376*** (0.050)
Sabit	4.027*** (0.245)	---	2.708*** (0.194)
Gözlem Sayısı	836		836
Log L	-0.93		-0.678

Parantez içindeki değerler standart hata değerlerini vermektedir.

* $p < 0.10$, ** $p < 0.05$, *** $p < 0.01$

Ekonomik gelişme düzeyini temsilen kullanılan kişi başına düşen GSYİH (*LKBDG*) ile TG'nin ilişkisini analiz eden çift sensörlü tobit test sonuçları ve ilgili değişkenin marjinal etkisi Tablo 25'te özetlenmiştir. Tahmin sonuçlarına göre, kişi başına düşen GSYİH, TG'yi açıklamakta hem istatistiki hem de ekonomik olarak anlamlıdır (tahmin denklemi 1)⁴⁴. Kişi başına düşen GSYİH değişkenine ait marjinal etki değerlendirildiğinde de sonuç ekonomik olarak anlamlıdır. Ülkenin ekonomik gelişme düzeyindeki %1'lik artış, TG'yi yaklaşık %0.6 oranında azaltmaktadır. Test sonuçlarının dirençliliği (robustness) tahmin denkleminde kontrol değişkenler eklendiğinde de onaylanmıştır (tahmin denklemi 2)⁴⁵. Tüm kontrol değişkenler istatistiki olarak anlamlıdır. Her iki tahmin denkleminde de ekonomik gelişme düzeyi ile TG arasında güçlü bir korelasyon bulunmaktadır. Analiz sonuçları ekonomik gelişme düzeyi yükseldikçe TG değerlerinin düştüğünü ortaya koymaktadır. Ülkelere

⁴⁴ Bu sonuç Eichengreen, Hausmann ve Panizza (2003b)'den farklıdır.

⁴⁵ Bu sonuç Hausmann ve Panizza (2003)'den farklıdır.

ait marjinal etkiler incelendiğinde en büyük marjinal etkilere sahip ülkelerin Güney Afrika ve Arjantin olduğu görülmektedir.

Tablo 25: TG ve Ekonomik Gelişme Düzeyi

	(1)	Marjinal Etki	(2)
<i>LKBDG</i>	-0.496*** (0.025)	-0.562*** (0.033)	-0.356*** (0.033)
<i>LBÜYÜK</i>			-0.164*** (0.024)
<i>FİNMRKZ</i>			-0.581*** (0.0856)
<i>EURO</i>			-0.389*** (0.0725)
<i>DGÜ</i>			0.303*** (0.075)
Sabit	5.302*** (0.241)	---	5.295*** (0.327)
Gözlem Sayısı	915		836
Log L	-0.767		-0.593

Parantez içindeki değerler standart hata değerlerini vermektedir.

p<0.10, **p<0.05, *p<0.01*

Parasal kredibilitiyi temsilen kullanılan enflasyon (*LENF*) ve TG arasındaki ilişkiyi ortaya koyan Tobit tahmin sonuçları ve marjinal etkisi Tablo 26'da verilmiştir. Enflasyon değişkeni ve ilgili değişkenin marjinal etkisi anlamlı ve beklenen işarete sahiptir (tahmin denklemi 1)⁴⁶. Enflasyon oranındaki %1'lik bir artış TG'yi yaklaşık %0.12 oranında arttırmaktadır. Tahmin denkleminde kontrol değişkenler eklendiğinde de tüm değişkenlerin istatistiki olarak anlamlı olduğu görülmektedir (tahmin denklemi 2)⁴⁷. Analiz sonuçları yüksek enflasyon oranı geçmişine sahip ülkelerin yüksek TG problemine sahip olduğunu doğrulamaktadır. Bu sonuç, ülkelere ait marjinal etkiler incelendiğinde de desteklenmektedir. Parasal kredibilite ve TG ilişkisinde tüm ülkelerin marjinal etkilerinin pozitif olduğu izlenmektedir. Ülkelere ait marjinal etkiler incelendiğinde en büyük marjinal etkilere

⁴⁶ Bu sonuç Eichengreen, Hausmann ve Panizza (2003b)'den farklıdır.

⁴⁷ Bu sonuç Eichengreen, Hausmann ve Panizza (2003b) ve Hausmann ve Panizza (2003)'den farklıdır.

sahip ülkelerin Filipinler, Kore ve Şili olduğu görülmektedir. Bu ülkeler analiz yıllarında diğer ülkelere göre daha yüksek enflasyon oranına sahiptirler.

Tablo 26: TG ve Parasal Kredibilite

	(1)	Marjinal Etki	(2)
<i>LENF</i>	0.441*** (0.046)	0.117*** (0.019)	0.172*** (0.024)
<i>LBÜYÜK</i>			-0.173*** (0.025)
<i>FİNMRKZ</i>			-0.677*** (0.090)
<i>EURO</i>			-0.889*** (0.056)
<i>DGÜ</i>			-0.207*** (0.055)
Sabit	0.105*** (0.046)	---	2.134*** (0.198)
Gözlem Sayısı	882		804
Log L	-0.908		-0.642

Parantez içindeki değerler standart hata değerlerini vermektedir.

p<0.10, **p<0.05, *p<0.01*

Tablo 27’de TG ve mali ödeyebilirlik (fiscal sonvency) arasındaki ilişkinin tobit tahmin yöntemi sonuçları ve marjinal etkileri sunulmaktadır. Tahmin denkleminde mali sürdürülebilirlik, kamu borç stoku/GSYİH (*KBGSYİH*) ve kamu borç stoku/merkezi yönetim gelirleri (*KBG*) değişkenleri tarafından temsil edilmektedir. Tahmin denklemi sonuçlarına göre *KBGSYİH* ile TG arasında istatistiki olarak anlamlı bir ilişki bulunmuştur (tahmin denklemi 1)⁴⁸. Bu değişkenin marjinal etkisi de istatistiki olarak anlamlıdır. Diğer yandan, *KBG* değişkeninin ve ilgili değişkenin marjinal etkisinin TG’yi açıklamakta istatistiki olarak anlamsız olduğu görülmektedir (tahmin denklemi 2). Kontrol değişkenlerimiz tahmin denklemine eklendiğinde mali sürdürülebilirliği temsil eden iki değişkenin de istatistiki olarak anlamsız olduğu görülmektedir (tahmin denklemi 3-4). Analiz sonuçları mali

⁴⁸ Bu sonuç Eichengreen, Hausmann ve Panizza (2003b) ve Hausmann ve Panizza (2003)’den farklıdır.

sürdürülebilirlik ile TG arasında anlamlı bir ilişki olmadığını ortaya koymaktadır⁴⁹. Ülkelere ait kamu borç stoku/GSYİH (*KBGSYİH*) değişkenine ait marjinal etkiler incelendiğinde, en yüksek marjinal etkiye sahip olan ülkelerin Filipinler, Kore, Şili ve Ukrayna olduğu görülmektedir. Bu ülkelerde yüksek kamu açıkları olmamasına rağmen, TG değerleri analiz yıllarında en yüksek seviyede gerçekleşmiştir. Diğer yandan düşük TG değerlerine sahip Japonya'da ise kamu borç stoku/GSYİH değişkeninin marjinal etkisi negatiftir. Bu da Japonya'nın yüksek borç yükü ve ciddi kamu açıklarına sahip olmasına rağmen yurtdışı piyasalardan borçlanabilmesi ile açıklanmaktadır. Ülkelere ait kamu borç stoku/merkezi yönetim gelirleri (*KBG*) değişkeninin marjinal etkileri incelendiğinde de aynı sonuca ulaşılmaktadır.

Tablo 27: TG ve Mali Sürdürülebilirlik

	(1)	Marjinal Etki	(2)	Marjinal Etki	(3)	(4)
<i>KBGSYİH</i>	-0.009*** (0.001)	0.0009** (0.0004)			5.23E-05 (0.0007)	
<i>KBG</i>			-0.028 (0.027)	0.016 (0.129)		0.029 (0.020)
<i>LBÜYÜK</i>					-0.187*** (0.025)	-0.176*** (0.025)
<i>FİNMRKZ</i>					-0.820*** (0.089)	-0.840*** (0.088)
<i>EURO</i>					-1.028*** (0.058)	-0.990*** (0.056)
<i>DGÜ</i>					-0.325*** (0.050)	-0.291*** (0.052)
Sabit	1.102*** (0.064)	---	0.569)*** (0.056)	---	2.495*** (0.195)	2.333*** (0.196)
Gözlem Sayısı	835		806		754	725
Log L	-1.003		-1.055		-0.689	-0.695

Parantez içindeki değerler standart hata değerlerini vermektedir.

* $p < 0.10$, ** $p < 0.05$, *** $p < 0.01$

⁴⁹ Bu durum hem gelişmiş hem de GOÜ'ler için geçerli olabilmektedir. Örneğin; Japonya ve İtalya yüksek kamu açıkları ve borç seviyelerine sahipken kendi para birimlerinden uluslararası piyasalardan borçlanabilmektedir. Diğer yandan, Şili ve Kore'de güçlü kamu mali yapısı olmasına rağmen her iki ülke de kendi para birimlerinden yurtdışı piyasalardan borçlanamamaktadır.

Ticari dışa açıklık (*AÇIK*) ile TG arasındaki ilişkinin Tobit tahmin sonuçları ve marjinal etkisi Tablo 28’de verilmektedir. Ticari dışa açıklık ve TG arasında ilişki incelendiğinde, dışa açıklık katsayısının beklenen işarete sahip olmasına rağmen, istatistiki olarak anlamlı olmadığı görülmektedir (tahmin denklemi 1). Bu değişkenin marjinal etkisi de beklenen işarete sahip ve ekonomik olarak anlamlıdır. Değişkenin marjinal etki sonuçları yorumlandığında; ülkenin ticari dışa açıklığı %1 oranında arttığında TG yaklaşık %0.5 oranında azaldığı sonucuna ulaşılmaktadır. Tahmin denkleminde kontrol değişkenlerimiz eklendiğinde dışa açıklığın TG’yi açıklamada istatistiki olarak anlamlı olduğu görülmektedir⁵⁰ (tahmin denklemi 2). Tahmin denklemi dışa açıklık oranındaki artışın TG değerlerini düşüreceğini ifade etmektedir. Ülkelere ait marjinal etkiler incelendiğinde ise farklı sonuçlara ulaşılmıştır. Dışa açıklık ve TG ilişkisinde tüm ülkelerin marjinal etkilerinin pozitif olduğu izlenmektedir. En yüksek marjinal etki katsayıları ise GOÜ'lere aittir (Kore, Şili, Rusya, Malezya, Kolombiya, Hindistan ve Arjantin).

Tablo 28: TG ve Dışa Açıklık

	(1)	Marjinal Etki	(2)
<i>AÇIK</i>	-0.027 (0.049)	-0.471*** (0.041)	-0.141*** (0.034)
<i>LBÜYÜK</i>			-0.237*** (0.026)
<i>FİNMRKZ</i>			-0.826*** (0.088)
<i>EURO</i>			-1.042*** (0.056)
<i>DGÜ</i>			-0.326*** (0.051)
Sabit	0.662*** (0.050)	---	3.023*** (0.213)
Gözlem Sayısı	917		836
Log L	-1.065		-0.666

Parantez içindeki değerler standart hata değerlerini vermektedir.

p<0.10, **p<0.05, *p<0.01*

⁵⁰ Bu sonuç Eichengreen, Hausmann ve Panizza (2003b) ve Hausmann ve Panizza (2003)’den farklıdır.

Tablo 29’da kurumsal yapıyı (borçlanma piyasalarının eksiklikleri ve sözleşmelerin uygulanabilirliği) temsilen kullanılan hukukun üstünlüğü endeksi (*HÜE*) ile TG arasındaki ilişkinin Tobit tahmin yöntemi sonuçları ve marjinal etkileri verilmiştir. *HÜE* ile TG arasında güçlü ve istatistiki olarak anlamlı bir ilişki bulunmuştur⁵¹ (tahmin denklemi 1). Bu güçlü ve istatistiki olarak anlamlı ilişki tahmin denkleminde kontrol değişkenleri eklendiğinde de bozulmamaktadır⁵² (tahmin denklemi 2). *HÜE* değişkeninin işareti her iki tahmin denkleminde de beklenildiği gibidir. Kurumsal yapıyı temsil eden *HÜE* değişkeninin marjinal etkisi de beklenen işarete sahiptir. Tahmin denklemi ve marjinal etki sonuçları, kurumsal yapı zayıfladıkça TG değerlerinin yükseldiğini göstermektedir. Ülkelere ait marjinal etkiler incelendiğinde ise en yüksek marjinal etkilerin Bulgaristan, Filipinler, Macaristan, Malezya, Singapur ve Ukrayna’ya ait olduğu görülmektedir. Marjinal etkisi yüksek olan ülkelere Singapur hariç hepsinin *HÜE* değerleri oldukça düşüktür. Yani bu ülkeler düşük yönetsel kaliteye sahiptirler.

Tablo 29: TG ve Kurumsal Yapı

	(1)	Marjinal Etki	(2)
<i>HÜE</i>	-0.535*** (0.038)	-0.084* (0.049)	-0.273*** (0.048)
<i>LBÜYÜK</i>			-0.132*** (0.031)
<i>FİNMRKZ</i>			-0.785*** (0.107)
<i>EURO</i>			-0.927*** (0.092)
<i>DGÜ</i>			0.150* (0.095)
Sabit	0.968*** (0.045)	---	2.026*** (0.238)
Gözlem Sayısı	644		604
Log L	-0.896		-0.620

Parantez içindeki değerler standart hata değerlerini vermektedir.

* $p < 0.10$, ** $p < 0.05$, *** $p < 0.01$

⁵¹ Bu sonuç Eichengreen, Hausmann ve Panizza (2003b)’den farklıdır.

⁵² Bu sonuç Eichengreen, Hausmann ve Panizza (2003b) ve Hausmann ve Panizza (2003)’den farklıdır.

Tablo 30: TG ve Döviz Kuru Rejimi

	(1)	Marjinal Etki	(2)
<i>DKR</i>	0.127*** (0.029)	0.046*** (0.009)	-0.036* (0.021)
<i>LBÜYÜK</i>			-0.216*** (0.027)
<i>FİNMRKZ</i>			-0.798*** (0.091)
<i>EURO</i>			-1.12*** (0.064)
<i>DGÜ</i>			-0.378*** (0.052)
Sabit	0.317*** (0.089)	---	2.893*** (0.217)
Gözlem Sayısı	823		821
Log L	-1.053		-0.678

Parantez içindeki değerler standart hata değerlerini vermektedir.

p<0.10, **p<0.05, *p<0.01*

TG ve uygulanan döviz kuru rejimi (DKR) arasındaki ilişki Tablo 30'da sunulmuştur. Tahmin denklemi sonuçları ve ilgili değişkenin marjinal etkisi, döviz kuru rejiminin istatistiki olarak anlamlı ancak beklenen işarete sahip olmadığını göstermektedir (tahmin denklemi 1). Kontrol değişkenleri tahmin denklemine dahil edildiğinde döviz kuru rejimi katsayısının beklenen işarete sahip olduğu, ancak %10 düzeyinde istatistiki olarak anlamlı olsa da katsayı değerinin çok düşük olduğu görülmektedir (tahmin denklemi 2). *DKR* katsayısının negatif olması daha esnek döviz kuru rejimlerinin TG değerlerini düşürdüğünü göstermektedir. Ülkelere ait marjinal etkiler incelendiğinde ise anlamlı sonuçlara ulaşılamamıştır. Analize dahil edilen ülkelerden sadece İsviçre'nin marjinal etkisi beklendiği gibi negatif işarete sahiptir. Diğer ülkelerin marjinal etkileri ise beklentinin aksine pozitif işarete sahiptir. Analiz yıllarının tamamında kendi para birimi cinsinden yurtdışı piyasalardan borçlanabilen ve dünya ekonomisine katkısı sınırlı olan İsviçre, serbest dalgalanan kur rejimi uygulayarak TG değerlerini en düşük seviyede tutmayı başaramıştır. En yüksek marjinal etkiye sahip olan ülkeler ise Kore ve Şili'dir. Analiz yıllarında Kore'nin uyguladığı kur politikaları incelendiğinde yönetimli

dalgalanmadan sabit kur rejimine geçtiği görülmektedir. Şili ise yönetimli dalgalanmadan serbest dalgalanmaya geçmiştir.

Finansal gelişmişlik düzeyi (*FİNGEL*) ile TG arasındaki ilişkiyi test eden Tobit tahmin denklemi sonuçları ve marjinal etkisi Tablo 31’de verilmiştir. Finansal gelişmişlik düzeyini temsilen kullanılan özel sektöre verilen yurtiçi krediler/GSYİH, TG’yi açıklamakta istatistiki olarak anlamlı ve beklenen işarete sahiptir (tahmin denklemi 1). Bu değişkene ait marjinal etki katsayısı da beklenen işarete sahiptir. Kontrol değişkenler analize dahil edildiğinde de aynı sonuçlara ulaşılmıştır (tahmin denklemi 2). Her iki tahmin denkleminde de, finansal gelişmişlik düzeyindeki artışın TG değerlerini düşüreceğini göstermektedir. Ülkelere ait marjinal etkiler incelendiğinde ise en yüksek marjinal etkilere sahip ülkelerin Kore, Malezya, ve Tayland’a olduğu görülmektedir.

Tablo 31: TG ve Finansal Gelişme Düzeyi

	(1)	Marjinal Etki	(2)
<i>FİNGEL</i>	-0.011*** (0.0006)	-0.003*** (0.0002)	-0.006*** (0.0005)
<i>LBÜYÜK</i>			-0.145*** (0.023)
<i>FİNMRKZ</i>			-0.451*** (0.086)
<i>EURO</i>			-0.882*** (0.052)
<i>DGÜ</i>			-0.161*** (0.049)
Sabit	1.583*** (0.058)	---	2.581*** (0.179)
Gözlem Sayısı	899		824
Log L	-0.831		-0.597

Parantez içindeki değerler standart hata değerlerini vermektedir.

p<0.10, **p<0.05, *p<0.01*

TG ve açıklayıcı değişkenler arasındaki ilişki ayrı ayrı incelendikten sonra, tüm açıklayıcı değişkenlerin birlikte TG’yi belirleyebilme gücünü ölçmek amacıyla bütün değişkenlerin dahil edildiği çok değişkenli regresyon analizi yapılmıştır. Bu analizin tahmin sonuçları ve değişkenlerin marjinal etkileri Tablo 32’de verilmiştir.

Şimdiye kadar açıklanan tahmin denklemlerinin hepsinde, kontrol değişkenler olarak aldığımız, ülkenin ekonomik büyüklüğü (*LBÜYÜK*) ile ülke gruplarını gösteren kukla değişkenler (*EURO*, *FİNMRKZ*, *DGÜ*) TG'yi açıklamada yüksek istatistiki anlamlılığa sahip olmasına rağmen, tüm açıklayıcı değişkenlerin dahil edildiği tahmin denkleminde *LBÜYÜK* beklenen işarete sahip olmasına rağmen istatistiki olarak anlamsız çıkmıştır⁵³ (tahmin denklemi 1). Diğer kontrol değişkenlerinin dahil edilmediği tahmin denkleminde de ülkenin ekonomik büyüklüğü değişkeni istatistiki olarak anlamsızdır (tahmin denklemi 2). Tüm kontrol değişkenler arasından finansal merkezleri temsil eden kukla değişken (*FİNMRKZ*) çıkarıldığında *LBÜYÜK* istatistiki olarak anlamlı ve katsayının beklenen işareti taşıdığı görülmektedir. Ülkenin ekonomik büyüklüğü ve ülke gruplarını temsil eden kukla değişkenlere ek olarak ekonominin gelişme düzeyi (*LKBDG*), ticari dışa açıklık (*AÇIK*), finansal gelişmişlik düzeyi (*FİNGEL*) ve döviz kuru rejimi tercihi (*DKR*) hep birlikte analize dahil edildiklerinde TG'yi belirleyen diğer anlamlı değişkenlerdir (tahmin denklemi 1-2-3).

1. tahmin denklemindeki değişkenlerin TG üzerindeki marjinal etkileri incelendiğinde, TG'yi belirleyen en önemli faktörlerin ekonominin gelişme düzeyi (*LKBDG*), ülkenin ekonomik büyüklüğü (*LBÜYÜK*) ve ülke gruplarını gösteren kukla değişkenler (*EURO*, *FİNMRKZ*) olduğu görülmektedir. 1990-2012 yılları arasında TG'yi sırasıyla %0.31, %0.43, %0.45 ve %0.30 oranında azaltmaktadırlar. TG'yi belirlemede en az etkiye sahip değişkenler ise; finansal gelişmişlik düzeyi (*FİNGEL*), parasal kredibilite (*LENF*), mali sürdürülebilirlik göstergelerinden olan kamu borç stoku/GSYİH (*KBGSYİH*) ve döviz kuru rejimi tercihi (*DKR*) değişkenleridir. 2. ve 3. tahmin denklemlerinde değişkenlerin TG üzerindeki marjinal etkileri dikkate alındığında da benzer sonuçlara ulaşılmıştır. Sonuç olarak TG'yi belirleyen değişkenlerin marjinal etkileri incelendiğinde; TG'yi belirleyen en önemli faktörün ülkenin ekonomik büyüklüğü (*LBÜYÜK*) olduğu görülmektedir. Tüm tahmin denklemleri incelendiğinde ülkenin ekonomik büyüklüğünün TG'yi yaklaşık %0.5 oranında azalttığı ulaşılan önemli sonuçlardandır. Ülkenin ekonomik

⁵³ TG'nin belirleyicilerinin araştırıldığı ilk çalışmalar olan Eichengreen, Hausmann ve Panizza (2003b) ve Hausmann ve Panizza (2003)'e göre ülkenin ekonomik büyüklüğü TG'yi belirleyen en önemli ve her tahmin denkleminde istatistikî olarak anlamlı çıkan tek değişkendir.

büyükliğünün ardından en önemli marjinal etkiler ise; ekonominin gelişme düzeyi (*LKBDG*), ülke gruplarını gösteren kukla değişkenler (*EURO*, *FİNMRKZ*) ve ticari dışa açıklık (*AÇIK*) tarafından belirlenmiştir. TG'nin belirlendiği üç tahmin denkleminde de ülkelere ait marjinal etkiler incelendiğinde, en yüksek marjinal etkilere sahip olan ülkelerin Meksika, Rusya, Portekiz, Yunanistan ve Yeni Zelanda'ya ait olduğu görölmektedir. Bu ülkelerin hepsinin ortak özelliği çalışmanın analiz yıllarının başında yani 1990'lı yıllarda yüksek TG değerlerine sahipken günümüze yaklaştıkça TG değerlerini düşürmeyi başarmalarıdır.

Tablo 32: TG'nin Belirleyicileri ve Marjinal Etkileri

	(1)	Marjinal Etki	(2)	Marjinal Etki	(3)	Marjinal Etki
<i>LKBDG</i>	-0.332*** (0.051)	-0.305*** (0.052)	-0.302*** (0.054)	-0.314*** (0.053)	-0.366*** (0.052)	-0.304*** (0.052)
<i>LENF</i>	0.038 (0.032)	-0.004 (0.023)	0.064 (0.041)	-0.008 (0.023)	0.043 (0.033)	-0.005 (0.023)
<i>KBGSYİH</i>	0.001 (0.001)	0.002*** (0.001)	-0.011*** (0.002)	0.002* (0.001)	0.002 (0.002)	0.002** (0.001)
<i>KBG</i>	-0.053 (0.056)	-0.043 (0.029)	0.152** (0.065)	-0.024 (0.029)	-0.089 (0.056)	-0.041 (0.029)
<i>AÇIK</i>	0.078* (0.047)	-0.084* (0.045)	0.112** (0.056)	-0.068 (0.051)	0.116** (0.047)	-0.068 (0.046)
<i>FİNGEL</i>	-0.004*** (0.0006)	-0.00002 (0.0003)	-0.005*** (0.0007)	0.0001 (0.0003)	-0.005*** (0.0006)	-0.00002 (0.0003)
<i>HÜE</i>	0.039 (0.057)	0.019 (0.045)	0.129** (0.063)	-0.010 (0.040)	0.022 (0.059)	0.005 (0.045)
<i>DKR</i>	-0.076*** (0.024)	0.009 (0.0082)	0.067*** (0.024)	0.010 (0.008)	-0.085*** (0.024)	0.007 (0.008)
<i>LBÜYÜK</i>	-0.031 (0.033)	-0.429*** (0.083)	-0.029 (0.037)	-0.544*** (0.082)	-0.076** (0.032)	-0.497*** (0.077)
<i>FİNMRKZ</i>	-0.424*** (0.107)	-0.301** (0.151)		---		---
<i>EURO</i>	-0.717*** (0.115)	-0.457*** (0.116)		---	-0.651*** (0.117)	-0.414*** (0.121)
<i>DGÜ</i>	0.433*** (0.112)	0.098 (0.119)		---	0.474*** (0.116)	0.065 (0.125)
Sabit	4.421*** (0.485)	---	3.876*** (0.489)	---	5.123*** (0.481)	---
Gözlem Sayısı	532		532		532	
Log L	-0.511		-0.685		-0.525	

Parantez içindeki değerler standart hata değerlerini vermektedir.

* $p < 0.10$, ** $p < 0.05$, *** $p < 0.01$

3.3.3. Dış Borç-Uluslararası Finansal Kriz İlişkisi

Bu bölümde yabancı para birimi cinsinden dış borcun finansal krizlerin ortaya çıkmasındaki rolü, panel probit yaklaşımı ile analiz edilmesi amaçlanmaktadır.

Makroekonomik istikrarsızlık ve finansal kırılganlığın temel sebeplerinden biri olan TG'nin yanında, dış borçların finansal kriz yaratma olasılığını artıran diğer bir kavram da uyumsuzluk sorunudur. Goldstein ve Turner (2004)'e göre yabancı para cinsinden dış borca ilişkin en önemli problem, varlıklar ile yükümlülükler arasındaki uyumsuzluk/para eşleşmezliğinin (currency mismatch) varlığıdır. Buna göre, döviz cinsi yükümlülükleri döviz cinsi varlıkları ile uyumlu olmayan ülkeler, yerel paranın değer kaybetmesi durumunda döviz cinsi borçlarını ödemekte önemli güçlükler yaşayabilmektedir. Krizlerle ilgili yapılan birçok uygulamalı çalışmada varılan ortak sonuç; yüksek TG sorununun her zaman finansal istikrarsızlığa yol açmadığı ancak TG'den kaynaklanan yükümlülüklerin düzgün yönetilemediği zamanlarda ortaya çıkan varlık-yükümlülük uyumsuzluğunun bankacılık, para ve borç krizlerinin ortaya çıkma olasılığını artırdığıdır. Ayrıca, döviz uyuşmazlıklarının bankacılık ve kur krizlerini tetiklediği ve borç krizlerine neden olduğu tespit edilen diğer önemli ortak sonuçlardır.

1990'lı yıllarda GOÜ'lerde sık yaşanmaya başlanan finansal krizlerin ardından krizlerin nedenlerine ilişkin birçok uygulamalı araştırma yapılmıştır. Finansal krizlerin tanımlanması ve öngörülmesinde kantitatif tekniklerin kullanılması, uluslararası finansal kriz literatürü paralelinde yaygınlaşmaktadır. Bu çalışmalar incelendiğinde, krizlerin nedenlerini belirlemek amacıyla genelde logit ve probit modeller olarak adlandırılan nitel değişkenli ekonometrik modeller kullanıldığı gözlemlenmektedir (Bkz. Eichengreen, Rose ve Wyplosz, 1997; Berg ve Patillo, 1999; Eichengreen ve Arteta, 2000; Bordo ve Meissner, 2006; Bordo, Meissner ve Stuckler, 2010). Bu çalışmaların öncüsü Frankel ve Rose (1996)'dır. Bu çalışmada 105 ülkenin makroekonomik verileri yardımıyla para krizlerinin tahmini probit yaklaşımı ile yapılmıştır.

3.3.4. Probit Yaklaşımı

Logit ve probit modeller, çeşitli finansal ve makroekonomik değişkenler ile kriz arasındaki ilişkinin belirlenmesine olanak tanıyan modellerdir. Bu tür modellerde öncelikle krizin nitel hale getirilmesi gerekmektedir. Daha sonra, niteliksel hale getirilen bağımlı değişken ile çeşitli değişkenler arasındaki ilişki

belirlenebilmektedir. Finansal krizlerin öngörülmesinde de probit modellerin başarı oranı logit modellere göre daha yüksek olduğu için kullanımı da yaygındır. Probit model, P olasılık değerleri ile açıklayıcı değişkenler arasında ilişki kurmayı amaçlayan ve olasılık değerinin 0 ile 1 arasında kalmasını sağlayan modeldir.

Tahmin edilecek probit model;

$$P (y_t = 1 | X_t, \beta) = F (X_t, \beta_t) \quad (13)$$

$$P (y_t = 1) = F (X_t, \beta_t)$$

$$P (y_t = 0) = 1 - F (X_t, \beta_t)$$

şeklinde tanımlanabilir.

y_t : Kriz olması halinde 1, aksi takdirde 0 değeri alan nitel bağımlı değişkeni,

X_t : Değişkenler setini,

β_t : Değişkenlere ait katsayıları temsil etmektedir.

Modelin amacı, bağımsız değişkenlerin (X_t), bağımlı değişken olan finansal krizin (y_t) gerçekleşme olasılığını (P) tahmin etmektedir. Buna göre, probit modelde krizin gerçekleşme olasılığı, değişkenlerin doğrusal olmayan bir fonksiyonudur. Probit model birikimli normal dağılım fonksiyonundan yararlanmakta ve literatürde Normit modeli olarak da adlandırılmaktadır. En yüksek olabilirlik (maximum likelihood) kriterine göre tahmin edilen probit modelinde, bir değişkenin anlamlı pozitif (negatif) bir katsayı tahminine sahip olması, değişkendeki bir artışın bağımlı değişkenin daha yüksek bir kategori değeri alması olasılığını artış (azalış) yönünde etkilemesi ile eşdeğerdir. Probit modelinin tahmin sonucunda bağımsız değişkende meydana gelen değişikliklerin bağımlı değişken üzerindeki etkisi doğrudan hesaplanamamaktadır. Ancak bağımsız değişkenin parametre işareti ve büyüklüğü bağımlı değişkenin gerçekleşme olasılığına etkisi ve yönü ile ilgili yorum yapılabilir.

Bu bölümde dış borç-finansal kriz ilişkisi 1990-2010 yılları arasında 16 GOÜ ve 23 gelişmiş olmak üzere toplam 39 ülke⁵⁴ için panel probit ekonometrik yöntemi yardımıyla analiz edilecektir. Veri setimizde bazı değişkenlere ait gözlemler eksik olduğundan, veri setimiz dengesiz panel özelliğini taşımaktadır. Ekonometrik tahmin denkleminde yer alacak değişkenlerin seçimi sırasında, finansal krizlere ilişkin teorik ve ampirik literatür dikkate alınarak, finansal krizlerin oluşumunda etkisi olduğu varsayılan değişkenlerin seçilmesine özen gösterilmiştir⁵⁵. Tahmin denkleminde kullanılan açıklayıcı değişkenler⁵⁶ ve kısaltmaları şöyledir;

- TG ve ülkenin ekonomik büyüklüğünün çarpımı (*TGLBÜYÜK*),
- Para birimi uyumsuzluk oranı (*UO*),
- Kişi başına düşen GSYİH (logaritması alınmış) (*LKBDG*),
- Net dış ticaret/GSYİH (*NDTGSYİH*),
- Dış ticaret hadleri büyüme oranı (*DTHBÜYÜME*),
- M2/Uluslararası rezervler (*M2REZERV*),
- Uzun vadeli faiz oranı (*UVFO*),
- Toplam Kamu Borcu / GSYİH (*KBGSYİH*),
- M2 büyüme oranı (*M2BÜYÜME*),
- Döviz kuru rejimi sınıflandırması (*DKR*),
- t yılında gerçekleşen para krizi (*PK_t*), t yılında gerçekleşen bankacılık krizi (*BK_t*).

Değişkenler, hangi kriz türünü analiz edeceğimize bağlı olarak farklı tahmin denklemlerinde kullanılmış ve ilgili tablolarda rapor edilmiştir.

3.3.4.1. Probit Yaklaşımı Ampirik Bulguları

Probit modelde tanımlama hatası olması durumunda tahmincilerde bir tutarsızlık sorunu ortaya çıkmaktadır. Böyle bir sorundan kaçınmak amacıyla tahmin

⁵⁴ Analize dahil edilen ülkelerin listesi Ek 4'te verilmiştir. Tobit tahmin denkleminde yer alan Bulgaristan ve Ukrayna'nın birçok veri setine ulaşamaması nedeniyle probit tahmin denklemine dahil edilememiştir.

⁵⁵ Finansal kriz göstergeleri için bkz. Tablo 2. Kriz göstergelerine ilişkin geniş bir literatür taraması için bkz. Kaminsky, Lizondo ve Reinhart, 1998.

⁵⁶ Probit tahmin denklemini açıklayıcı değişkenlerine ait detaylı bilgiler Ek 5'te yer almaktadır.

denkleminin⁵⁷, Huber/White yöntemi dikkate alınarak tahmin edilmiştir⁵⁸. Probit modellerde belirlilik katsayısı R^2 yerine McFadden R^2 kullanılmakta ve R^2 ile aynı şekilde yorumlanmaktadır (Güriş ve Çağlayan, 2000).

Tahmin sonuçlarının daha tutarlı olacağı beklentisiyle, ülkenin ekonomik büyüklüğü (logaritması alınmış) ile TG'nin arasındaki karşılıklı etkileşimi ölçen ve iki serinin çarpımından elde edilen kontrol değişkeni analize eklenmiştir⁵⁹ (*TGLBÜYÜK*). 1990-2010 dönemi için probit panel veri yöntemiyle tahmin edilen borç krizinin belirleyicileri Tablo 33'te gösterilmiştir. 1. tahmin denkleminde *TGLBÜYÜK* ile borç krizleri arasında pozitif bir ilişki bulunmaktadır. İlk tahmin denkleminde uyumsuzluk oranı (*UO*) borç krizlerini belirlemekte istatistiki olarak anlamsızdır. Aynı ve bir önceki dönemde yaşanan para ve bankacılık krizlerinin işaretleri pozitif olmasına rağmen bu değişkenler istatistiki olarak anlamsızdır. 1. tahmin denkleminde borç krizini belirlemekte istatistiki olarak anlamlı olan değişkenler; kişi başına düşen GSYİH (log) (*LKBDG*), toplam kamu borcu/GSYİH (*KBGSYİH*), net dış ticaret/GSYİH (*NDTGSYİH*), uygulanan döviz kuru rejimi sınıflandırması (*DKR*) ve uzun vadeli faiz oranıdır (*UVFO*). *UO* ve *TGLBÜYÜK* arasındaki yüksek korelasyondan dolayı 2. tahmin denkleminde *UO* eklenmemiş ve *TGLBÜYÜK* değişkeninin borç krizini açıklamadaki istatistiki anlamlılık düzeyi artmıştır. 4. tahmin denkleminde ise *TGLBÜYÜK* analize eklenmemiş ve *UO* istatistiki olarak anlamlı bulunmuştur. *UO*'daki %1'lik artış borç krizi çıkma olasılığını %0.02 oranında arttırmaktadır. İki değişken arasında bulunan doğrusallıktan (collinearity) dolayı ilk tahmin denkleminde *UO*'nun istatistiki olarak anlamsız çıktığı sonucuna ulaşılmıştır. *UO* ve *TGLBÜYÜK* arasındaki karşılıklı doğrusallıktan dolayı ikinci, üçüncü ve dördüncü tahmin denklemlerinde bu iki değişken birlikte analize dahil edilmemiştir. *KBGSYİH* değişkeni, analize dahil edilen üç tahmin denkleminde de borç krizlerini belirlemekte istatistiki olarak anlamlı ve beklenen işarete sahiptir. *NDTGSYİH* değişkeni tüm tahmin denklemlerinde istatistiki olarak anlamlı ve beklenen işareti taşımaktadır.

⁵⁷ Probit tahmin denkleminin E-views 6 ekonometrik paket programıyla tahmin edilmiştir.

⁵⁸ Katsayı tutarlılığı (consistency) Huber-White düzeltmesi ile sağlanmıştır. Yöntemle ilgili daha detaylı bilgi için bkz. Huber (1967) ve White (1982).

⁵⁹ Tahmin denkleminin ilk olarak *TG* endeks değerleri ile tahmin edilmiştir. Katsayı istatistiki olarak anlamlı çıkmasına rağmen, *TGLBÜYÜK* değişkeninin katsayısının daha anlamlı olmasından dolayı sadece bu değişkenin analiz sonuçları rapor edilmiştir.

Tablo 33: Borç Krizlerinin Belirleyicileri

	1	2	3	4
<i>TGLBÜYÜK</i>	0.424* (0.383)	0.576*** (0.981)	1.221*** (0.383)	----
<i>UO</i>	-0.004 (0.007)	----	----	0.021*** (0.006)
<i>KBGSYİH</i>	0.029*** (0.006)	0.023*** (0.003)	0.027*** (0.005)	----
<i>LKBDG</i>	0.785** (0.186)	----	0.614** (0.287)	----
<i>NDTGSYİH</i>	-1.119** (0.361)	-1.125** (0.491)	-2.771** (1.261)	-1.121** (0.386)
<i>UVFO</i>	0.007*** (0.002)	0.005 (0.013)	-0.002 (0.015)	0.012** (0.006)
<i>DKR</i>	-0.035*** (0.008)	-0.014 (0.279)	0.068 (0.231)	0.058 (0.106)
<i>PK (t)</i>	0.511 (0.437)	0.277 (0.351)	0.647 (0.446)	0.054 (0.301)
<i>PK (t-1)</i>	0.323 (0.486)	0.331 (0.363)	0.548 (0.484)	0.365 (0.241)
<i>BK (t)</i>	0.032 (0.478)	0.007 (0.568)	0.123 (0.544)	-0.095 (0.403)
<i>BK (t-1)</i>	0.325 (0.325)	0.189 (0.469)	0.421 (0.398)	0.402 (0.385)
Sabit	-6.777*** (1.882)	-6.961*** (1.275)	-16.777*** (4.883)	-1.931*** (0.455)
Gözlem Sayısı	725	634	634	669
Mc Fadden R ²	0.65	0.51	0.56	0.17
Log L	-24.45	-31.07	-27.42	-56.24

*Parantez içindeki değerler Huber-White (heteroscedasticity-consistent/değişen varyans-uyumlu) standart hata değerlerini vermektedir. *p<0.10, **p<0.05, ***p<0.01.*

Borç krizini belirleyen değişkenlerin marjinal etkileri⁶⁰ Tablo 34'te gösterilmektedir. Marjinal etkiler, diğer değişkenler sabitken, açıklayıcı değişkendeki bir birim değişmeye karşılık, olayın koşullu olasılığındaki değişme oranını vermektedir. 1. tahmin denklemindeki göstergelerin borç krizleri üzerindeki marjinal etkileri incelendiğinde, bir borç krizi olasılığını arttıran ekonomik olarak en önemli faktörlerin *TGLBÜYÜK* ve kişi başına düşen GSYİH (*LKBDG*) değişkenleri olduğu anlaşılmaktadır. Bu değişkenlerdeki %1'lik artış borç krizi olasılığını sırasıyla yaklaşık %0.07 ve %0.03 oranında arttıracaktır. Borç krizi üzerinde ekonomik açıdan en az etkiye sahip göstergeler ise toplam kamu borcu/GSYİH (*KBGSYİH*) ve istatistiki olarak anlamsız olmasına karşın uygulanan döviz kuru rejimi sınıflandırmasıdır (*DKR*). Toplam kamu borcu/GSYİH oranındaki %1'lik bir artışın borç krizi olasılığı üzerinde yalnızca %0.005'lik bir artış etkisi yaptığı ortaya çıkmıştır. Borç krizlerinin önemi göstergelerinden biri olan uyumsuzluk oranı ise istatistiki olarak anlamlı olmamasına rağmen borç krizi olasılığını %0.005 oranında arttırdığı sonucuna ulaşılmıştır. Benzer sonuçlara 2. ve 3. tahmin denklemlerindeki marjinal etkilerle de ulaşılmıştır. Bir borç krizi olasılığını arttıran ekonomik olarak en önemli faktörler *TGLBÜYÜK* ve kişi başına düşen GSYİH (*LKBDG*) değişkenleridir. 4. tahmin denkleminde uyumsuzluk oranı (*UO*) marjinal etkilerinin beklentilerin aksine istatistiki olarak anlamsız olmasına rağmen borç krizi olasılığını %0.002 oranında arttırdığı sonucuna ulaşılmıştır⁶¹.

⁶⁰ Probit tahmin denklemlerine ait marjinal etkiler Stata 12 ekonometrik paket programı ile hesaplanmıştır. Probit tahmin denklemi bağımsız değişkenleri ve ülkelere ait marjinal etkiler Ek 7'de rapor halinde sunulmuştur.

⁶¹ Borç krizinin belirlenmesinde kullanılan değişkenlerin ülke etkilerini dikkate alan marjinal etkilerinin hesaplanması sırasında verilerin dengesiz panel özelliği taşıması sebebiyle çok az ülkeye ait marjinal etki katsayıları elde edilmiştir. Çok veri kaybının yolaçtığı bu durum ülke etkilerini dikkate alan marjinal etkilerin rapor edilememesine neden olmuştur.

Tablo 34: Borç Krizlerinin Belirleyicilerinin Marjinal Etkileri

	Marjinal Etki (1)	Marjinal Etki (2)	Marjinal Etki (3)	Marjinal Etki (4)
<i>TGLBÜYÜK</i>	0.067*** (0.025)	0.034*** (0.013)	0.065** (0.026)	---
<i>UO</i>	0.005 (0.004)	---	---	0.002 (0.002)
<i>KBGSYİH</i>	0.0005*** (0.0002)	0.0006*** (0.0001)	0.0006*** (0.0002)	---
<i>LKBDG</i>	0.027** (0.012)	---	0.032** (0.013)	---
<i>NDTGSYİH</i>	-0.035 (0.030)	-0.029 (0.019)	-0.063** (0.026)	-0.047* (0.028)
<i>UVFO</i>	-0.00004 (0.0003)	0.0001 (0.0003)	-0.0005 (0.0003)	0.0005 (0.0003)
<i>DKR</i>	0.004 (0.005)	-0.0003 (0.006)	0.001 (0.005)	0.003 (0.005)
<i>PK (t)</i>	0.010 (0.014)	0.007 (0.014)	0.015 (0.015)	0.001 (0.015)
<i>PK (t-1)</i>	0.008 (0.012)	0.008 (0.012)	0.012 (0.012)	0.014 (0.013)
<i>BK (t)</i>	-0.0004 (0.013)	0.0001 (0.014)	0.009 (0.012)	-0.005 (0.015)
<i>BK (t-1)</i>	0.009 (0.012)	0.005 (0.013)	0.009 (0.125)	0.016 (0.015)

Parantez içindeki değerler standart hata değerlerini vermektedir.

* $p < 0.10$, ** $p < 0.05$, *** $p < 0.01$

1990-2010 dönemi için probit panel veri yöntemiyle tahmin edilen para krizinin belirleyicileri Tablo 35’te verilmiştir. Uyumsuzluk durumunu kontrol etmediğimizde, *TGLBÜYÜK* değişkeninin para krizleri yaşanma riskini arttırdığını görmekteyiz (2. tahmin denklemi). Analiz sonuçları incelendiğinde *TGLBÜYÜK* değişkeni analize dahil edilsin edilmesin *UO*’nın para krizini açıklamada daha güçlü bir değişken olduğu ortaya çıkmaktadır (1. ve 3. tahmin denklemleri). Bu sonuç, TG sorunu iyi yönetildiğinde, hem para krizlerini önlemeye hem de bilançodaki varlık-yükümlülük uyumsuzluğundan kaynaklanan borç ödeyememe durumuna engel olmaya yardımcı olduğu sonucunu desteklemektedir. Dış ticaret dengesi para krizleri

ile ters yönlü ilişkilidir. Faiz oranları ve para arzı büyümesindeki artış para krizi yaşanma olasılığını arttırmaktadır. Bu üç değişkenin etkileri istatistiki olarak anlamlıdır (1., 2. ve 3. tahmin denklemleri). Aynı dönem gerçekleşen bankacılık krizlerinin para krizleri yaşanma olasılığını arttırdığına dair sonuçlar elde edilmiştir (1. ve 3. tahmin denklemleri). Üç tahmin denkleminde de uzun vadeli faiz oranları (*UVFO*) istatistiki olarak anlamlıdır ve para krizi yaşanma olasılığını arttırmaktadır. Uzun vadeli faiz oranından sonra para krizi olasılığını artıran diğer önemli değişken ise aynı dönem yaşanan bankacılık krizidir (*BKt*).

Para krizlerini belirleyen değişkenlerin marjinal etkileri Tablo 36'da özetlenmiştir. 1. tahmin denklemindeki göstergelerin para krizleri üzerindeki marjinal etkileri incelendiğinde, bir para krizi olasılığını arttıran ekonomik olarak en önemli faktörlerin uzun vadeli faiz oranı (*UVFO*) ve aynı dönemde yaşanan bankacılık krizi (*BKt*) değişkenleri olduğu anlaşılmaktadır. Bu değişkenlerdeki %1'lik artış para krizi olasılığını sırasıyla yaklaşık %0.004 ve %0.10 oranında arttıracaktır. Para krizi üzerinde ekonomik açıdan en az etkiye sahip göstergeler ise istatistiki olarak anlamsız olmalarıyla birlikte uyumsuzluk oranı (*UO*), (*DTHBÜYÜME*), uygulanan döviz kuru rejimi sınıflandırması (*DKR*), M2 büyüme oranı (*M2BÜYÜME*) ve M2/Uluslararası rezervlerdir (*M2REZERV*). Para krizlerinin önemi göstergelerinden biri olan uyumsuzluk oranı ise istatistiki olarak anlamlı olmamasına rağmen borç krizi olasılığını %0.0006 oranında arttırdığı sonucuna ulaşılmıştır. Benzer sonuçlara 2. ve 3. tahmin denklemlerindeki marjinal etkilerle de ulaşılmıştır. Bir para krizi olasılığını arttıran ekonomik olarak en önemli faktörler uzun vadeli faiz oranı (*UVFO*) ve aynı dönemde yaşanan bankacılık krizi (*BKt*) değişkenleridir. 4. tahmin denkleminde varılan en önemli sonuçlardan birisi de aynı dönem yaşanan bankacılık krizindeki (*BKt*) %1'lik artışın para krizi olasılığını yaklaşık %0.8 oranında arttıracığıdır. Para krizlerinin belirleyenlerinin araştırıldığı üç modelde ülkelere ait marjinal etkilere bakıldığında en yüksek marjinal etkilere sahip olan ülkelerin Belçika, Brezilya, Çin, İrlanda ve Malezya'ya ait olduğu görülmektedir. Çalışmanın kapsadığı yıllar içinde bu ülkelerin en az bir kez para krizi yaşamış olması bu ülkelerin ortak özellikleridir.

Tablo 35: Para Krizlerinin Belirleyicileri

	1	2	3
<i>TGLBÜYÜK</i>	-0.024 (0.031)	0.022** (0.011)	----
<i>UO</i>	0.041*** (0.012)	----	0.031*** (0.009)
<i>KBGSYİH</i>	0.003** (0.0015)	0.004*** (0.001)	0.003 (0.002)
<i>DTHBÜYÜME</i>	0.003 (0.015)	----	----
<i>NDTGSYİH</i>	-0.151** (0.071)	-0.095*** (0.038)	-0.131*** (0.052)
<i>DKR</i>	0.021 (0.073)	----	----
<i>UVFO</i>	0.026*** (0.007)	0.028*** (0.006)	0.026*** (0.006)
<i>M2BÜYÜME</i>	0.005*** (0.001)	0.007*** (0.002)	0.006*** (0.001)
<i>M2REZERV</i>	0.001*** (0.0038)	0.001*** (0.0033)	-0.001 (0.001)
<i>BK (t)</i>	0.578** (0.266)	----	0.486** (0.231)
<i>BK (t-1)</i>	-0.375 (0.293)	----	-0.346 (0.241)
Sabit	-1.307*** (0.313)	-1.266*** (0.248)	-1.371*** (0.213)
Gözlem Sayısı	443	587	576
Mc Fadden R ²	0.13	0.073	0.083
Log L	-144.93	-181.49	-178.26

*Parantez içindeki değerler Huber-White (heteroscedasticity-consistent/değişen varyans-uyumlu) standart hata değerlerini vermektedir. * $p < 0.10$, ** $p < 0.05$, *** $p < 0.01$.*

Tablo 36: Para Krizlerinin Belirleyicilerinin Marjinal Etkileri

	Marjinal Etki (1)	Marjinal Etki (2)	Marjinal Etki (3)
<i>TGLBÜYÜK</i>	-0.009 (0.013)	-0.008 (0.010)	---
<i>UO</i>	0.0006 (0.006)	---	0.003 (0.005)
<i>KBGSYİH</i>	-0.0005 (0.0005)	-0.0006 (0.0004)	-0.0005 (0.0004)
<i>DTHBÜYÜME</i>	0.0005 (0.002)	---	---
<i>NDTGSYİH</i>	-0.026 (0.034)	-0.016 (0.026)	-0.019 (0.027)
<i>DKR</i>	0.004 (0.013)	---	---
<i>UVFO</i>	0.004*** (0.001)	0.004*** (0.001)	0.004*** (0.001)
<i>M2BÜYÜME</i>	0.0008 (0.001)	0.0009 (0.001)	0.0008 (0.001)
<i>M2REZERV</i>	0.0001 (0.0002)	0.0002 (0.0002)	0.0001 (0.0002)
<i>BK (t)</i>	0.102** (0.048)	---	0.781* (0.040)
<i>BK (t-1)</i>	-0.066 (0.052)	---	-0.056 (0.043)

Parantez içindeki değerler standart hata değerlerini vermektedir.

* $p < 0.10$, ** $p < 0.05$, *** $p < 0.01$

1990-2010 dönemi için probit panel veri yöntemiyle tahmin edilen bankacılık krizinin belirleyicileri Tablo 37’de verilmiştir. Önceki sonuçlara benzer olarak, *TGLBÜYÜK* ve *UO* ayrı ayrı değerlendirildiklerinde bankacılık krizlerini açıklamakta istatistiki olarak anlamlıdırlar. Sonuçların daha kesin olması amacıyla, kişi başına düşen gelir (*LKBDG*) ile *TGLBÜYÜK* arasındaki olası karşılıklı etkileşimi görmek için 3. tahmin denklemine *LKBDG* değişkeni eklenmiştir. Bu tahmin denkleminde iki değişkende istatistiki olarak anlamlıdır. Ülkenin gelişmişlik seviyesini gösteren kişi başına düşen gelir arttıkça, TG endeksi en yüksek seviyesinde olsa bile ülke açısından daha az tehlikeli bir durumu ifade etmektedir. 4. tahmin denkleminde *UO*’nın istatistiki olarak anlamlı ve beklenen işarete sahip olduğunu görmekteyiz. *UO*’daki %1’lik artış bankacılık krizi yaşanma olasılığını

%0.02 oranında arttırmaktadır. M2 para arzı büyüme oranı ve uzun vadeli faiz oranı tüm tahmin denklemlerinde bankacılık krizlerini açıklamada istatistiki olarak anlamlı ve beklenen işarete sahip olarak bulunmuştur. Aynı dönem yaşanan para krizlerinin bankacılık krizleri çıkma olasılığını arttırdığına dair sonuçlar elde edilmiştir (2. ve 3. tahmin denklemleri).

Bankacılık krizlerini belirleyen değişkenlerin marjinal etkileri Tablo 38'de özetlenmiştir. 1. tahmin denklemindeki göstergelerin para krizleri üzerindeki marjinal etkileri incelendiğinde, bankacılık krizi olasılığını arttıran ve aynı zamanda ekonomik olarak en önemli faktörlerin *TGLBÜYÜK*, *UO* ve aynı dönemde yaşanan para krizi (*PKt*) değişkenleri olduğu anlaşılmaktadır. Bu değişkenlerdeki %1'lik artış para krizi olasılığını sırasıyla yaklaşık %0.06, %0.04 ve %0.09 oranında arttıracaktır. Para krizi üzerinde ekonomik açıdan en az etkiye sahip göstergeler ise istatistiki olarak anlamsız olmalarıyla birlikte M2/Uluslararası rezervler (*M2REZERV*) ve toplam kamu borcu/GSYİH'dir (*KBGSYİH*). Benzer sonuçlara 2. tahmin denklemindeki marjinal etkilerle de ulaşılmıştır. 3. tahmin denkleminde kişi başına düşen gelir (*LKBDG*) değişkeni eklenmiş ve bu değişkendeki %1'lik artışın bankacılık krizi olasılığını yaklaşık %0.11 oranında azalttığı sonucuna ulaşılmıştır. 4. tahmin denkleminde varılan en önemli sonuçlardan birisi de *UO*'daki %1'lik artışın bankacılık krizi olasılığını yaklaşık %0.03 oranında arttıracaktır. Tüm denklemler genel olarak değerlendirildiğinde, bankacılık krizi olasılığını arttıran ve ekonomik olarak en önemli faktörler *TGLBÜYÜK*, *UO* ve aynı dönemde yaşanan para krizi (*PKt*) değişkenleridir. Bankacılık krizlerinin belirleyenlerinin araştırıldığı dört modelde ülkelere ait marjinal etkilere bakıldığında en yüksek marjinal etkilere sahip olan ülkelerin Arjantin, Çin, Hindistan, Kolombiya, Tayland ve Türkiye'ye ait olduğu görülmektedir. Çalışmanın kapsadığı yıllar içinde bu ülkelerin en az bir kez bankacılık krizi yaşamış olması bu ülkelerin ortak özellikleridir. Ayrıca bu ülkelerin hepsinde yaşanan bankacılık krizlerine, para krizleri eşlik etmiştir.

Tablo 37: Bankacılık Krizlerinin Belirleyicileri

	1	2	3	4
<i>TGLBÜYÜK</i>	0.023 (0.032)	0.068** (0.026)	0.019*** (0.005)	----
<i>UO</i>	0.016 (0.011)	----	----	0.022** (0.011)
<i>KBGSYİH</i>	0.002 (0.002)	0.004* (0.002)	0.003 (0.002)	0.001 (0.002)
<i>LKBDG</i>	----	----	0.172** (0.071)	----
<i>DTHBÜYÜME</i>	-0.009 (0.011)	-0.009 (0.012)	-0.009 (0.013)	-0.008 (0.012)
<i>NDTGSYİH</i>	0.078** (0.033)	0.011 (0.097)	0.056** (0.024)	0.036 (0.098)
<i>UVFO</i>	0.013** (0.004)	0.011** (0.004)	0.014** (0.005)	0.006* (0.003)
<i>DKR</i>	-0.014 (0.063)	-0.014 (0.061)	-0.031 (0.061)	0.007 (0.057)
<i>M2BÜYÜME</i>	0.001* (0.0005)	0.004*** (0.001)	0.005*** (0.001)	0.001* (0.0005)
<i>M2REZERV</i>	0.003* (0.001)	0.003** (0.001)	0.004** (0.001)	0.002* (0.001)
<i>PK (t)</i>	0.365 (0.201)	0.357* (0.205)	0.351* (0.205)	0.341 (0.208)
<i>PK (t-1)</i>	0.305 (0.204)	0.304 (0.202)	0.265 (0.199)	0.295 (0.206)
Sabit	-1.245*** (0.235)	-1.324*** (0.252)	0.522 (0.792)	-1.064*** (0.236)
Gözlem Sayısı	443	443	443	443
Mc Fadden R ²	0.091	0.042	0.054	0.028
Log L	-209.22	-220.57	-217.61	-223.79

Parantez içindeki değerler Huber-White (heteroscedasticity-consistent/değişen varyans-uyumlu) standart hata değerlerini vermektedir. * $p < 0.10$, ** $p < 0.05$, *** $p < 0.01$.

Tablo 38: Bankacılık Krizlerinin Belirleyicilerinin Marjinal Etkileri

	Marjinal Etki (1)	Marjinal Etki (2)	Marjinal Etki (3)	Marjinal Etki (4)
<i>TGLBÜYÜK</i>	0.061*** (0.017)	0.043** (0.017)	0.012 (0.021)	---
<i>UO</i>	0.038*** (0.007)	---	---	0.031*** (0.007)
<i>KBGSYİH</i>	0.0005 (0.0006)	0.001 (0.0006)	0.0009 (0.0006)	-0.0002 (0.0006)
<i>LKBDG</i>	---	---	-0.108** (0.044)	---
<i>DTHBÜYÜME</i>	-0.003 (0.003)	-0.002 (0.003)	-0.002 (0.003)	-0.002 (0.003)
<i>NDTGSYİH</i>	0.036 (0.031)	0.003 (0.032)	0.015 (0.032)	0.039 (0.031)
<i>UVFO</i>	-0.001 (0.002)	-0.001 (0.002)	-0.001 (0.002)	0.0008 (0.002)
<i>DKR</i>	0.011 (0.016)	-0.003 (0.016)	-0.007 (0.016)	0.016 (0.016)
<i>M2BÜYÜME</i>	-0.0008 (0.0016)	-0.0012 (0.0017)	-0.001 (0.002)	0.0002 (0.001)
<i>M2REZERV</i>	0.0001 (0.0003)	0.0009*** (0.0003)	0.0009*** (0.0003)	-0.00002 (0.0003)
<i>PK (t)</i>	0.095* (0.055)	0.100* (0.057)	0.097* (0.057)	0.091* (0.055)
<i>PK (t-1)</i>	0.074 (0.055)	0.085 (0.057)	0.073 (0.057)	0.091 (0.056)

Parantez içindeki değerler standart hata değerlerini vermektedir.

* $p < 0.10$, ** $p < 0.05$, *** $p < 0.01$

Panel modelde sahte sonuçlar çıkabilmesine neden olan zamandan bağımsız (time invariant) gözlenemeyen değişkenleri ve ülkelere özgü heterojenliği kontrol etmek amacıyla, ülke sabit etkilerini dikkate alan doğrusal olasılık tahmin denkleminin sonuçları Tablo 39’da verilmiştir. Ülkelerin sabit etkileri kontrol edildiğinde, para birimi uyumsuzluğunun para ve bankacılık krizlerinin çıkma olasılığını arttırdığı varılan önemli sonuçlardandır. Ayrıca kontrol değişkenimiz

TGLBÜYÜK, borç, para ve bankacılık krizlerini açıklamakta istatistiki olarak anlamlıdır. *KBGSYİH* ile aynı yıl ve bir önceki yıl gerçekleşen para krizlerinin varlığı borç krizlerini açıklayan diğer değişkenlerdir. *NDTGSYİH* ve M2 para arzındaki büyüme para krizlerini açıklayan diğer önemli değişkenlerdir. Bankacılık krizlerini açıklamada sadece *TGLBÜYÜK* istatistiki olarak anlamlı çıkmıştır. Tahmin denkleminde, borç krizlerinin belirlenmesinde hem aynı yıl hem de bir yıl önce yaşanan para krizleri istatistiki olarak anlamlıdır. Aynı ve bir önceki yıl yaşanan para krizlerinin borç krizlerine eşlik ettiği göz önüne alındığında, varlık ve yükümlülükler arasındaki para birimi uyumsuzluğunun azaltılmasının finansal kırılganlığı azaltacağı ulaşılan önemli sonuçlardandır.

Tablo 39: Sabit Etkiler Tahmin Denklemleri Sonuçları

	Borç Krizleri (1)	Para Krizleri (2)	Bankacılık Krizleri (3)
<i>TGLBÜYÜK</i>	0.059** (0.029)	0.078** (0.028)	0.042*** (0.011)
<i>UO</i>	-0.003 (0.012)	0.059** (0.022)	0.039 (0.023)
<i>KBGSYİH</i>	0.002*** (0.0006)	0.003 (0.002)	-0.002 (0.002)
<i>NDTGSYİH</i>	0.002 (0.003)	-0.009** (0.003)	-0.006 (0.005)
<i>DTHBÜYÜME</i>	----	-0.002 (0.002)	-0.0007 (0.001)
<i>M2REZERV</i>	----	-0.0005 (0.0004)	-0.0001 (0.0004)
<i>UVFO</i>	0.003 (0.005)	0.008 (0.011)	0.012 (0.009)
<i>DKR</i>	0.006 (0.025)	0.042 (0.061)	0.013 (0.051)
<i>M2BÜYÜME</i>	----	0.00008* (0.00004)	0.00007 (0.0001)
<i>PK (t)</i>	0.067** (0.026)	----	-0.017 (0.044)
<i>PK (t-1)</i>	0.079** (0.031)	----	-0.025 (0.045)
<i>BK (t)</i>	0.008 (0.027)	-0.042 (0.054)	----
<i>BK (t-1)</i>	0.044 (0.028)	0.089 (0.066)	----
Sabit	-0.177*** (0.059)	-0.142 (0.113)	-0.028 (0.091)
Gözlem Sayısı	468	512	485
R ²	0.11	0.09	0.05
F-stat	5.89****	2.68***	0.88

Parantez içindeki değerler Huber-White (heteroscedasticity-consistent/değişen varyans-uyumlu) standart hata değerlerini vermektedir. * $p < 0.10$, ** $p < 0.05$, *** $p < 0.01$.

3.3.5. Ampirik Bulguların Genel Değerlendirmesi

Yüksek TG düzeyi zayıf finansal sistemin ve güçsüz mali yönetimin işareti olarak tanımlamaktadır. Özellikle GOÜ'lerin temel ekonomik özelliklerinden biri olan yüksek TG'nin varlığını belirleyen etmenlerin araştırıldığı Tobit tahmin denkleminde, ülkenin ekonomik büyüklüğü, ekonomik ve finansal gelişme düzeyi, parasal kredibilite, ticari dışa açıklık, güçlü kurumsal yapıların varlığı ve esnek döviz kuru rejimleri tercihinin TG'nin temel belirleyicileri olduğu sonucu elde edilmiştir. TG'yi belirleyen değişkenlerin marjinal etkileri incelendiğinde de benzer sonuçlara ulaşılmıştır. TG'yi belirleyen en önemli faktörün ülkenin ekonomik büyüklüğü olduğu görülmektedir. Tüm tahmin denklemleri incelendiğinde ülkenin ekonomik büyüklüğünün TG'yi yaklaşık %0.5 oranında azalttığı ulaşılan önemli sonuçlardandır. Ülkenin ekonomik büyüklüğünün ardından en önemli marjinal etkiler ise; ekonominin gelişme düzeyi, ülke gruplarını gösteren kukla değişkenler (*EURO*, *FİNMRKZ*) ve ticari dışa açıklık tarafından belirlenmiştir.

Yabancı para cinsinden borcun, finansal krizlerin ortaya çıkmasındaki etkisi ise probit yaklaşımı yardımıyla tahminlenmiştir. Yabancı para cinsinden borcun her zaman finansal krizlere sebep olmadığı çalışmada varılan en temel sonuçlardan biridir. Yüksek TG'nin varlığı tek başına krizlerin temel sebebi olmamakla beraber, doğru borç yönetim yaklaşımları ile yönetilmeyen TG, para, bankacılık ve borç krizleri yaşanma olasılığını artırmaktadır. Hem gelişmiş ülkeler hem de GOÜ'lerin yabancı para cinsinden borçlanmasına rağmen sadece GOÜ'lerin krize girme olasılığının yüksek olmasının altında yatan temel sebep dış borçların düzgün yönetilememesidir. Çalışmamız bu sonucuyla, Reinhart, Rogoff ve Savastano (2003) tarafından ortaya konan *borç toleranssızlığı (debt intolerance)* kavramını desteklemektedir. Yani, GOÜ'ler dış borçlarının düzeyini gelişmiş ülke ölçütlerine uygun yönetememektedirler.

Borç, para ve bankacılık krizlerinin belirleyicilerinin marjinal etkileri de araştırılmış ve şu sonuçlara ulaşılmıştır; borç krizi olasılığını arttıran ekonomik olarak en önemli faktörler *TGLBÜYÜK* ve kişi başına düşen GSYİH (*LKBDG*) değişkenleridir; para krizi olasılığını arttıran ekonomik olarak en önemli faktörler

uzun vadeli faiz oranı (*UVFO*) ve aynı dönemde yaşanan bankacılık krizi (*BKt*) değişkenleridir; bankacılık krizi olasılığını arttıran ve ekonomik olarak en önemli faktörler ise *TGLBÜYÜK*, *UO* ve aynı dönemde yaşanan para krizi (*PKt*) değişkenleridir.

Varılan diğer önemli bir sonuç ise; bankacılık ve para krizlerinin temel sebeplerinden biri olan para birimi uyumsuzluğu, ekonomik birimlerin borç yapılarını daha da kırılgan hale getirerek, borç krizlerini tetiklemektedir. Borç krizlerinin ve finansal çöküşlerin önlenmesinde, finansal ve ekonomik gelişmişlik önemli rol oynamaktadır. Borç, para ve bankacılık krizlerinin birbirlerini etkilemesi ve ortaya çıkmasını tetiklemesi ulaşılan diğer önemli bir sonuçtur. Bu sonuca göre tahmin denkleminiz; bankacılık krizleri ile para krizlerinin birbirlerini besleyen bir kısır döngü yarattığı ana fikrine dayanan ve krizlerin ülkeler arasındaki yayılma/bulaşma mekanizmasını açıklamaya çalışan üçüncü nesil kriz modellerini desteklemektedir. Üçüncü nesil modeller finansal piyasaların giderek birbirine bütünleşik olduğu günümüz dünyasında, herhangi bir ülkenin finans piyasasında meydana gelen bir krizin bir başka yerde makro ekonomik temellerde açıklanamayan bir krizi başlatabilmesi gerçeğine dayanmaktadır.

Doğru borç yönetim yaklaşımları ve güçlü finansal gelişmişlik düzeyi ile TG sorununun ekonomiye vereceği zararlar en az seviyeye düşürülebilir. Yabancı para birimi cinsinden yükümlülükleri yabancı para cinsinden varlıklarla eşleşen ya da ihracat ile kapatılan ülkelerde, borç, para ve bankacılık krizlerinin gerçekleşme olasılığı daha azdır.

3.3.6. Ampirik Bulgular Işığında Dış Borç Yönetimi

Gelişmiş ve GOÜ'lerin ekonomik geçmişleri incelendiğinde, günümüze kadar birçok finansal kriz yaşandığı görülmektedir. Söz konusu finansal krizlerin nedenleri ülkeden ülkeye uygulanan ekonomik politikalara bağlı olarak farklılık göstermekle birlikte, yaşanan krizlerin önemli bir kısmında döviz kurlarında meydana gelen oynaklıkların finansal istikrarı kesintiye uğrattığı ortaya çıkmıştır. Bu durum, tüm ekonomik birimleri varlık ve yükümlülüklerinin arasındaki para birimi uyumsuzluklarını daha yakından analiz etmeye ve yönetmeye itmiştir. Finansal

krizler ve döviz kurları arasındaki ilişki borçlanma politikaları açısından değerlendirildiğinde, dış borç stoku içerisinde yabancı para cinsinden borcun payının yüksek olduğu ülkelerde, döviz kurlarında meydana gelen ani ve yüksek artışların yıkıcı sonuçlar doğurabildiği görülmektedir. Bu olumsuz gelişmeler, yerel para birimi cinsinden borçlanma piyasalarının önemini ortaya çıkarmış ve özellikle GOÜ’lerde yerel borçlanma piyasalarının geliştirilmesi temel bir borç yönetim aracı olmuştur.

Dış borçlar, kur ve faiz oranı hareketleri ile fiyat dalgalanmaları gibi risklere maruz kalmaktadır. Bu riskler, iyi tanımlanıp yönetilmezlerse, bu risklerden kaynaklanan herhangi bir olumsuz gelişme, dış borç yöneticilerini borç krizi ile karşı karşıya bırakabilmektedir. 1973 yılında Bretton Woods Sisteminin yıkılması ile birlikte dalgalı kur sistemine geçilmesi ve buna paralel olarak finansal enstrümanlardaki çeşitliliğin artması, özellikle de türev piyasalarının gelişmesi, uluslararası piyasalardaki küreselleşme, dünya çapında yatırım yapılabilir fonların artması ve buna bağlı olarak volatilitedeki büyük artış dış borçlarda risk kavramını ön plana çıkarmıştır.

Uluslararası finans piyasalarında, döviz kuru ve faiz oranlarındaki dalgalanmalar ve bu dalgalanmaların neden olabildiği olumsuz etkiler de risk yönetimi kavramının giderek ön plana çıkmasına ve risk yönetiminin, dış borç yönetiminin merkezine oturtulmasına sebebiyet vermiştir. Dış borçlanmada “*risk yönetimi*”, devletin dış borçlanma maliyetini olumsuz yönde etkileyecek risk faktörlerinin belirlenmesi, tanımlanması, ölçülmesi ve bu risklerin en alt düzeye indirilmesi sürecidir.

1994 Meksika Tekila krizi, 1998 Rusya krizi ve 1998 Güneydoğu Asya krizi gibi örnekler incelendiğinde, varlıklar ve yükümlülükler arasındaki para birimi uyumsuzluklarının krizlerin tetiklenmesinde ya da daha derin bir hal almasında oldukça önemli bir paya sahip olduğu görülmektedir. Özellikle yabancı para cinsinden net borcu yüksek olan şirketler ve devletler kur değişimlerine karşı oldukça duyarlı hale gelmekte ve yerel paranın değer kaybetmesi, sahip olunan borcun yerel para cinsinden değerini önemli ölçüde artırabilmektedir. Bu durum, borç servis yükünün artmasına, kredi değerliliğinin düşmesine ve borcun çevrilememesine neden olabilmektedir.

Çalışmamızın ampirik sonuçlarına göre, yurtdışından kendi para birimleriyle borçlanamayan (TG endeksinin yüksek değerlere sahip olduğu) ülkelerde finansal kriz yaşama olasılığı çok daha fazladır. Dış borcu yüksek olan ekonomik birimlerin, ani kur ve faiz değişimlerinden olumsuz olarak etkilenmemeleri için varlık ve yükümlülükleri arasındaki para birimi uyumsuzluklarını en aza indirmeleri gerekmektedir. Uyumsuzluk sorunu ağırlıklı olarak TG sorunundan kaynaklanmasına karşın, uluslararası rezervlerdeki artış ile önlenebilmektedir. Buna karşın yüksek miktarda döviz rezervi biriktirmek, uyumsuzluk sorunu kadar olumsuz sonuçlar doğurabilecektir. Yüksek düzeyde rezerv tutmanın fırsat maliyeti, bu rezervlerin daha yüksek getirili varlıklarda değerlendirilmesidir. Dolayısıyla uyumsuzluk ve TG sorunlarının ortadan kaldırılması için yerel borçlanma ve finansal araç piyasalarının geliştirilmesi gerekmektedir.

Gelişmiş ekonomilerde yerel borçlanma piyasalarının gelişmiş olması, bilançolardaki vade ve para birimi uyumsuzluklarının azaltılmasını sağlayarak finansal istikrara katkıda bulunmaktadır. Ancak etkin işleyen yerel piyasaların bulunmadığı GOÜ'lerde, borçlanan birimler varlık ve yükümlülükleri arasında vade, faiz ve para birimi açısından uyum sağlayamamakta ve dış borçlarını ödeyememe riskleriyle karşı karşıya gelmektedir.

Özellikle GOÜ'lerde mevcut dış borç stok miktarlarının finansal krize yol açmaması için ekonomik birimlerin varlık ve yükümlülükleri arasındaki para birimi uyumsuzluğunu azaltmaları ve yerel piyasalardan çeşitli finansal araçlar kullanarak dış borç miktarındaki riskleri azaltmaları gerekmektedir. Bu öncelikle yerel borçlanma piyasalarının geliştirilmesine sonra da para birimi ve vade uyumsuzluklarının dikkate alan modern dış borç yönetim yaklaşımlarının risk yönetim sürecine dâhil edilmesi ile mümkündür. Varlık ve yükümlülük yönetimi, piyasalardaki her türlü dalgalanmanın bir ülkenin varlık ve yükümlülük nakit akım yapısında yol açacağı olumsuzlukları minimize etmek, aktif ve pasifler arasındaki farkı söz konusu dalgalanmalara karşı duyarsız bir hale getirmek ve risk yönetimi ile gelecek planların güvence altına alınması için gerçekleştirilen bir yöntemdir. Hedging teknikleri ya da türev finansal ürünler kullanılarak, karşı karşıya kalınan riskleri azaltmak, hatta maruz kalınan riskin yönünü değiştirmek mümkün olabilmektedir.

SONUÇ

20. yy. ve özellikle finansal küreselleşmenin dünya çapında hızla ve belki de kontrolsüzce yayıldığı son çeyreği, pek çok ekonomik krize tanıklık etmiştir. 1980'lerin başında Washington Uzlaşması ile hız ve yön verilen finansal küreselleşme, çoğunlukla gelişmekte olan ve az da olsa gelişmiş ülkelerde yaşanan ekonomik kriz sayısını belirgin bir şekilde artırmıştır. Bu dönemde ekonomik krizlerin sayısı, derinliği, sıklığı ve yarattığı olumsuz sonuçlar giderek artan bir seyir izlemiştir. 1970'li yıllardan itibaren gelişmiş ve gelişen ülkelerde yaşanan finansal krizlerin artması, krizlerin oluşum nedenleri üzerine hem kuramsal hem de deneysel çalışmaların ve yeni yaklaşımların gelişmesini sağlamıştır. Finansal krizlerin nedenleri konusunda birçok uygulamalı çalışma yapılmıştır.

Uluslararası finansman süreci, GOÜ'ler açısından sık aralıklarla dış borç krizleri yaşamalarına sahne olmuştur. GOÜ'lerin ekonomik kalkınma süreçlerini sekteye uğratan ve ekonomik problemlerinin daha da derinleşmesine neden olan bu durumun en önemli sebeplerinden birisi de ilgili ekonomilerin borç yönetimi konusunda gösterdikleri kötü performanslardır. GOÜ'ler açısından uluslararası finansmanların büyük çoğunluğunun dış borçlanma şeklinde olması ve bu borçların ulaştığı yüksek stok düzeyi, dış borç yönetimi konusuna önem verilmesine yol açmaktadır. Uluslararası borç krizlerinin yaşandığı 1980'li yıllar boyunca borçlu ülkelerin etkin bir borç yönetimi sergileyememeleri, hatta en basit borç yönetim yaklaşımlarından bile haberdar olmamaları borç birikim sürecini daha da hızlandırmıştır. GOÜ'lerin dış borç yönetimi konusundaki eksiklikleri, dış borç krizinden alınan en belirgin derslerden biri olup, ilgili ülkelerde dış borç yönetim yaklaşımlarının geliştirilmesine zemin hazırlamıştır.

Gelişmiş ve GOÜ'lerin ekonomik geçmişleri incelendiğinde, günümüze kadar birçok finansal kriz yaşandığı görülmektedir. Söz konusu finansal krizlerin nedenleri uygulanan para ve kur politikalarına bağlı olarak farklılık göstermekle birlikte, yaşanan krizlerin önemli bir kısmında döviz kurlarında meydana gelen oynamaların finansal istikrarı kesintiye uğrattığı ortaya çıkmıştır. Bu durum, finansal kuruluşları varlık ve yükümlülüklerinin arasındaki döviz kuru uyumsuzluklarını daha yakından analiz etmeye ve yönetmeye itmiştir.

Finansal krizler ve döviz kurları arasındaki ilişki borçlanma politikaları açısından değerlendirildiğinde, borç stoku içerisinde yabancı para cinsinden borcun payının yüksek olduğu ülkelerde, döviz kurlarında meydana gelen ani ve yüksek artışların yıkıcı sonuçlar doğurabildiği görülmektedir. Söz konusu olumsuz gelişmeler, yerel para birimi cinsinden borçlanma piyasalarının önemini ortaya çıkarmış ve özellikle GOÜ’lerde yerel borçlanma piyasalarının geliştirilmesi dış borç yönetiminin temel bir amacı olarak benimsenmiştir.

Uluslararası finans piyasalarında, döviz kuru ve faiz oranlarındaki dalgalanmalar ve bu dalgalanmaların neden olabildiği olumsuz etkiler de risk yönetimi kavramının giderek ön plana çıkmasına ve risk yönetiminin, dış borç yönetiminin merkezine oturtulmasına sebebiyet vermiştir. Çünkü etkili bir borç yönetiminin en önemli boyutunu “*risk yönetimi*” oluşturmaktadır. Dış borçlanmada “*risk yönetimi*”, devletin dış borçlanma maliyetini olumsuz yönde etkileyecek risk faktörlerinin belirlenmesi, tanımlanması, ölçülmesi ve bu risklerin en alt düzeye indirilmesi sürecidir. Bir devletin dış borçları yönetilirken, karşı karşıya kalınan risklerinin tutarlı bir şekilde tanımlanması ve ölçülmesi bu riskleri minimize edecek tedbirlerin alınması gerektiği dış borç yönetiminde, risk yönetiminin önemini ortaya koymaktadır.

Mali piyasalarda risk ölçüm ve bu risklerin yönetimi, 1973 yılında Bretton Woods Sisteminin yıkılması ile önem kazanmıştır. Dalgalı kur sistemine geçilmesi ve buna paralel olarak mali enstrümanlardaki çeşitliliğin artması, özellikle de türev piyasalarının gelişmesi, uluslararası piyasalardaki küreselleşme, dünya çapında yatırım yapılabilir fonların artması ve buna bağlı olarak volatilitedeki büyük artış risk kavramında önemli gelişmelere neden olmuştur.

Dış borçlar, kur ve faiz oranı hareketleri ile fiyat dalgalanmaları gibi risklere maruz kalmaktadır. Bu riskler, iyi tanımlanıp yönetilmezlerse, bu risklerden kaynaklanan herhangi bir olumsuz gelişme, dış borç yöneticilerini borç krizi ile karşı karşıya bırakabilmektedir. Nitekim 1980’li yılların başında, petrol fiyatlarında yaşanan yükselmeler, petrol üreticisi olmayan ülkelerin ithalat faturalarında büyük yük yaratmış, küresel bir durgunluk ihracat gelirlerini aşındırmış, faiz oranlarını ve ABD dolarının değerini yükseltmiş, dolar cinsinden borçların geri ödemesinde ilave

bir yük yaratmıştır. Bu faktörler, dış borç servislerini negatif bir şekilde etkileyerek GOÜ'ler üzerinde ciddi bir baskı yaratmıştır.

Geçmişte birçok gelişmiş ve GOÜ'lerde yaşanan krizler, etkin ve sağlıklı çalışan bir borç yönetiminin önemini ortaya çıkarmış ve özellikle GOÜ'lerin finansal kriz yaşama olasılıklarının fazla olması nedeniyle kendileri için etkin borç yönetim politikaları oluşturmalarını zorunlu hale getirmiştir. Bu nedenlerle ülkeler etkin borç yönetimi sağlayabilmek için borç yönetim ofisleri kurmuşlardır. Etkin borç yönetimi, bir yandan düşük maliyet ve risk ile borçlanmayı hedeflerken diğer yandan oluşturulan borçlanma stratejisini kamuoyuna açıklayarak şeffaflık ve hesap verilebilirlik ilkelerinin gözetilmesine ve piyasaların mali disiplin içinde istikrarlı bir şekilde çalışmasına katkıda bulunmaktadır.

Tüm bu açıklamaların ışığında, etkin bir borç yönetimini gerçekleştirme ve mümkün olan en düşük maliyetle borçlanma hedeflerine ulaşabilmek için, risk yönetim sürecini dış borç yönetimi sürecinin odağına oturtturmak gerektiği açıktır.

Ülkelerin finansal piyasalarının yeterince gelişmemiş olması nedeniyle, uluslararası piyasalardan ulusal para birimi ile borç alamaması ve/veya yurtiçi piyasalarda uzun vadeli, sabit faizli borçlanamaması, Eichengreen ve Hausmann (1999) tarafından temel günah (TG) olarak tanımlanmaktadır. TG'nin var olduğu bir ekonomik ortamda ulusal para birimi cinsinden getiri sağlayan yatırımlar yabancı para ile finanse ediliyorsa uyumsuzluk/para eşleşmezliği (currency mismatch) veya uzun dönem projeler kısa vadeli kredilerle finanse ediliyorsa vade eşleşmezliği (maturity mismatch) sorunları söz konusudur. Bu konuyla ilgili yapılan tüm çalışmalarda yüksek TG'nin döviz kuru oynaklıklarının ve makroekonomik dengesizliklerin artmasına neden olarak finansal kırılganlığı arttırdığı sonucunu ortaya koymaktadır.

Goldstein ve Turner (2004)'e göre yabancı para cinsinden dış borca ilişkin en önemli problem, varlıklar ile yükümlülükler arasındaki uyumsuzluk/para eşleşmezliği (currency mismatch) sorunudur. Buna göre, döviz cinsi yükümlülükleri döviz cinsi varlıkları ile uyumlu olmayan ülkeler, yerel paranın değer kaybetmesi durumunda döviz cinsi borçlarını ödemekte önemli güçlükler yaşayabilmektedir.

GOÜ'lerin, finansal piyasalarının yeterince gelişmemiş olması nedeniyle, kendi para birimleriyle yurt dışı ve yurt içi piyasalardan uzun vadeli ve sabit faizle

borçlanamadıkları durum olarak tanımlanan TG, makroekonomik istikrarsızlık ve finansal kırılganlığın temel sebeplerinden biridir. TG'nin varlığı hükümetlerin, yurt içinde kısa dönemli ya da yurt dışı ve yurt içi piyasalardan döviz cinsi borçlanmak zorunda kalmalarına neden olmaktadır. Etkin ve yeterli olmayan kurumlar ve uygulanan politikalara karşı oluşmamış yeterli güven, ülkelerin bu sorunu daha da derinden yaşamasına neden olmaktadır. TG sorunu sadece GOÜ'lere özgü bir problem değildir. Birçok gelişmiş ülkede de TG problemi yaşanmaktadır.

Hem gelişmiş hem de GOÜ'lere özgü bir problem olan TG'nin varlığı tüm ülkeler için ciddi ekonomik sorunların da temel kaynaklarındandır. TG sonucu ortaya çıkan varlıklar ve yükümlülükler arasındaki para birimi uyumsuzluklarının krizlerin tetiklenmesinde ya da daha derin bir hal almasında oldukça önemli bir paya sahip olduğu görülmektedir. Özellikle yabancı para cinsinden net borcu yüksek olan şirketler ve devletler kur değişimlerine karşı oldukça duyarlı hale gelmekte ve yerel paranın değer kaybetmesi, sahip olunan borcun yerel para cinsinden değerini önemli ölçüde artırabilmektedir. Bu durum, borç servis yükünün artmasına, kredi değerliliğinin düşmesine ve borcun çevrilememesine neden olabilmektedir. TG'nin varlığı durumunda ekonomik istikrarsızlık ve kırılganlık artmaktadır. Yaşanan ekonomik krizlerde para politikası etkinsizleşerek ekonomi olası şoklara açık hale gelmektedir. TG sorununa sahip ülkeler düşük kredi değerliliğine sahip olduklarından yurtdışı piyasalarda borçlanmakta bir takım zorluklar yaşamaktadırlar.

Sermaye girişlerinin kontrol edilmesi ya da yüksek oranda uluslararası rezerv biriktirmek TG sorununun azaltılmasına yardımcı olmasına rağmen ekonomiye ciddi oranda maliyetler yüklemektedir. Diğer yandan, kısa vadeli iç borçlanma piyasalarının geliştirilmesi TG sorununun azaltılmasında oldukça önemlidir. Ancak kısa vadeli iç borçlanma da olası vade uyumsuzluklarında kırılganlığı arttırabilmektedir. Bu noktada TG sorununa çözüm önerilebilmesi için TG'nin belirleyenlerinin analiz edilmesi gerekmektedir.

GOÜ'lerde dış borçların büyük boyutlara ulaşması, dikkatleri bir takım rasyo analizleri (dış borç göstergeleri) üzerinde toplamıştır. Borçlanmanın sınırının ve sürdürülebilirliğinin temel belirleyicileri olarak hem borç alan hem de borç veren taraf kendi durumlarını daha iyi değerlendirebilmeleri için bazı oranları veri kabul etmeyi uygun bulmuşlardır. Uygulamada, bir ülkenin dış borçlanma politikası

değerlendirilirken en somut yöntemler olan dış borçluluk rasyolarından faydalanılmaktadır. Bu rasyoların tümü birlikte ele alındığında incelenen ülkenin dış borç profili oldukça kapsamlı bir şekilde ortaya çıkmaktadır. Bu rasyolar (oranlar), borç veren taraf bakımından, borç verilecek ülkenin güvenilirliğini, borcu geri ödeyebilme kapasitesini veya borç vermede beklenen amacın gerçekleştirilme imkânını görebilmek bakımından önemli olmaktadır.

Çalışmamızın analiz bölümü olan üçüncü bölümde GOÜ'lerin borçlanma yapılarını analiz etmek amacıyla çeşitli rasyo analizleri yapılmıştır. Dünya Bankası ve IMF tarafından kabul gören temel borçlanma rasyoları; Toplam Borç/GSMH, Toplam Borç/İhracat, Borç Servisi/İhracat ve Faiz Servisi/İhracat yanında Uluslararası Rezervler/Dış Borç Stoku, TG, Uyumsuzluk Oranı ve GGK rasyoları da eklenerek kapsamlı bir rasyo analizi yapılmıştır.

Yapılan rasyo analizi toplu bir şekilde değerlendirildiğinde, GOÜ'lerin dış borç göstergelerinin sürekli iyiye gittiği görülmektedir. Özellikle 2000-2008 yılları arasında, GOÜ'ler risklerini ve borç yüklerini ciddi oranda azaltarak kredi değerliliklerini yükseltmişlerdir. Küresel finansal krizle kesintiye uğrayan bu olumlu tablo, kriz ortamından uzaklaşmaya başlanmasıyla birlikte tekrar yükseliş trendine geçmiştir. Küresel krizin ardından GOÜ'lerin dış borç oranlarını önemli oranda azalttıkları söylenebilir. GOÜ'lerin 2008 yılından sonraki tüm dış borçluluk rasyoları dış borç ödeme güçlerinde bir artışın ve dış borçlarının sürdürülebilir olduğuna işaret etmektedir.

TG endeks değerlerinin analiz edildiği bölümden çıkan sonuçlara göre; GOÜ'ler kendi para birimlerinden yurtdışında borçlanamadıkları için yüksek TG seviyesine sahip oldukları anlaşılmaktadır. 1999-2010 yılları arasında GOÜ'lerin TG değerleri ortalaması 0.80 olarak gerçekleşmiştir. 2010 yılında GOÜ'lerin yarısından fazlasının TG değeri 1'e eşittir. Uluslararası borçlanmalar beş para birimi (ABD Doları, İngiliz Sterlini, Japon Yeni, Euro ve İsviçre Frangı) ile yapıldığından bu para birimlerine sahip ülkelerden oluşan finansal merkezlerde TG değeri çok düşüktür. 2010 yılında bu merkezlerde TG değeri 0.07 olarak gerçekleşmiştir. Finansal merkezler haricindeki diğer gelişmiş ülkelerde ise ortalama TG değeri 0.57 düzeyindedir. Gelişmiş ülkelerde TG problemi, GOÜ'lerde yaşanan TG problemi kadar ciddi olmasa da, finansal merkezlerle karşılaştırıldığında oldukça yüksektir.

GOÜ'lere ait uyumsuzluk oranlarına bakıldığında uyumsuzluk oranının sürekli azaldığı görülmektedir. Bu da GOÜ'lerin varlık ve yükümlülükleri arasındaki para birimi uyumsuzluğunu azaltıcı borç yönetim politikalarına önem verdiklerinin ve bu politikaları öncelikli olarak uyguladıklarının önemli bir kanıtıdır.

GOÜ'lerin GGK rasyoları yorumlandığında da aynı olumlu tablo karşımıza çıkmaktadır. 1995-2011 yılları arasında rasyo daima eşik değer olan 1'in üzerinde gerçekleşmiştir. Bu da GOÜ'lerin yeni bir borçlanmaya gitmeden mevcut yıldaki dış borçlarını ödeyebildikleri yani dış borçlarını sürdürebildikleri anlamına gelmektedir. GGK rasyo sonuçlarına göre belirtilen yıllarda GOÜ'ler likidite riski taşımamaktadırlar.

Ekonometrik tahmin yöntemi bölümünde ilk olarak TG'nin belirleyenleri, 1990-2012 yılları arasında 18 GOÜ ve 23 gelişmiş olmak üzere toplam 41 ülke için çift sansürlü Tobit panel tahmin denklemi yardımıyla araştırılmıştır. Özellikle GOÜ'lerin temel ekonomik özelliklerinden biri olan yüksek TG'nin varlığını belirleyen etmenlerin araştırıldığı Tobit tahmin denkleminde, ülkenin ekonomik büyüklüğü, ekonomik ve finansal gelişme düzeyi, parasal kredibilite, ticari dışa açıklık, güçlü kurumsal yapıların varlığı ve esnek döviz kuru rejimleri tercihinin TG'nin temel belirleyicileri olduğu sonucu elde edilmiştir. Bu sonuç, TG endeks değerlerinin analiz edildiği rasyo bölümü ile de desteklenmektedir. Ülkenin ekonomik büyüklüğü, ekonomik ve finansal gelişme düzeyi, parasal kredibilite, ticari dışa açıklık, güçlü kurumsal yapıların varlığını sağlamış olan finansal merkezler ve gelişmiş ülkelerin TG endeks değerleri GOÜ'lerin endeks değerlerine göre oldukça düşüktür. TG'yi belirleyen değişkenlerin marjinal etkileri incelendiğinde de benzer sonuçlara ulaşılmıştır. TG'yi belirleyen en önemli faktörün ülkenin ekonomik büyüklüğü olduğu görülmektedir. Tüm tahmin denklemleri incelendiğinde ülkenin ekonomik büyüklüğünün TG'yi yaklaşık %0.5 oranında azalttığı ulaşılan önemli sonuçlardandır. Ülkenin ekonomik büyüklüğünün ardından en önemli marjinal etkiler ise; ekonominin gelişme düzeyi, ülke gruplarını gösteren kukla değişkenler (*EURO*, *FİNMRKZ*) ve ticari dışa açıklık tarafından belirlenmiştir.

Ekonometrik tahmin yöntemi bölümünde ikinci olarak yabancı para cinsinden borcun, finansal krizlerin ortaya çıkmasındaki etkisi probit modeli yardımıyla tahminlenmiştir. 1990-2010 arası dönemde dış borç-finansal kriz ilişkisi 16 GOÜ ve

23 gelişmiş olmak üzere toplam 39 ülke için panel probit ekonometrik yöntemi yardımıyla analiz edilmiştir. Yabancı para cinsinden borcun her zaman finansal krizlere sebep olmadığı çalışmada varılan en temel sonuçlardan biridir. Yüksek TG'nin varlığı tek başına krizlerin temel sebebi olmamakla beraber, doğru borç yönetim yaklaşımları ile yönetilmeyen TG, para, bankacılık ve borç krizleri yaşanma olasılığını artırmaktadır. Hem gelişmiş ülkeler hem de GOÜ'lerin yabancı para cinsinden borçlanmasına rağmen sadece GOÜ'lerin krize girme olasılığının yüksek olmasının altında yatan temel sebep dış borçların düzgün yönetilememesidir. Çalışmamız bu sonucuyla, Reinhart, Rogoff ve Savastano (2003) tarafından ortaya konan *borç toleranssızlığı* (debt intolerance) kavramını desteklemektedir. Yani, GOÜ'ler dış borçlarının düzeyini gelişmiş ülke ölçütlerine uygun yönetememektedirler.

Borç, para ve bankacılık krizlerinin belirleyenlerinin marjinal etkileri de araştırılmış ve şu sonuçlara ulaşılmıştır; borç krizi olasılığını arttıran ekonomik olarak en önemli faktörler *TGLBÜYÜK* ve kişi başına düşen GSYİH (*LKBDG*) değişkenleridir; para krizi olasılığını arttıran ekonomik olarak en önemli faktörler uzun vadeli faiz oranı (*UVFO*) ve aynı dönemde yaşanan bankacılık krizi (*BKt*) değişkenleridir; bankacılık krizi olasılığını arttıran ve ekonomik olarak en önemli faktörler ise *TGLBÜYÜK*, *UO* ve aynı dönemde yaşanan para krizi (*PKt*) değişkenleridir.

Dış borçlanma göstergelerine göre GOÜ'lerin 2008 yılından sonraki tüm dış borç rasyoları dış borç ödeme güçlerinde bir artışın ve dış borçlarının sürdürülebilir olduğunu göstermektedir. GOÜ'ler yüksek TG değerlerine sahip olmalarına rağmen dış borçlarını sürdürebilmektedirler. Rasyo analizinden elde edilen sonuçlar ile dış borç-finansal kriz ilişkisinin araştırıldığı probit tahmin denklemi sonuçları birbiriyle tutarlıdır. Yüksek TG değerlerinin varlığı tek başına krizlerin temel sebebi değildir. Doğru uygulanan borç yönetim politikaları ile dış borçlar sürdürülebilir, ülkelerin varlık ve yükümlülükleri arasındaki para birimi uyumsuzlukları azaltılabilir ve ülke finansal kriz yaşama riskinden uzaklaşabilir.

Finansal krizlerin nedenleri konusunda birinci, ikinci ve üçüncü nesil kriz modelleri olmak üzere, üç temel yaklaşım bulunmaktadır. Teorik modeller krizleri açıklamada eksik ve yetersiz kalsa da ve krizlerin nedenleri konusunda uzlaşmaya

varamasalar da, her biri krizlerin farklı bir boyutuna dikkat çektiği için, gelebilecek krizin belirtilerinin ne olduğunu anlamamıza yardımcı olmaktadır. Yeni modeller, eski modellerin yanlışlığını ya da eksikliğini vurgulamak yerine, önceki modellerin yetersizliğinden ötürü geliştirilmiştir. Araştırmanın ekonometrik tahmin denklemleri üç teorik modelin de vurgu yaptığı değişkenleri içermekle birlikte özellikle üçüncü nesil modellerinin krizi belirleyen bağımsız değişkenlerini içermektedir.

Probit tahmin denkleminde varılan diğer önemli bir sonuç ise; bankacılık ve para krizlerinin temel sebeplerinden biri olan para birimi uyuşmazlığı, ekonomik birimlerin borç yapılarını daha da kırılgan hale getirerek, borç krizlerini tetiklemektedir. Borç krizlerinin ve finansal çöküşlerin önlenmesinde, finansal ve ekonomik gelişmişlik önemli rol oynamaktadır. Borç, para ve bankacılık krizlerinin birbirlerini etkilemesi ve ortaya çıkmasını tetiklemesi ulaşılan diğer önemli bir sonuçtur. Bu sonuca göre tahmin denkleminiz; bankacılık krizleri ile para krizlerinin birbirlerini besleyen bir kısır döngü yarattığı ana fikrine dayanan ve krizlerin ülkeler arasındaki yayılma/bulaşma mekanizmasını açıklamaya çalışan üçüncü nesil kriz modellerini desteklemektedir. Üçüncü nesil modeller finansal piyasaların giderek birbirine bütünleşik olduğu günümüz dünyasında, herhangi bir ülkenin finans piyasasında meydana gelen bir krizin bir başka yerde makro ekonomik temellerde açıklanamayan bir krizi başlatabilmesi gerçeğine dayanmaktadır.

Uyumsuzluk ve TG sorunlarının ortadan kaldırılması için yerel borçlanma ve finansal araç piyasalarının geliştirilmesi gerekmektedir. Gelişmiş ekonomilerde yerel borçlanma piyasalarının gelişmiş olması, bilançolardaki vade ve para birimi uyumsuzluklarının azaltılmasını sağlayarak finansal istikrara katkıda bulunmaktadır. Ancak etkin işleyen yerel piyasaların bulunmadığı GOÜ'lerde, borçlanan birimler varlık ve yükümlülükleri arasında vade, faiz ve para birimi açısından uyum sağlayamamakta ve dış borçlarını ödeyememe riskleriyle karşı karşıya gelmektedir.

Özellikle GOÜ'lerde mevcut dış borç stok miktarlarının finansal krize yol açmaması için ekonomik birimlerin varlık ve yükümlülükleri arasındaki para birimi uyumsuzluğunu azaltmaları ve yerel piyasalardan çeşitli finansal araçlar kullanarak dış borç miktarındaki riskleri azaltmaları gerekmektedir. Bu öncelikle yerel borçlanma piyasalarının geliştirilmesine sonra da para birimi ve vade uyumsuzluklarının dikkate alan modern dış borç yönetim yaklaşımlarının risk

yönetim sürecine dâhil edilmesi ile mümkündür. Varlık ve yükümlülük yönetimi, piyasalardaki her türlü dalgalanmanın bir ülkenin varlık ve yükümlülük nakit akım yapısında yol açacağı olumsuzlukları minimize etmek, aktif ve pasifler arasındaki farkı söz konusu dalgalanmalara karşı duyarsız bir hale getirmek ve risk yönetimi ile gelecek planların güvence altına alınması için gerçekleştirilen bir yöntemdir. Hedging teknikleri ya da türev finansal ürünler kullanılarak, karşı karşıya kalınan riskleri azaltmak, hatta maruz kalınan riskin yönünü değiştirmek mümkün olabilmektedir.

KAYNAKÇA

- Adıyaman, A. T. (2006). Dış Borçlarımız ve Ekonomik Etkileri. *Sayıştay Dergisi*. 62: 21-45.
- Afşar, M. (2004). *Finansal Küreselleşme ve Türk Bankacılık Krizleri Üzerine Etkisi*. Eskişehir: Anadolu Üniversitesi. İİBF Yayınları.
- Akar, S. (2010). Borç Yönetim Ofisleri ve Türkiye’de Uygulanabilirliği. *Mevzuat Dergisi*. 13(148): 1-22.
- Akçay, M. (1988). Türkiye’nin Dış Borç Yönetim Sistemi. TCMB Üç Aylık Bülten. Ekim-Aralık. 39-53.
- Akdemir, S. (2003). Uluslararası Borç Krizi ve Dış Borç Azaltma Teknikleri. *Abant İzzet Baysal Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü Dergisi*. 2(7): 1-6.
- Akerlof, G. (1970). The Market for Lemons: Quality, Uncertainty, and the Market Mechanism. *The Quarterly Journal of Economics*. 84(13): 488-500.
- Aktan, O. (1998). *Türkiye’nin Dış Borçları*. Türkiye Ekonomisi: Sektörel Analiz. (ss. 353-367). Ankara: Turhan Kitabevi.
- Aktan, Ç. C. ve Şen, H. (2002). Ekonomik Kriz: Nedenler ve Çözüm Önerileri, *Yeni Türkiye Dergisi*. Ekonomik Kriz Özel Sayısı. 2(42): 1225-1230.
- Aloğlu, Z. T. (2005). *Bankacılık Sektörünün Karşılaştığı Riskler ve Bankacılık Krizler Üzerindeki Etkileri*. Yayımlanmamış Uzmanlık Tezi. Ankara. Türkiye Cumhuriyeti Merkez Bankası.
- Altıntaş, H. (2004). Bankacılık Krizleri, Nedenleri ve Ekonomik Maliyetleri. *Erciyes Üniversitesi İ.İ.B.F Dergisi*. 22: 39-61.

Altıntaş, H. ve Öz, B. (2007). Para Krizlerinin Sinyal Yaklaşımı İle Öngörülebilirliği: Türkiye Uygulaması. *Anadolu Üniversitesi Sosyal Bilimler Dergisi*. 7(2): 19-44.

Alvarez-Plata, P. ve Schrooten, M. (2003). Mis-Leading Indicators?: The Argentinean Currency Crisis. *German Institute for Economic Research Discussion Papers*. No: 327.

Ambrose, S. (2000). Multilateral Debt Burden. *Foreign Policy in Focus*. 5(4): 1-4.

Andor, H. N. ve Varlık, S. (2008). İlk Günah Hipotezi ve Dalgalanma Korkusu: Türkiye Ekonomisi Üzerine Bir Değerlendirme. *Ekonomik Yaklaşım*. 19(Özel Sayı): 283-323.

Apak, S. (1992). *Uluslararası Finansal Teknikler*. İstanbul: Emlak Bankası Yayınları.

Arnoud, P. (1992). *Üçüncü Dünyanın Borçlanması*. İstanbul: İletişim Yayınları.

Asian Development Bank (1999). *Asian Development Outlook 1999: Economic Openness - Growth and Recovery in Asia*. Çin: OUP.

Ayaş, E. (1993). Modern Dış Borç Yönetimi Nedir?. *HDTM Dergisi*. 1.

Aziz, J., Caramazza, F. ve Salgado, R.(2000):. Currency Crises: In Search of Common Elements. *IMF Working Papers*. No: 67. <http://www.imf.org/external/pubs/ft/wp/2000/wp0067.pdf>, (08.12.2012).

Baball, B. (2002). *Private Sector External Debt: Main Issues and Challenges for Monitoring*. London: Debt Relief International Ltd.

Babuşcu, Ş. (1997). *Bankacılık Risk Derecelendirmesi ve Türk Bankacılık Sektörüne Uygulanması*. Ankara: Sermaye Piyasası Kurulu Yayınları.

Baklacı, H. F. ve Swanson, P. (2004). Global Bond Markets: Determinants of Government Borrowing Costs for Developed and Emerging Markets. *Global Business And Finance Review*. 9(2): 15-29.

Baklacı, H. F. ve Arslan, İ. (2006). An Empirical Analysis Of Turkish Credit Default Swaps. *Ekonomik Yaklaşım*. 17(60): 111-121.

Bal, H. (2001). *Uluslararası Finansman, Dış Borç Yönetimi ve Türkiye*. İstanbul: Türkiye Bankalar Birliği Yayınları.

Balkan, N. (1994). *Kapitalizm ve Borç Krizi*. İstanbul: Bağlam Yayınları.

Bastı, E. (2006). *Kriz Teorileri Çerçevesinde 2001 Türkiye Finansal Krizi*. Ankara: SPK Yayınları.

Başçı, E. (2003). Vadeli İşlem Piyasası Aracı Olarak Swapın İşleyişi ve Finansal Piyasadaki Kullanımları. *Gazi Üniversitesi Endüstriyel Sanatlar Eğitim Fakültesi Dergisi*. 11(12): 18-33.

Başkaya, F. (1986). *Borç Krizi Üzerine Bir Deneme*. Ankara: Yargı Kitabevi.

Bauer, C., Herz, B. ve Karb, V. (2007). Are Twin Currency and Debt Crises Special?. *Journal of Financial Stability*. 3: 59–84.

Bayraktutan, Y. (2006). *Küresel Finansal Krizler ve IMF*. Ekonomik Kriz Öncesi Erken Uyarı Sistemleri. (ss. 23-54). İstanbul: Arıkan Yayınevi.

Berg, A. ve Pattillo, C. (1999). Are currency crises predictable?. *IMF Staff Papers*. 46: 107-138.

Blanchard, O. ve Fischer, S. (1989). *Lectures on Macroeconomics*. Cambridge: MIT Press.

Bodin, A., Pascal, E. C. ve Straatman, P. (1990). *Effective Debt Management*. Debt Management Systems (ss. 48-58). *World Bank Discussion Paper*. No: 108.

Bordo, M. D. and Meissner, C. M. (2006). The Role of Foreign Currency Debt in Financial Crises: 1880–1913 versus 1972–1997. *Journal of Banking and Finance*. 30: 3299-3329.

Bordo, M. D., Meissner C. M., ve Stuckler, D. (2010). Foreign Currency Debt, Financial Crises and Economic Growth: A Long-Run View. *Journal of International Money and Finance*. 29(4): 642–665.

Borresen, P. ve Pascal, E. C. (2002). Role and Organization of Debt Office. http://unctad.org/en/Docs/gdsdmfas2_en.pdf. (28.01.2011).

Buiter, W. H. (1990a). *The Arithmetic of Solvency*. Principles of Budgetary and Financial Policy. Harvester-Wheatsheaf - MIT Press.

Buiter, W. H. (1990b). *Some Thoughts on the Role of Fiscal Policy in Stabilization and Structural Adjustment in Developing Countries*. Principles of Budgetary and Financial Policy. Harvester-Wheatsheaf - MIT Press.

Buiter, W. H. ve Patel, U. R. (1992). Debt, Deficits and Inflation: An Application to the Public Finances of India. *Journal of Public Economics*. 47(2): 171-205.

Bussiere, M. ve Mulder, C. (1999). External Vulnerability in Emerging Markets Economies: How High Liquidity Can OffSet Weak Fundamentals and The Effects of Contagion. *IMF Working Paper*. No: 88.

Büyükbalkan, U. (2010). Swap. <http://www.riskonomi.com/wp/?p=836>. (12.06.2012).

Cagan, P. D. (1965). *Determinants and Effects of Changes in the Stock of Money, 1875-1960*. New York: Columbia University Press.

Calvo, G.A. (1995). Varieties of Capital-Market Crises. *RES Working Papers*. No: 4008. Inter-American Development Bank. Research Department.

Calvo, G., ve Reinhart, C. (2000). Fear of Floating. *Quarterly Journal of Economics*. 117: 379-408.

Caprio, G. (1998). Banking on Crises: Expensive Lessons from Recent Financial Crises. *World Bank Policy Research Working Papers*, No. 1979. <http://citeseerx.ist.psu.edu/viewdoc/download?doi=10.1.1.202.5653&rep=rep1&type=pdf>. (12.07.2012).

Ceylan, A. (2003). *Finansal Teknikler*. İstanbul: Ekin Kitabevi.

Chang, R. ve Velasco, A. (1998). Financial Crises in Emerging Markets: A Canonical Model. *NBER Working Paper Series*. No: 6606.

Ciarlone, A. ve Trebeschi, G. (2005). Designing an Early Warning System for Debt Crises. *Emerging Markets Review*. 6: 376-395.

Cline, W. R. (1983). *International Debt and the Stability of World Economy*. Washington DC: Institute for International Economics.

Cohen, D. ve Sachs, J. D. (1985). LDC Borrowing with Default Risk. *Kredit und Kapital*. 8: 211-235.

Cohen, D. (1991). *Private Lending to Sovereign States: A Theoretical Autopsy*. Cambridge: MIT Press.

Cole, H. L. ve Kehoe, T. J. (1996). A Self-Fulfilling Model of Mexico's 1994-95 Debt Crisis. Federal Reserve Bank of Minneapolis Staff Report. No: 210.

Connoly, M. B. ve Taylor, D. (1984). The Exact Timing of the Collapse of an Exchange Rate Regime and Its Impact on the Relative Price of Traded Goods. *Journal of Money, Credit and Banking*. 16(2): 194-207.

Cooper, R. N. ve Sachs, J. D. (1985). *Borrowing Abroad: The Debtor's Perspective*. International Debt and the Developing Countries. (ss. 21–60). Washington DC: World Bank.

Currie, D. ve Levine, P. (1991). *The Solvency Constraint and Fiscal Policy in an Open Economy*. External Constraints on Macroeconomic Policy: The European Experience. (ss. 41–68). Great Britain: Cambridge University Press.

Currie, E. ve Velandia, A. (2002). Risk Management of Contingent Liabilities Within A Sovereign Asset-Liability Framework. http://treasury.worldbank.org/bdm/pdf/7_RiskMgt_Conting_Liab_Frmwk_Currie_Velandia_.pdf. (27.02.2012).

Currie, E., Deither, J. J. ve Togo, E. (2003) Institutional Arrangements for Public Debt Management. *Worldbank Policy Research Working Paper*. No: 3021.

Çalışkan, Ö. V. (2002). Kredi Derecelendirme Kuruluşları ve Risk Değerlendirme Kriterleri. *Gazi Üniversitesi İktisadi ve İdari Bilimler Fakültesi Dergisi*. 4(1): 53-66.

Çalışkan, Ö. V. (2003). Uluslararası Finansal Krizler. *Ekonomik Yaklaşım*. 14(44-46): 225-240.

Çapraz, N. (2001). *Ekonomik Bunalımların Dünya’da ve Türkiye’de Yansımaları*. İstanbul: Der Yayınları.

Çaşkurlu, E. (2007). *İç ve Dış Borçlanmada Risk Analizine Dayalı Borç Yönetimi ve Türkiye Açısından Değerlendirilmesi (1980 ve Sonrası)*. Yayımlanmamış Doktora Tezi. Ankara: Gazi Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü.

Çeviş, İ. (2005). *Para Krizlerine Ampirik Bir Yaklaşım*. Ankara: SPK Yayınları.

Das, T. (2006). Management of External Debt: International Experiences and Best Practices. UNITAR Best Practices Series No.9. <http://www.unitar.org/dfm>. (27.02.2012).

Davis, E. P. ve Karim, D. (2008). Comparing Early Warning Systems for Banking Crises. *Journal of Financial Stability*. 4: 89-120.

Dedeoğlu, E. (1995). Devlet Borç Yönetimi. *İktisat, İşletme ve Finans*. 111: 25-30.

Dehasa G. (1985). *Institutional Structure for External Debt Management*. External Debt Management (ss. 88-98). Washington DC: IMF Publication.

Delice, G. (2003). Finansal Krizler: Teorik ve Tarihsel Bir Perspektif, *Erciyes Üniversitesi İktisadi ve İdari Bilimler Fakültesi Dergisi*. 20: 57-81.

Demirci, N. (2005). *Finansal Krizlerin Anatomisi, Modern Kriz Teorileri Işığında Gelişmekte Olan Ülkeler ve Türkiye*. Ankara: SPK Yayınları.

Demirgüç-Kunt, A. ve Detragiache, E. (1997). The Determinants of Banking Crises: Evidence from Developing and Developed Countries. *IMF Working Papers*, No: 106. 1-31.

Demirgüç-Kunt, A. ve Detragiache, E. (1998). The Determinants of Banking Crises in Developing and Developed Countries. *IMF Staff Papers*. 45(1): 81-109.

Demirgüç-Kunt, A. ve Detragiache, E. (2000). Does Deposit Insurance Increase Banking System Stability. *IMF Working Papers*. No: 3.

Deniz, S. (1990). Dış Borç ve Borç Stratejisinde Son Çalışmalar. *HDTM Dergisi*. 5: 7-12.

Deniz, A. (2001). *Dış Borçlanmada Risk Yönetimi*. Yayımlanmamış Uzmanlık Tezi. Ankara: Hazine Müsteşarlığı.

Derdiyok, T. (1993). *Türkiye’de Dış Borç Yönetimi*. HDTM İnceleme ve Araştırma Dizisi. No: 21. Ankara: HDTM Yayınları.

Detragiache, E. ve Spilimbergo, A. (2001). Crises and Liquidity: Evidence and Interpretation. *IMF Working Paper*. No: 01/2.

Detragiache, E. ve Spilimbergo, A. (2003). Short-Term Debt and Crises. <http://dev3.cepr.org/meets/wkcn/7/756/papers/spilimbergo.pdf>. (02.01.2011).

Detragiache, E. ve Spilimbergo, A. (2004). Empirical Models of Short-term Debt and Crises: Do They Test the Creditor Run Hypothesis?. *European Economic Review*, 48: 379- 389.

Diamond, D. W. (1991). Debt Maturity Structure and Liquidity Risk. *The Quarterly Journal of Economics*. 106(3): 709-3737.

DPT, Sekizinci Beş Yıllık Kalkınma Planı (2001). Borçlanma, İç ve Dış Borç Yönetimi Özel İhtisas Komisyonu Raporu. Ankara: D.P.T. Yayınları.

Drazen, A. (1998). Political Contagion in Currency Crises. *NBER Working Papers*. No: 7211.

Dreher, A., Herz, B. ve Karb, V. (2005). Is There a Casual Link Between Currency and Debt Crises?. http://www.twi-kreuzlingen.ch/uploads/tx_cal/media/TWI-RPS-003-Dreher-Herz-Karb-2005-02.pdf. (12.06.2012).

Eaton, J. (1989). *Foreign Public Capital Flows*. Handbook of Development Economics vol. 2. (ss. 1305–1386). North Holland: Elsevier Science Publishers.

Eaton, J., Gersovitz, M. ve Stiglitz, J. E. (1986). The Pure Theory of Country Risk. *European Economic Review*. 30: 481-513.

Eaton, J. ve Gersovitz, M. (1981). Debt with Potential Repudiation: Theoretical and Empirical Analysis. *Review of Economic Studies*. 48: 289-309.

Edison, H. J. (2000). Do Indicators of Financial Crises Work? An Evaluation of An Early Warning System. *International Journal of Finance & Economics*. 8(1): 11-53.

Egeli, H. ve Tandircioğlu, H. (2009). Borç Yönetiminde Patronaj Sorunu. *Sosyo Ekonomi*. 2: 7-30.

Eğilmez, M. (26.11.2006). Paris ve Londra Kulüpleri. Radikal Gazetesi. <http://www.radikal.com.tr/haber.php?haberno=205617>. (24.01.2012).

Eichengreen, B. (1994). *International Monetary Arrangements for the 21st Century*, Washington: Brooking Institution.

Eichengreen, B. (1996). *Globalizing Capital, A History of the International Monetary System*. New Jersey: Princeton University Press.

Eichengreen, B., Rose, A. K. ve Wyplosz, C. (1995). Exchange Market Mayhem: The Antecedents and Aftermath of Speculative Attacks. *Economic Policy*. 21: 249-312.

Eichengreen, B., Rose, A. K. ve Wyplosz, C. (1997). Contagious Currency Crises. <http://ideas.repec.org/p/nbr/nberwo/5681.html>. (02.01.2012).

Eichengreen, B. ve Rose, A. K. (1998). Staying A Float When The Wind Shifts: External Factors and Emerging Market Banking Crises. *NBER Working Papers*, No: 6370: 1-46.

Eichengreen, B., Hausmann, R. (1999). Exchange Rate and Financial Fragility. *NBER Working Paper*. No: 7418.

Eichengreen, B., Hausmann R. ve Panizza U. (2002). Original Sin: The Pain, the Mystery, and the Road to Redemption. <http://www.financialpolicy.org/financedev/hausmann2002.pdf>. (02.01.2011).

Eichengreen, B., Hausmann R. ve Panizza U. (2003a). The Pain of Original Sin. <http://emlab.berkeley.edu/~eichengr/research/ospainaug21-03.pdf>. (02.01.2011).

Eichengreen, B., Hausmann R. ve Panizza U. (2003b). The Mystery of Original Sin. <http://emlab.berkeley.edu/~eichengr/research/osmysteryaug21-03.pdf> (02.01.2011).

Eichengreen, B., Hausmann R. ve Panizza U. (2007). *Currency Mismatches, Debt Intolerance and Original Sin: Why They Are Not the Same and Why It Matters*. Capital Controls and Capital Flows in Emerging Economies: Policies, Practices and Consequences. (ss. 121-170). Chicago: NBER Books.

Eichengreen, B. ve Mody, A. (1999). Lending Booms, Reserves, and the Sustainability of Short-term Debt: Inference from the Pricing of Syndicated Bank Loans. *NBER Working Paper*. No: 7113.

Eichengreen, B. ve Arteta, C. (2000). Banking Crises in Emerging Markets: Presumptions and Evidence. <http://econwpa.wustl.edu/eps/mac/papers/02212/0012012.pdf>, (19.07.2012).

Emil, F. ve Gelberi, A. İ. (1996). Borç Yönetimi ve Para Politikalarının Koordinasyonu. *Hazine Dergisi*. 4: 51-70.

Emsen, S. (2003). *Ekonomik Krizler ve Türkiye Deneyimi*. İstanbul: Beta Yayınları.

Erdoğan, N. (1995) *Uluslararası İşletmelerde Mali Risk ve Yönetimi ve Çağdaş Finansman Teknikleri*. Ankara: Kent Matbaacılık.

Erdoğan, S. ve Cengiz, V. (2003). 1990'lı Yıllarda Gelişmekte Olan Ülkelerin Dış Borçları ve Bazı Dış Borç Azaltma Teknikleri. *Ekonomik Yaklaşım*. 14(44): 107-119.

Erkekoğlu, H. ve Bilgili, E. (2005). Parasal Krizlerin Tahmin Edilmesi: Teori ve Uygulama. *Erciyes Üniversitesi İktisadi ve İdari Bilimler Fakültesi Dergisi*. 24: 15-36.

Eroğlu, Ö. ve Albeni, M. (2002). *Küreselleşme Ekonomik Krizler ve Türkiye*. Isparta: Bilim Kitabevi.

Ersan, İ. (1988). *Bankalarda Döviz Yönetimi*. İstanbul: Türkiye Bankalar Birliği Yayınları.

Esquivel, G. ve Larrain, F. (1998). Explaining Currency Crises. *John F. Kennedy Faculty Research Working Paper*, No: R98-07: 1-42.

Evgin, T. (1996). Dış Borçlarımız. *Hazine Dergisi*. 4: 71-88.

Evgin, T. (2000). *Dünden Bugüne Borçlarımız*. Ankara: Hazine Müsteşarlığı Yayınları.

Falcetti, E. ve Tudela, M. (2006). Modelling Currency Crises in Emerging Markets: A Dynamic Probit Model with Unobserved Heterogeneity and Autocorrelated Errors. *Oxford Bulletin of Economics and Statistics*. 68(4): 445-471.

Feldstein, M. (1999). Self-Protection for Emerging Market Economies. *NBER Working Paper Series*. No: 6907. <http://www.nber.org/papers/w6907.pdf?>. (11.06.2010).

Fisher, I. (1932). *Booms and Depressions: Some First Principles*. New York: Adelphi Company.

Fisher, I. (1933). The Debt-Deflation Theory of Great Depressions. <http://fraser.stlouisfed.org/docs/meltzer/fisdeb33.pdf>. (07.06.2012).

Flood, R. P. ve Garber, P. M. (1984). Collapsing Exchange Rate Regimes: Some Linear Examples. *Journal of International Economics*. 17(1-2): 1-13.

Flood, R., Garber, P. ve Kramer, C. (1996). Collapsing Exchange Rate Regimes: Another Linear Example. *Journal of International Economics*. 41(3/4): 223-234.

Frankel, A. J. ve Rose, A. K. (1996). Currency Crashes in Emerging Markets: An Empirical Treatment. *Journal of International Economics*. 41: 351-366.

Fraser, A. G. (2000). The Monetary and Fiscal Implications of Achieving Debt Sustainability. *Social and Economic Studies*. 49(2-3): 47-76.

Frenkel, J. A., Dooley, M. P. ve Wickham, P. (1989). *Analytical Issues in Debt*. IMF Washington, D.C.: IMF Publications.

Friedman, M. ve Schwartz, A. J. (1963). *A Monetary History of the United States, 1867–1960*. New Jersey: Princeton University Press.

Geithner, T. (2002). Assessing Sustainability. <http://www.imf.org/external/np/pdr/sus/2002/eng/052802.pdf>. (25.01.2012).

Gerzovitz, M. (1983). Trade, Capital Mobility and Sovereign Immunity. *Research Program in Development Studies Discussion Paper*. No: 108. Princeton University.

Gerzovitz, M. (1985). *Banks' International Lending Decisions: What We Know and Implications for Future Research*. International Debt and the Developing Countries. Washington DC: World Bank.

Ghatak, S. ve Levine, P. (1994). The Adjustments towards National Solvency in Developing Countries: An Application to India. *Journal of International Development*. 6(4): 399-414.

Glick, R. ve Rose, A. K. (1998). Contagion and Trade: Why are Currency Crises Regional. *Journal of International Money Finance*. 18: 603-617.

Glick, R. ve Moreno, R. (1999). Money and Credit, Competitiveness and Currency Crises in Asia and Latin America. *Pacific Basin Working Paper Series*. No: PB99-01.

Gochoco-Bautista, M. S. (2000). Periods Of Currency Pressure: Stylized Facts And Leading Indicators. *Journal of Macroeconomics*. 22(1): 125–158.

Goldstein, M. ve Turner P. (1996). Banking Crises in Emerging Economies: Origins and Policy Options. *BIS Economic Papers*. No: 46. <http://citeseerx.ist.psu.edu/viewdoc/download?doi=10.1.1.127.615&rep=rep1&type=pdf>. (28.01.2012).

Goldstein, M., Kaminsky, G. ve Reinhart, C.M. (2000). Assessing Financial Vulnerability: An Early Warning System for Emerging Markets. MPRA Paper. No: 13629.

Goldstein, M. ve Turner P. (2004). *Controlling Currency Mismatches in Emerging Market Economies*. Washington D.C.: Peterson Institute for International Economics.

Gray, S. (1996). The Management of Government Debt. <http://www.bankofengland.co.uk/education/Documents/ccbs/handbooks/pdf/ccbshb05.pdf>. (12.06.2012).

Greenspan, A. (1999). Currency Reserves and Debt. Remarks before the World Bank Conference on Recent Trends in Reserve Management. Washington, D.C. (29 Nisan). <http://www.federalreserve.gov/boarddocs/speeches/1999/19990429.htm>. (02.07.2012).

Guidotti, P. (1999). Remarks at G-33 Seminar. Bonn.

Gürcihan, B. ve Yılmaz E. (2007). Türkiye’de Kamu Borç Stokunun Yapısı: Orijinal Günah Göstergeleri ve Risk-Dahil Kamu Borç Yükü. TCMB Yayınları. No: 07/02.

Güriş, S. ve Çağlayan, E. (2000). *Ekonometri: Temel Kavramlar*. İstanbul: Der Yayınları.

Hausmann, R. ve Panizza U. (2003). On the Determinants of Original Sin: An Empirical Investigation. *Journal of International Money and Finance*. 22(7): 957-990.

Hausmann, R., and U. Panizza (2010). Redemption or Abstinence: Original Sin, Currency Mismatches and Counter Cyclical Policies in the New Millenium. *CID Working Paper*. No: 194.

Hausmann, R., Panizza, U. ve Stein, E. (2000). Why do Countries Float the Way They Float. Inter-American Development Bank. *Working Paper*. No: 418. <http://www.iadb.org/res/publications/pubfiles/pubwp-418.pdf>. (02.01.2011).

Hausmann, R., Panizza, U. ve Stein, E. (2001). Original Sin, Passthrough, and Fear of Floating.

<http://www.hks.harvard.edu/fs/rhausma/paper/OSpassthruofloating.pdf>.
(02.01.2011).

Hoggarth, G., Reis, R. ve Saporta, V. (2002). Costs of Banking System Instability: Some Empirical Evidence. *Journal of Banking and Finance*. 26: 825-855.

Huber, G. (1967). The Behaviour of Maximum Likelihood Estimators Under Non-Standard Conditions. Proceedings of the Fifth Berkeley Symposium on Mathematical Statistics and Probability. 1: 221-233.

Husain, I. (1990). Organizing for Efficient Debt Management. Debt Management Systems (ss. 9-14). Washington DC: World Bank.

IDA ve IMF (2001). The Challenge of Maintaining Long-Term External Debt Sustainability. <http://www.imf.org/external/np/hipc/2001/lt/042001.pdf>.
(28.01.2011).

Ilzetzki, E., Reinhart C. M. ve Rogoff K. (2008). Exchange Rate Arrangements Entering the 21st Century: Which Anchor Will Hold?. http://www.carmenreinhardt.com/user_uploads/ERA-Country%20chronologies.pdf.
(02.01.2012).

IMF (1998). *World Economic Outlook, Financial Turbulence and the World Economy*. Washington DC: IMF Publications.

IMF (2000a). Recovery from the Asian Crisis and the Role of the IMF. <http://www.imf.org/external/np/exr/ib/2000/062300.htm>. (05.12.2011).

IMF (2000b). Debt- and Reserve-Related Indicators of External Vulnerability. <http://www.imf.org/external/np/pdr/debtres/debtres.pdf>. (05.12.2011).

IMF (2002). Eye of the Storm: New-Style Crises Prompt Rethink About Prevention and Resolution Measures. *Finance & Development*, 39(4): 4-7.

IMF (2003). *External Debt Statistics: Guide for Compilers and Users*. Washington D.C.

IMF ve World Bank (2001). Guidelines for Public Debt Management. <https://www.imf.org/external/np/mae/pdebt/2000/eng/guide.pdf>. (24.01.2011).

IMF ve World Bank (2003). Amendments to the Guidelines for Public Debt Management. <https://www.imf.org/external/np/mfd/pdebt/2003/eng/am/index.htm>. (24.05.2011).

Ishihara, Y. (2005). Quantitative Analysis Of Crisis: Crisis Identification And Causality. *World Bank Policy Research Working Paper*. No: 3598: 1-26.

Işık, S. ve Togay, S. (2002). Para Krizi Modellerinin Eleştirisi ve Uluslararası Para Sisteminin Düzenlenmesine Yönelik Keynesyen Öneriler. *İktisat, İşletme ve Finans*. 17(191): 31–53.

İnce, M. (2001). *Devlet Borçları ve Türkiye*. Ankara: Gazi Kitapevi.

Jacobs, J., Kuper, G. H. ve Lestano (2004). Financial Crisis Identification: A Survey. *Working Paper*. <http://www.eco.rug.nl/~jacobs/jjdownload/financialcrisesreview-new3.pdf>. (07.12.2010).

Jaffee, D. ve Russell, T. (1976). Imperfect Information, Uncertainty, and Credit Rationing. *Quarterly Journal of Economics*. 90(4): 651-666.

Kadıoğlu, E. (2003). *Şirketlerin Karşılaştıkları Kur Riski ve Kur Riskinin Yönetilmesi*. Ankara: Sermaye Piyasası Kurulu Yayınları.

Kahyaoğlu, H. ve Utkulu, U. (2012). *Uluslararası Finansal Kriz Ortamında Borçlanmanın Sürdürülebilirliği: Analitik Bir Yaklaşım*. Küresel Kriz Çerçevesinde Türkiye'nin Cari Açık Sorunsalı. (ss. 150–161). Ankara: Efil Yayınevi.

Kaletsy, A. (1985). *The Cost of Default*. New York: Twentieth Century Fund.

Kaminsky, G. (1999). Currency and Banking Crises: The Early Warning of Distress. *IMF Working Paper*. No: 178.

Kaminsky, G. (2002). Sovereign Credit Ratings Before and After Financial Crises. *MPRA Paper*. No: 7410.

Kaminsky, G. (2003). Varieties of Currency Crises. *NBER Working Paper*. No: 10193: 2-28.

Kaminsky, G. (2006). Currency Crises: Are They All the Same?. *Journal of International Money and Finance*. 25: 503-527.

Kaminsky, G. ve Reinhart, C. (1996). The Twin Crises: The Causes of Banking and Balance of Payments Problems. *International Finance Discussion Paper*. No: 544. <http://www.federalreserve.gov/pubs/ifdp/1996/544/ifdp544.pdf>. (11.07.2012).

Kaminsky, G. ve Reinhart, C. (1999). The Twin Crises: The Causes of Banking and Balance-of-Payments Problems. *American Economic Review*. 89(3): 473-500.

Kaminsky, G., Lizondo, S. ve Reinhart, C. (1998). Leading Indicators of Currency Crises. *IMF Staff Papers*. No: 45–1. <http://www.imf.org/external/Pubs/FT/staffp/1998/03-98/pdf/kaminsky.pdf>. (17.02.2010).

Kansu, A. (2006). *Döviz Kuru Sistemleri ve Döviz Krizleri Türkiye 1994 ve 2001 Krizleri*. İstanbul: Güncel Yayınları.

Kaplan, C. (2002). Bankacılık Sektörünün Yabancı Para Pozisyon Açığı: Türkiye Örneği. TCMB Araştırma Genel Müdürlüğü Çalışma Tebliği. No:1: 1–31.

Kappagoda, N. (2004). Best Practices and Key Analytical Functions for Public Debt Management. UNITAR Best Practices Series No. 6. [http://www. unitar.org/dfm](http://www.unitar.org/dfm). (02.03.2012).

Karabulut, G. (2002). *Gelişmekte Olan Ülkelerde Finansal Krizlerin Nedenleri*. İstanbul: Der Yayınları.

Karacan, A. İ. (1995). Bankacılık ve Kriz: Bir Yazın Taraması. *İstanbul Üniversitesi Siyasal Bilgiler Fakültesi Dergisi*. 11-12-13: 143-192.

Karaçor, Z. ve Alptekin, V. (2006). Finansal Krizlerin Önceden Tahmin Yoluyla Değerlendirilmesi: Türkiye Örneği. *Yönetim ve Ekonomi Dergisi*. 13(2): 237-256.

Karagöz, K. (2007). Türkiye’de Dış Borçlanmanın Nedenleri Ekonometrik Bir Değerlendirme. *Sayıştay Dergisi*. 66-67: 99-110.

Kaufman, G. (2000). Banking and Currency Crises and Systemic Risk: A Taxanomy and Review. http://www.dnb.nl/binaries/sr048_tcm46-146826.pdf. (18.01.2012).

Kaufmann, D., Kraay, A. ve Mastruzzi, M. (2010). The Worldwide Governance Indicators: Methodology and Analytical Issues. *World Bank Policy Research Working Paper*. No: 5430.

Kaya, A. A. ve Güçlü, M. (2005). Döviz Kuru Rejimleri, Krizler ve Arayışlar. *Ekonomik Yaklaşım*. 55(16): 1-15.

Kazgan, G. (2004). *İktisadi Düşünce veya Politik İktisadın Evrimi*. İstanbul: Remzi Kitabevi.

Keynes, J. M. (1936). The General Theory of Employment, Interest and Money. http://mercury.ethz.ch/.../Files/.../1366_KeynesTheoryofEmployment.pdf. (10.01.2012).

Kırım, A. (1992). Mali Risk Nedir, Nasıl Yönetilir?. *Finans Dünyası Dergisi*. 32.

Kibritçioğlu, A. (2001). Türkiye'de Ekonomik Krizler ve Hükümetler, 1969 - 2001, *Yeni Türkiye Dergisi*. Ekonomik Kriz Özel Sayısı. 1(41): 174-182.

Kindleberger C. P. (1978). *Manias, Panics and Crashes: A History of Financial Crises*. New York: Basic Books.

Kindleberger, C. P. (1988). The Financial Crises of the 1930s an 1980: Similarities and Differences. *Kyklos*. 41(2): 171–176.

Kindleberger C. P. (2007). *Cinnet, Panik ve Çöküş*. İstanbul: Bilgi Üniversitesi Yayınları.

Kök, R. (2001). İktisadi Krizlerin Konjonktürel Analizi ve Türkiye Özeline İlişkin Bir Deneme. *Yeni Türkiye Dergisi*. 7(42): 1191-1213.

Kök, R. ve Kahyaoğlu, H. (2005). Yeni Yaklaşımlar Çerçevesinde Kriz Dinamikleri. Ekonomik Kriz Önerileri Erken Uyarı Sistemleri. (ss. 315–330). İstanbul: Arıkan Yayınevi.

Krugman, P. (1979). A Model of Balance-of-Payment Crisis. *Journal of Money, Credit and Banking*, 11(3): 311-325.

Krugman, P. (1985). *International Debt Problems in an Uncertain World. The Debtor's Perspective*. International Debt and the Developing Countries. (ss. 79–100). Washington DC: World Bank.

Krugman, P. (1996). Are Currency Crises Self-Fulfilling?. *NBER Macroeconomics Annual*. 11: 345-378.

Krugman, P. (1998). What Happened To Asia. <http://web.mit.edu/krugman/www/DISINTER.html>. (07.06.2012).

Krugman, P. (2001). Crises: The Next Generation. http://sapir.tau.ac.il/papers/sapir_conferences/Krugman.pdf. (07.06.2012).

Krugman, P. R. ve Obstfeld, M. (1991). *International Economics: Theory and Policy*. New York: Harper Collins.

Krugman P. ve Rotemberg, J. (1990). Target Zones with Limited Reserves. *NBER Working Papers*. No: 3418.

Lessard, R. D. (1986). International Financing for Developing Countries. *World Bank Staff Working Paper*. No: 793.

Lestano, L., Kuper, G. ve Jacobs, J. (2003). Indicators of Financial Crises Do Work! An Early-Warning System For Six Asian Countries. *CCSO Working Papers*. 1–39.

Levine, P. (1991). The Interdependence of Fiscal and Monetary Policy under Economic and Monetary Union. *Economic Outlook*. 16(1): 33-39.

Magnusson, T. ve Bergström, P. (2000). State Debt and Contingent Liability Management: Strategies for the Czech Republic. http://www.mfcr.cz/static/IDF/En/State_debt.htm. (15.08.2010).

Malatyalı, K. (2000). Türkiye’de Ekonomik Kriz Koşullarına Etki Eden Unsurlar Hakkında Bir Araştırma. *İMKB Dergisi*. 4(15): 59-70.

Mandel, E. (1977). *Marxist Economic Theory*. London: Merlin Press.

Mankiw, G. (1986). The Allocation of Credit and Financial Collapse. *The Quarterly Journal of Economics*. 101(3): 455-470.

Margolin, D. (2007). Financial Stability and Local Currency Bond Markets. Committee on the Global Financial System Papers. No: 28. Basel: Bank for International Settlements.

Marx, K. (1867). Kapital - Birinci Cilt. <http://www.kurtuluscephesi.org/orjinal/kapital1.pdf>. (17.04.2012).

Marx, K. (1979). Kapital - İkinci Cilt. <http://www.antikapitalist.net/kutuphane/acik-kitaplik/marxengels/kapital2.pdf>. (17.04.2012).

Marshall, D. (1998). Understanding The Asian Crises: Systemic Risk As Coordination Failure. Economic Perspectives. Federal Reserve Bank Of Chicago. http://qa.chicagofed.org/digital_assets/publications/economic_perspectives/1998/ep3_Q98_2.pdf. (28.01.2012).

Mehl, A. ve Reynaud, J. (2005). The Determinants of Domestic Original Sin in Emerging Market Economies. *European Central Bank Working Paper Series*. No: 560.

Milesi-Ferretti, G. M. ve Razin, A. (1998). Current Account Reversals and Currency Crises: Empirical Regularities. *NBER Working Papers*. No: 6620.

Minsky, H. P. (1977). *A Theory of Systemic Fragility*. Financial Crises. (ss.138-152). New York: Wiley.

Minsky, H. P. (1982). *The Financial Instability Hypothesis - Capitalist Processes and the Behaviour of the Economy*. Financial Crises - Theory, History, and Policy. (ss. 13-39). England: Cambridge University Press.

Minsky, H. P. (1992). The Financial Instability Hypothesis. *The Jerome Levy Economics Institute Working Paper*. No.74: 1-9.

Mishkin, F. S. (1991). Anatomy of Financial Crisis. *NBER Working Paper Series*. No: 3934: 1-24.

Mishkin, F. S. (1992). Anatomy of Financial Crisis. *Journal of Evolutionary Economics*. 2: 115-130.

Mishkin, F. S. (1996). Understanding Financial Crises: A Developing Country Perspective. *NBER Working Paper*. No. 5600. <http://www0.gsb.columbia.edu/faculty/fmishkin/PDFpapers/w5600.pdf>. (12.11.2011).

Mishkin, F. S. (1999a). Lessons from the Tequila Crisis. *Journal of Banking and Finance*. 23: 1521-1533.

Mishkin, F. S. (1999b). Lessons from the Asian Crises. *NBER Working Papers*. No: 7102. <http://www.nber.org/papers/w7102.pdf>. (24.06.2009).

Mishkin, F. S. ve Hahm, J. H. (2000). Causes of the Korean Financial Crisis: Lessons for Polic. *NBER Working Paper*. No: 7483.

Obstfeld, M. (1986). Rational and Self-Fulfilling Balance-of-Payment Crises. *American Economic Review*. 76: 72-81.

Obstfeld, M. (1994). The Logic of Currency Crisis. *Chaiers Economiques et Monetaires*. 43: 189-213.

Obstfeld M. (1996). Models of Currency Crises with Self-fulfilling Features. *European Economic Review*. 40: 1037-1047.

Opuş, S. (2002). Dış Borçlanmanın Sınırı ve Türkiye. *Erciyes Üniversitesi İİBF Dergisi*. 19: 183-206.

Orhan, O. Z. (1995). *Başlıca Enflasyon Teorileri ve İstikrar Politikaları*. İstanbul: Filiz Kitabevi.

Öktem, A. (1985). Çeşitli Ülkelerde Dış Borç Yönetimi. *HDTM Dergisi*. 1985/2.

Önel, G. ve Utkulu, U. (2006). Modeling the Long-Run Sustainability of Turkish External Debt with Structural Changes. *Economic Modelling*. 23: 669-682

Özalp, P. (2003). *Türev Araç Piyasalarının Finansal Sistemin İşleyişi İçindeki Rolü: Türkiye’de Bu Piyasalara İşlerlik Kazandırma Çabaları*. Yayımlanmamış Uzmanlık Tezi. Ankara: Türkiye Cumhuriyeti Merkez Bankası.

Özer, M. (1999). *Finansal Krizler, Piyasa Başarısızlıkları ve Finansal İstikrarı Sağlamaya Yönelik Politikalar*. Eskişehir: Anadolu Üniversitesi İktisat Fakültesi Yayınları.

Öztürk, F. ve Çakmak, K. (2002). Keynes, Krizlerin Dinamiği ve Globalizasyon. *İktisat, İşletme, Finans*. 17(190): 11-33.

Pasenti, P. ve Tille, C. (2000). The Economics of Currency Crises and Contagion: An Intraduction. *Federal Reserve Bank of New York Economic Policy Review*. 6(3): 3–16.

Paya, M. (1998). *Makro İktisat*. İstanbul: Filiz Kitabevi.

Pazarcık, O., Ünsal, N. ve Nakipoğlu, E. (1989). *Türkiye’de Dış Kredi Kullanımı*. Ankara: Milli Prodüktivite Merkezi Yayınları.

Pehlivan, Ö. (1994). *Dünya Bankası Döviz Havuzu Sistemi ve Bu Sistemin Maliyet Analizine Bir Bakış*. Yayımlanmamış Uzmanlık Tezi. Ankara: Hazine Müsteşarlığı.

Pilbeam, K.(1998). *International Finance*. London: Mac Millan Press.

Radelet, S. ve Sachs, J. (1998). The Onset of The Asian Financial Crises. *NBER Working Paper*. No: 6680. <http://www.nber.org/papers/w6680>. (07.06.2012).

Radelet, S. ve Sachs, J. (2000). *The Onset of the East Asian Financial Crisis*. Currency Crises, (ss. 105–153). Chicago – London: The University of Chicago Press.

Reinhart, C. M., Rogoff, K. S. ve Savastano, M. A. (2003). Debt Intolerance. *NBER Working Paper*. No: 9908.

Reinhart, C. M., ve Rogoff, K. S. (2008). This Time is Different: A Panoramic View of Eight Centuries of Financial Crises. *NBER Working Paper*. No: 13882.

Reinhart, C. M. ve Rogoff, K. S. (2011). From Financial Crises to Debt Crises. *American Economic Review*. 101: 1676-1706.

Rodrik, D. ve Velasco, A. (1999). Short-Term Capital Flows. http://www.nber.org/papers/w7364.pdf?new_window=1. (02.01.2011).

Rose, A. ve Spiegel, M. (2002). A Gravity Model of Sovereign Lending: Trade, Credit and Default. *NBER Working Paper*. No: 9285.

Sachs, J. D. (1984). *Theoretical Issues in International Borrowing*. Princeton Studies in International Finance. No: 54. Princeton University: Princeton.

Sachs, J. D., Tornell, A. ve Velasco, A. (1996). Financial Crises in Emerging Markets: The Lessons from 1995. *Brooking Papers on Economic Activity*. 1: 147-215.

Salant, S. ve Henderson, D. (1978). Market Anticipation of Government Policy and the Price of Gold. *Journal of Political Economy*. 86: 627-648.

Sarı, M. (2004). *Dış Borç Yönetimi ve Türkiye Uygulamaları*. Yayımlanmamış Uzmanlık Tezi. Ankara: Türkiye Cumhuriyeti Merkez Bankası.

Savaş, V. (1986). *Kalkınma Ekonomisi*. İstanbul: Beta Yayınevi.

Saxena, S. ve Wong, K., (1999). Currency Crises And Capital Controls: A Selective Survey. *Washington University Department of Economics Discussion Papers*. 45: 1-50.

Sayılğan, G. (1995). Finansal Risk Yönetimi. *Siyasal Bilgiler Fakültesi Dergisi*. 50(1-2): 323-334.

Sayılğan, Ş. (2003). Kamu Borçlanmasında Stratejik Yöntem: Dış Borçlanma. *Finans Dünyası*. 166: 115.

Sawada, Y. (1994). Are the Heavily Indebted Countries Solvent?: Tests of Intertemporal Borrowing Constraints. *Journal of Development Economics*. 45: 325-337.

Serdengeçti, S. (1999). TCMB’de Döviz Riski Yönetimi. *Bankacılar Dergisi*. 29: 83-85.

Sevim, C. (2012). *Öncü Göstergeler Yaklaşımına Göre Finansal Krizler ve Türkiye Örneği*. Ankara: BDDK Yayınları.

Seyidoğlu, H. (2007). *Uluslararası İktisat: Teori, Politika ve Uygulama*. 16. Baskı. İstanbul: Güzem Can Yayınları.

Skousen, M. (2003). *İktisadi Düşünce Tarihi - Modern İktisadın İnşası*. Ankara: Adres Yayınları.

Sönmez, M. (1985). *Türkiye Ekonomisinde Bunalım*. İstanbul: Belge Yayınları.

Sönmez, S. (1998). *Dünya Ekonomisinde Dönüşüm*. Ankara: İmge Kitabevi Yayınları.

Söyler, İ. (2001). Türkiye'nin Dış Borçlarının Ekonomik Açıdan Değerlendirilmesi (Rasyo Analizleri). *Maliye Dergisi*. 137: 16-23.

Summers, L. H. (2000). International Financial Crises: Causes, Prevention, and Cures. *The American Economic Review*. 90(2): 1-16.

Şeker, M. (2006). Dış Borçlanmaya Teorik Bir Bakış Dış Borçların Ekonomik Etkileri. *Sosyo Ekonomi*. 3(1): 73-92.

Şen, A. (2006). Asimetrik Bilgi - Finansal Kriz İlişkisi. *Dumlupınar Üniversitesi Sosyal Bilimler Dergisi*. 14: 1-24.

Şen, A. ve Altay, H. (2009). Finansal İstikrarsızlık Hipotezi Bağlamında Global Finansal Kriz. *Eskişehir Osmangazi Üniversitesi Sosyal Bilimler Dergisi*. 10(1): 163-179.

Şenel, A. (2002). Dış Borç-Kriz Döngüsünde Yeniden Yapılandırma Çabaları: Türkiye Deneyimi. *Mülkiye Dergisi*. 236: 69-95.

Tekin, F. (1988). *Uluslararası Maliye*. Eskişehir: Anadolu Üniversitesi İİBF Yayınları.

Tobin, J. (1958). Estimation of Relationships for Limited Dependent Variables. *Econometrica*. 26(1): 24–36.

Trehan, B. ve Walsh, C. E. (1988). Common Trends, Intertemporal Budget Balance and Revenue Smoothing. *Journal of Economic Dynamics and Control*. 12: 425-444.

Trehan, B. ve Walsh, C. E. (1991). Testing Intertemporal Budget Constraints: Theory and Applications to U.S. Federal Budget and Current Account Deficits. *Journal of Money, Credit and Banking*. 23(2): 206-223.

Tugay, F. (1991). Ülke Riski. *Bankacılar Dergisi*. Temmuz: 30-35.

Turgut, A. (2007). Türleri, Nedenleri ve Göstergeleriyle Finansal Krizler. *TÜHİS İş Hukuku ve İktisat Dergisi*. 20(4-5): 35-46.

Ulusoy, A. (2001). *Devlet Borçlanması*. Trabzon: Derya Kitabevi.

United Nations - Economic Commission for Latin America. (1984). CEPAL Review. No. 22: 39–51. <http://archivo.cepal.org/pdfs/cdPrebisch/301.pdf>. (24.01.2012).

UNCTAD (1999). The DMFAS Programme Effective Debt Management. <http://unctad.org/en/Docs/pogiddmsd15r1.en.pdf>. (28.01.2011).

UNDP (1997). Debt Management. A Report on the Joint Programme of Debt Management 1991-1996. <http://mirror.undp.org/magnet/docs/efa/Debt.htm>. (28.01.2011).

United Nations, Economic and Social Commission for Asia and the Pacific (UNESCAP). (2005). Implementing The Monterrey Consensus In The Asian And Pacific Region: Achieving Coherence And Consistency.

http://www.unescap.org/pdd/publications/themestudy2005/ThemeStudy05_full.pdf.
(27.02.2012).

UNITAR (1999). The 'Building Blocks' of Effective Government Debt Management. http://www2.unitar.org/dfm/Resource_Center/Document_Series/Document8/DocSeries8.pdf. (12.06.2012).

Ural, M. (2003). Finansal Krizler ve Türkiye. *Dokuz Eylül Üniversitesi İktisadi ve İdari Bilimler Fakültesi Dergisi*. 18(1): 11-28.

Utkulu, U. (1994). *LDC External Debt, Trade and Solvency of a Nation: Time-Series Evidence for Turkey*. Yayımlanmamış Doktora Tezi. İngiltere: Leicester Üniversitesi.

Utkulu, U. (1999). Is the Turkish External Debt Sustainable? Evidence from Unit Root Testing. *Yapı-Kredi Economic Review*. 10(2): 55–65.

Ülger, G. (2005). Türkiye’de Dış Borcun Sürdürülebilirliği. *Marmara Üniversitesi İİBF Dergisi*. 10(1): 19-34.

Vadeli İşlem ve Opsiyon Borsası (VOB) (2006). *Türev Araçlar Lisanslama Rehberi*. İzmir: VOB Yayınları.

Wheeler, G. (2000). *Autonomous Sovereign Debt Management Experience. Sovereign Assets and Liabilities Management*. Washington DC: IMF Publications.

White, H. (1982). Maximum Likelihood Estimation of Misspecified Models. *Econometrica*. 50: 1-16.

Wickens, M. R. ve Uçtun, M. (1993). The Sustainability of Current Account Deficits: A Test of the US Intertemporal Budget Constraint. *Journal of Economic Dynamics and Control*. 17(3): 423-441.

Williams, R. (2006). Review of Regressions for Categorical Dependent Variables Using Stata. *Stata Journal*. 6(2): 273-278.

World Bank, IMF, BIS, OECD (1988). *External Debt: Definition, Statistical Coverage and Methodology*. Paris.

World Bank (2005a). *Fiscal Sustainability in Theory and Practice*. Washington D.C.

World Bank (2005b). *Global Development Finance: Mobilizing Finance and Managing Vulnerability Volume II Summary and Country Tables*. Washington D.C.

World Bank (2012). *Global Development Finance: External Debt of Developing Countries*. Washington D.C.

World Bank (2013). *International Debt Statistics 2013*. Washington D.C.

Wyplosz, C. (2004). Financial Instability in Emerging Market Countries: Causes and Remedies.

<http://www.fondad.org/uploaded/Diversity%20in%20Development/Fondad-Diversity-Chapter10.pdf>. (02.01.2011).

Yalçın, A. (1991). *İktisadi Doktrinler ve Sistemler Tarihi*. Ankara: Aydoğdu Ofset.

Yavuz, H. H. (2009). Kamu Borç Yönetiminde Yabancı Para Cinsinden Borçlanmanın Etkileri: Türkiye Örneği. *Maliye Dergisi*. 157: 277-292.

Yay, G. G. (2001). 1990'lı Yıllardaki Finansal Krizler ve Türkiye Krizi. *Yeni Türkiye Dergisi*. Ekonomik Kriz Özel Sayısı. (2)42: 1-18.
<http://gulsunyay.com/portal/documents/files/yeniturkiye2.pdf>, (15.08.2012).

Yılmaz, Ö., Kızıltan, A. ve Kaya, V. (2005). İktisadi Kriz Kuramları, Finansal Küreselleşme ve Para Krizleri. *Erciyes Üniversitesi İktisadi ve İdari Bilimler Fakültesi Dergisi*. 24: 77-96.

Yılmazcan, D. (2003). Türkiye'de Dış Borç Yönetiminin Koordinasyonu ve Yabancı Ülke Uygulamaları. 18. Maliye Sempozyumu Kitabı. Düzenleyen Marmara Üniversitesi İktisadi ve İdari Bilimler Fakültesi, Maliye Bölümü ve Maliye Araştırma Uygulama Merkezi. 12-16 Mayıs 2003.

Yoshitomo, M. ve Shirai, S. (2000). Technical Background Paper for Policy Recommendations For Preventing Another Capital Crisis. Asian Development Bank Institute. <http://www.adbi.org/files/2000.7.7.apf001.capital.account.pdf>. (12.12.2011).

Yurt, E. (1993). 1980 ve Sonrasında Türkiye'nin Dış Borçlanmasında Ülke Riskindeki Gelişmeler. *Banka ve Ekonomik Yorumlar Dergisi*. 30(1/2): 59-68.

EKLER

EK 1: GOÜ'lerin Listesi (2012)⁶²

Afganistan	Hırvatistan	Orta Afrika Cumh.
Angola	Hindistan	Özbekistan
Antigua ve Barbuda	Honduras	Pakistan
Arjantin	Irak	Palau
Arnavutluk	İran İslam Cumh.	Panama
Azerbaycan	Jamaika	Papua Yeni Gine
Bahamalar	Kamboçya	Paraguay
Bahreyn	Kamerun	Peru
Bangladeş	Karadağ	Polonya
Barbados	Katar	Romanya
Belarus	Kazakistan	Ruanda
Belize	Kenya	Rusya
Benin	Kırgızistan	Saint Kitts ve Nevis
Bhutan	Kiribati	Saint Lucia
Birleşik Arap Emir.	Kolombiya	Saint Vincent - Grenadinler
Bolivya	Komoros	Samoa
Bosna Hersek	Kongo	Sao Tome ve Principe
Botswana	Kongo Demokratik Cumh.	Senegal
Brezilya	Kore Demok. Halk Cumh.	Seyşeller
Bulgaristan	Kosova	Sırbistan
Burkina Faso	Kosta Rika	Sierra Leone
Burma	Kuveyt	Siri Lanka
Burundi	Küba	Solomon Adaları
Cezayir	Lao Demokratik Halk Cumh.	Somali
Cibuti	Lesoto	Sudan
Çad	Letonya	Surinam
Çin	Liberya	Suriye Arap Cumh.
Dominik Cumh.	Libya	Suudi Arabistan
Dominika	Litvanya	Swaziland
Ekvador	Lübnan	Şili
Ekvator Ginesi	Macaristan	Tacikistan

⁶² IMF – World Economic Outlook Report, 2012. Ülke isimleri, BM kaynaklarından alınmıştır. IMF'nin 2012 yılı raporuna göre 158 adet GOÜ bulunmaktadır.

El Salvador	Madagaskar	Tanzanya Birleşik Cumh.
Endonezya	Makedonya	Tayland
Eritre	Malawi	Timor-Leste
Ermenistan	Maldivler	Togo
Etiyopya	Malezya	Tonga
Fas	Mali	Trinidad ve Tobago
Fiji	Marshall Adaları	Tunus
Fildişi Sahili	Mauritius	Tuvalu
Filipinler	Meksika	Türkiye
Gabon	Mısır	Türkmenistan
Gambiya	Mikronezya Federal Devlet.	Uganda
Gana	Moğolistan	Ukrayna
Gine	Moldova	Umman
Gine-Bissau	Moritaniya	Uruguay
Granada	Mozambik	Ürdün
Guatemala	Myanmar	Vanuatu
Guyana	Namibya	Venezüela
Güney Afrika	Nauru	Vietnam
Güney Sudan	Nepal	Yemen
Gürcistan	Nijer	Yeşil Burun
Haiti	Nijerya	Zambiya
	Nikaragua	Zimbabve

EK 2: Analize Dahil Edilen Ülkeler (Tobit Tahmin Denklemi)

GOÜ'ler	Gelişmiş Ülkeler
Arjantin	ABD
Brezilya	Almanya
Bulgaristan	Avustralya
Çin	Avusturya
Endonezya	Belçika
Filipinler	Danimarka
Güney Afrika	Finlandiya
Hindistan	Fransa
Kolombiya	Hollanda
Macaristan	İngiltere
Malezya	İrlanda
Meksika	İspanya
Polonya	İsveç
Rusya	İsviçre
Şili	İtalya
Tayland	Japonya
Türkiye	Kanada
Ukrayna	Kore
	Norveç
	Portekiz
	Singapur
	Yeni Zelanda
	Yunanistan

EK 3: Tobit Tahmin Denklemi Açıklayıcı Değişkenler

Değişkenler	Kısaltma	Açıklama ve Kaynak	Yıl
Temel Günah Endeksi (Bağımlı Değişken)	<i>TG</i>	TG endeksi (7) numaralı eşitliğe göre hesaplanmıştır. Bank of International Settlements (BIS) - Quarterly Reviews	1990-2012
Enflasyon (log)	<i>LENF</i>	Tüketici fiyatlarıyla (yıllık %) WB - World Development Indicators http://data.worldbank.org/indicator	1990-2012
Dışa Açıklık Oranı	<i>AÇIK</i>	(İhracat+İthalat)/GSYİH formülü ile hesaplanmıştır. WB - World Development Indicators http://data.worldbank.org/indicator	1990-2012
Kişi başına düşen gelir (log)	<i>LKBDG</i>	ABD Doları cinsinden WB - World Development Indicators http://data.worldbank.org/indicator	1990-2012
Finansal Gelişmişlik Düzeyi	<i>FİNGEL</i>	Özel sektöre verilen yurtiçi kredileri/GSYİH ile hesaplanmıştır. WB - World Development Indicators http://data.worldbank.org/indicator	1990-2012
Hukukun Üstünlüğü Endeksi (Rule of Law)	<i>HÜE</i>	Endeks -2.5 (zayıf yönetsel yapı) ile 2.5 (kuvvetli yönetsel yapı) arasında değer almaktadır. World Bank - Worldwide Governance Indicators http://info.worldbank.org/governance/wgi/	1996-2011
Döviz Kuru Rejimi	<i>DKR</i>	1: Para birliği 1: Önceden ilan edilmiş sabit döviz kuru ya da para kurulu düzenlemesi 1: Yatay bantta sabit kurlar (% +/-2'den dar veya eşit) 1: Fiili sabit kurlar 2: Önceden ilan edilmiş sürünen parite 2: Önceden ilan edilmiş sürünen parite (% +/-2'den dar veya eşit) 2: Fiili sürünen parite 2: Fiili sürünen bant (% +/-2'den dar veya eşit) 3: Önceden ilan edilmiş sürünen bant (% +/-2'den geniş veya eşit) 3: Fiili sürünen bant (% +/-5'den dar veya eşit) 3: Hareketli bant (devalüasyon ve revalüasyona izin verecek şekilde % +/-2'den dar veya eşit) 3: Yönetimli/Kirli dalgalanma 4: Serbest dalgalanma 5: Serbest düşüş 6: İkili (paralel) döviz kuru sistemi Ilzetzki, Reinhart ve Rogoff (2008)	1990-2010

Ülkenin Ekonomik Büyüklüğü (log)	<i>LBÜYÜK</i>	IMF Kotaları her üye ülkenin, %50 GSYİH, %30 ticari dışa açıklık, %15 ekonomik çeşitlilik ve %5 uluslararası rezerv miktarlarının ağırlıklı ortalamalarına göre hesaplanmaktadır. Milyon SDR ile ifade edilmektedir. IMF - International Financial Statistics http://www.imf.org/external/data.htm	1990-2010
Kamu Borcu/GSYİH	<i>KBGSYİH</i>	Kamu brüt dış borç stoku/GSYİH IMF - World Economic Outlook Database http://www.imf.org/external/data.htm	1990-2012
Kamu Borcu/Merkezi Yönetim Geliri	<i>KBG</i>	Kamu brüt dış borç stoku/Merkezi Yönetim Geliri (Milyon yerel para birimi) IMF - World Economic Outlook Database http://www.imf.org/external/data.htm	1990-2012
Finansal Merkez	<i>FİNMRKZ</i>	Kukla Değişken. Finans merkezlerine 1 (ABD, İngiltere, Japonya ve İsviçre), diğer ülkelere 0 vererek oluşturulmuştur.	1990-2012
Euro Alanı	<i>EURO</i>	Kukla Değişken. Euro para birimi kullanan ülkelere 1, diğer ülkelere 0 vererek oluşturulmuştur.	1990-2012
Diğer Gelişmiş Ülkeler	<i>DGELİŞMİŞ</i>	Kukla Değişken. Euro alanı ve finans merkezi olan ülkelere 0, diğer gelişmiş ülkelere 1 vererek oluşturulmuştur.	1990-2012

EK 4: Analize Dahil Edilen Ülkeler (Probit Tahmin Denklemi)

GOÜ	Gelişmiş Ülkeler
Arjantin	ABD
Brezilya	Almanya
Çin	Avustralya
Endonezya	Avusturya
Filipinler	Belçika
Güney Afrika	Danimarka
Hindistan	Finlandiya
Kolombiya	Fransa
Macaristan	Hollanda
Malezya	İngiltere
Meksika	İrlanda
Polonya	İspanya
Rusya	İsveç
Şili	İsviçre
Tayland	İtalya
Türkiye	Japonya
	Kanada
	Kore
	Norveç
	Portekiz
	Singapur
	Yeni Zelanda
	Yunanistan

EK 5: Probit Tahmin Denklemi Açıklayıcı Değişkenler

Değişkenler	Kısaltma	Açıklama ve Kaynak	Yıl
Temel Günah Endeksi	<i>TG</i>	TG endeksi (7) numaralı eşitliğe göre hesaplanmıştır. Bank of International Settlements (BIS) - Quarterly Reviews	1990-2010
Para Birimi Uyuşmazlığı Oranı	<i>UO</i>	Bu oran (8) numaralı eşitliğe göre hesaplanmıştır. Uluslararası rezervler ve ihracat verileri; WB - World Development Indicators http://data.worldbank.org/indicator Toplam dış borç stoğu verileri; IMF - International Financial Statistics http://www.imf.org/external/data.htm	1990-2010
Ülkenin Ekonomik Büyüklüğü (log)	<i>LBÜYÜK</i>	IMF Kotaları her üye ülkenin, %50 GSYİH, %30 ticari dış açıklık, %15 ekonomik çeşitlilik ve %5 uluslararası rezerv miktarlarının ağırlıklı ortalamalarına göre hesaplanmaktadır. Milyon SDR ile ifade edilmektedir. IMF - International Financial Statistics http://www.imf.org/external/data.htm	1990-2010
Temel Günah Endeksi ve Ülkenin Ekonomik Büyüklüğü Çarpımı	<i>TGLBÜYÜK</i>	TG endeksi ve LBÜYÜK verilerinin çarpımları ile oluşturulmuştur.	1990-2010
Net Dış Ticaret/GSYİH	<i>NDTGSYİH</i>	(İhracat+İthalat)/GSYİH formülü ile hesaplanmıştır. WB - World Development Indicators http://data.worldbank.org/indicator	1990-2010
Kişi başına düşen gelir (log)	<i>LKBDG</i>	ABD Doları cinsinden WB - World Development Indicators http://data.worldbank.org/indicator	1990-2010
Toplam Kamu Borcu/GSYİH	<i>KBGSYİH</i>	Kamu brüt dış borç stoğu/GSYİH IMF - World Economic Outlook Database http://www.imf.org/external/data.htm	1990-2010
Dış Ticaret Hadleri Büyüme Oranı	<i>DTHBÜYÜME</i>	Net değişim ticaret hadleri = (ihracat malları fiyat endeksi/ithal malları fiyat endeksi)x100 formülü kullanılarak hesaplanmıştır. WB - World Development Indicators http://data.worldbank.org/indicator	1990-2010
M2/Uluslararası Rezervler	<i>M2REZERV</i>	M2 para arzı ve Uluslararası rezervler; WB - World Development Indicators http://data.worldbank.org/indicator	1990-2010
Uzun Vadeli Faiz Oranı	<i>UVFO</i>	Uzun vadeli devlet tahvili getiri oranları; OECD Statistics http://stats.oecd.org/ IMF - International Financial Statistics http://www.imf.org/external/data.htm	1990-2010
M2 Büyüme Oranı	<i>M2BÜYÜME</i>	M2 para arzı büyüme oranları; WB - World Development Indicators http://data.worldbank.org/indicator	1990-2010

Dış Borç, Para ve Bankacılık Kriz Yılları	$PK(t)$ $BK(t)$	Reinhart ve Rogoff (2011) http://www.aeaweb.org/articles.php?doi=10.1257/aer.101.5.1676	1990-2010
Döviz Kuru Rejimi	DKR	1: Para birliği 1: Önceden ilan edilmiş sabit döviz kuru ya da para kurulu düzenlemesi 1: Yatay bantta sabit kurlar (% +/-2'den dar veya eşit) 1: Fiili sabit kurlar 2: Önceden ilan edilmiş sürünen parite 2: Önceden ilan edilmiş sürünen parite (% +/-2'den dar veya eşit) 2: Fiili sürünen parite 2: Fiili sürünen bant (% +/-2'den dar veya eşit) 3: Önceden ilan edilmiş sürünen bant (% +/-2'den geniş veya eşit) 3: Fiili sürünen bant (% +/-5'den dar veya eşit) 3: Hareketli bant (devalüasyon ve revalüasyona izin verecek şekilde % +/-2'den dar veya eşit) 3: Yönetimli/Kirli dalgalanma 4: Serbest dalgalanma 5: Serbest düşüş 6: İkili (paralel) döviz kuru sistemi Ilzetzki, Reinhart ve Rogoff (2008)	1990-2010

EK 6: Tobit Tahmin Denklemi Marjinal Etkiler Stata Tahmin Sonuçları⁶³

TG ve Ekonomik Büyüklük Marjinal Etkiler

TG	Coef.	Std. Err.	z	P> z	[95% Conf. Interval]	
LBÜYÜK	-.8660795	.0503834	-17.19	0.000	-.9648293	-.7673298
id						
2	-.4148934	.0626243	-6.63	0.000	-.5376348	-.2921519
3	-.0725144	.0848387	-0.85	0.393	-.2387952	.0937664
4	-.3325555	.0785072	-4.24	0.000	-.4864268	-.1786841
5	-.7286206	.0881946	-8.26	0.000	-.9014789	-.5557622
6	-.447937	.0740349	-6.05	0.000	-.5930427	-.3028312
7	-.0078066	.0796042	-0.10	0.922	-.1638278	.1482147
8	-.5941379	.1100827	-5.40	0.000	-.809896	-.3783798
9	.2045682	.07062	2.90	0.004	.0661555	.3429809
10	-.3801175	.0899473	-4.23	0.000	-.5564109	-.2038241
11	-.1201888	.0853494	-1.41	0.159	-.2874706	.047093
12	-.4071731	.1002023	-4.06	0.000	-.603566	-.2107803
13	-.8586261	.094148	-9.12	0.000	-1.043153	-.6740994
14	-.370757	.0640663	-5.79	0.000	-.4963247	-.2451893
15	-.7769238	.0870584	-8.92	0.000	-.9475552	-.6062925
16	.1720118	.0746994	2.30	0.021	.0256037	.3184199
17	-.4697436	.0725158	-6.48	0.000	-.6118719	-.3276152
18	-.1473046	.0637792	-2.31	0.021	-.2723094	-.0222997
19	-1.072225	.1021717	-10.49	0.000	-1.272477	-.8719717
20	-.697794	.0803505	-8.68	0.000	-.8552781	-.5403098
21	-.1365021	.0836169	-1.63	0.103	-.3003882	.027384
22	-.8702255	.0779606	-11.16	0.000	-1.023026	-.7174255
23	-.5694704	.0687702	-8.28	0.000	-.7042575	-.4346834
24	-.0991646	.0697218	-1.42	0.155	-.2358168	.0374877
25	-.4948904	.1022311	-4.84	0.000	-.6952596	-.2945212
26	-.1885911	.0901129	-2.09	0.036	-.3652091	-.0119732
27	-.4178868	.0969373	-4.31	0.000	-.6078803	-.2278932
28	-.3195016	.092903	-3.44	0.001	-.501588	-.1374151
29	-.0519907	.0818826	-0.63	0.525	-.2124777	.1084962
30	-.3232935	.0898554	-3.60	0.000	-.4994068	-.1471802
31	-.4867166	.0923218	-5.27	0.000	-.6676639	-.3057693
32	-1.212271	.1011256	-11.99	0.000	-1.410474	-1.014069
33	.2905849	.0756345	3.84	0.000	.1423441	.4388258
34	-.8179439	.1063448	-7.69	0.000	-1.026376	-.6095119
35	-.4192948	.100575	-4.17	0.000	-.6164182	-.2221714
36	-.4878277	.098835	-4.94	0.000	-.6815407	-.2941147
37	-.444694	.0981938	-4.53	0.000	-.6371503	-.2522378
38	-.1979617	.0959928	-2.06	0.039	-.3861041	-.0098192
39	-1.109592	.099752	-11.12	0.000	-1.305103	-.914082
40	-1.019508	.1012438	-10.07	0.000	-1.217942	-.8210734
41	-.3991452	.0626986	-6.37	0.000	-.5220322	-.2762583
_cons	3.888285	.2298586	16.92	0.000	3.43777	4.338799
/sigma_u	4.65e-19	.0064761	0.00	1.000	-.012693	.012693
/sigma_e	.1872491	.0045793	40.89	0.000	.1782738	.1962244
rho	6.18e-36	1.72e-19			0	1

⁶³ Ülkeleri temsil eden numaralar şöyledir; 1-ABD, 2-Almanya, 3-Arjantin, 4-Avustralya, 5-Avusturya, 6-Belçika, 7-Brezilya, 8-Bulgaristan, 9-Çin, 10-Danimarka, 11-Endonezya, 12-Filipinler, 13-Finlandiya, 14-Fransa, 15-Güney Afrika, 16-Hindistan, 17-Hollanda, 18-İngiltere, 19-İrlanda, 20-İspanya, 21-İsveç, 22-İsviçre, 23-İtalya, 24-Kanada, 25-Kolombiya, 26-Kore, 27-Macaristan, 28-Malezya, 29-Meksika, 30-Norveç, 31-Polonya, 32-Portekiz, 33-Rusya, 34-Singapur, 35-Şili, 36-Tayland, 37-Türkiye, 38-Ukrayna, 39-Yeni Zelanda, 40-Yunanistan ve 41-Japonya.

TG ve Ekonomik Gelişme Düzeyi Marjinal Etkiler

TG	Coef.	Std. Err.	z	P> z	[95% Conf. Interval]	
LKBDG	-.562622	.0338016	-16.64	0.000	-.628872	-.496372
id						
2	-.0374266	.056085	-0.67	0.505	-.1473513	.0724981
3	-.5871397	.0611787	9.60	0.000	.4672316	.7070477
4	.5144708	.0561536	9.16	0.000	.4044117	.6245299
5	.3545052	.0560616	6.32	0.000	.2446265	.464384
6	.2782524	.0560893	4.96	0.000	.1683194	.3881853
7	.4175298	.0632736	6.60	0.000	.2935159	.5415438
8	.2376599	.0763551	3.11	0.002	.0880065	.3873132
9	.0459079	.0748473	0.61	0.540	-.1007902	.1926059
10	.8326682	.0560585	14.85	0.000	.7227957	.9425408
11	.1243857	.0749253	1.66	0.097	-.0224652	.2712365
12	.1753918	.0747986	2.34	0.019	.0287892	.3219944
13	.3478729	.0560788	6.20	0.000	.2379605	.4577853
14	.0457501	.0561201	0.82	0.415	-.0642433	.1557434
15	-.2076944	.0641686	-3.24	0.001	-.3334626	-.0819262
16	-.0202709	.0820935	-0.25	0.805	-.1811712	.1406294
17	.2290968	.0560682	4.09	0.000	.1192052	.3389884
18	.2681124	.0561481	4.78	0.000	.1580642	.3781607
19	.3009146	.0560983	5.36	0.000	.190964	.4108652
20	.097741	.0566801	1.72	0.085	-.0133499	.208832
21	.894429	.05604	15.96	0.000	.7845927	1.004265
22	.0726516	.0562097	1.29	0.196	-.0375173	.1828206
23	-.0162405	.0562532	-0.29	0.773	-.1264948	.0940138
24	.5036565	.0561374	8.97	0.000	.3936292	.6136839
25	.3285632	.066978	4.91	0.000	.1972887	.4598378
26	.7497555	.0580216	12.92	0.000	.6360352	.8634758
27	.5100483	.0610672	8.35	0.000	.3903588	.6297378
28	.4342426	.0631715	6.87	0.000	.3104287	.5580565
29	.4721861	.0620959	7.60	0.000	.3504803	.5938918
30	.9255871	.0562237	16.46	0.000	.8153907	1.035783
31	.2862055	.0623772	4.59	0.000	.1639485	.4084624
32	-.0262166	.0576034	-0.46	0.649	-.1391172	.0866841
33	.4125019	.0694554	5.94	0.000	.2763718	.5486319
34	.6154727	.0562248	10.95	0.000	.505274	.7256714
35	.5627323	.0617706	9.11	0.000	.4416642	.6838004
36	.2380629	.068459	3.48	0.001	.1038857	.3722402
37	.406471	.063158	6.44	0.000	.2826836	.5302583
38	.2315037	.0781474	2.96	0.003	.0783375	.3846699
39	.1319123	.0581212	2.27	0.023	.0179969	.2458277
40	.1777292	.057266	3.10	0.002	.0654898	.2899685
41	.0205714	.0560403	0.37	0.714	-.0892656	.1304083
_cons	2.557239	.1586638	16.12	0.000	2.246264	2.868215
/sigma_u	2.41e-21	.0062826	0.00	1.000	-.0123136	.0123136
/sigma_e	.1900407	.0044424	42.78	0.000	.1813337	.1987478
rho	1.61e-40	8.39e-22			0	1

TG ve Parasal Kredibilite Marjinal Etkiler

TG	Coef.	Std. Err.	z	P> z	[95% Conf. Interval]	
LENF	.1179981	.0188847	6.25	0.000	.0809848	.1550113
id						
2	.0270399	.0655096	0.41	0.680	-.1013566	.1554364
3	.9349068	.0668923	13.98	0.000	.8038003	1.066013
4	.5816995	.0639081	9.10	0.000	.456442	.7069571
5	.3968402	.0639499	6.21	0.000	.2715008	.5221796
6	.3434571	.0646288	5.31	0.000	.2167869	.4701273
7	.798824	.0661799	12.07	0.000	.6691139	.9285342
8	.8244846	.0746784	11.04	0.000	.6781177	.9708515
9	.8551731	.0671371	12.74	0.000	.7235868	.9867594
10	.8226385	.0639349	12.87	0.000	.6973285	.9479486
11	.8939841	.064571	13.84	0.000	.7674272	1.020541
12	.9624855	.0641774	15.00	0.000	.8367001	1.088271
13	.4259596	.0647354	6.58	0.000	.2990804	.5528387
14	.1252939	.0640718	1.96	0.051	-.0002845	.2508723
15	.2661674	.0643268	4.14	0.000	.1400892	.3922455
16	.92869	.0643866	14.42	0.000	.8024947	1.054885
17	.2715099	.0639288	4.25	0.000	.1462117	.3968081
18	.3348482	.0639113	5.24	0.000	.2095843	.4601121
19	.3753604	.0653667	5.74	0.000	.2472441	.5034767
20	.2390584	.0646257	3.70	0.000	.1123943	.3657224
21	.9238162	.0655009	14.10	0.000	.7954368	1.052195
22	.0526624	.0659076	0.80	0.424	-.0765142	.181839
23	.0648466	.063896	1.01	0.310	-.0603872	.1900804
24	.5808471	.0639942	9.08	0.000	.4554208	.7062734
25	.8753485	.0647062	13.53	0.000	.7485267	1.00217
26	.9839816	.0639473	15.39	0.000	.8586472	1.109316
27	.8482329	.0647548	13.10	0.000	.7213158	.97515
28	.9244274	.0639007	14.47	0.000	.7991844	1.04967
29	.8593554	.0645675	13.31	0.000	.7328054	.9859053
30	.8685602	.0639649	13.58	0.000	.7431912	.9939292
31	.6845484	.0645581	10.60	0.000	.5580169	.8110799
32	.1906539	.0646402	2.95	0.003	.0639613	.3173464
33	.8135638	.0729664	11.15	0.000	.6705522	.9565755
34	.7146999	.065559	10.90	0.000	.5862066	.8431932
35	.9653471	.0640745	15.07	0.000	.8397634	1.090931
36	.8809719	.0653765	13.48	0.000	.7528364	1.009107
37	.769293	.0668131	11.51	0.000	.6383417	.9002443
38	.9111185	.0738125	12.34	0.000	.7664487	1.055788
39	.2783716	.063943	4.35	0.000	.1530456	.4036976
40	.344094	.0640739	5.37	0.000	.2185115	.4696766
41	.1026035	.079828	1.29	0.199	-.0538565	.2590635
_cons	-.051651	.0464224	-1.11	0.266	-.1426372	.0393353
/sigma_u	4.12e-19	.0072145	0.00	1.000	-.0141402	.0141402
/sigma_e	.2142605	.0051014	42.00	0.000	.2042619	.2242592
rho	3.70e-36	1.30e-19			0	1

TG ve Mali Sürdürülebilirlik Marjinal Etkiler

TG	Coef.	Std. Err.	z	P> z	[95% Conf. Interval]	
KBGSYİH	.0009491	.0004374	2.17	0.030	.0000918	.0018065
id						
2	.0089307	.0630764	0.14	0.887	-.1146967	.1325581
3	.9944643	.0687104	14.47	0.000	.8597944	1.129134
4	.6225901	.0661584	9.41	0.000	.4929221	.7522581
5	.3868605	.0623091	6.21	0.000	.2647369	.508984
6	.2810279	.0644555	4.36	0.000	.1546975	.4073584
7	.8374906	.073248	11.43	0.000	.6939271	.9810541
8	.8918097	.1050475	8.49	0.000	.6859205	1.097699
9	.9258255	.0670448	13.81	0.000	.7944202	1.057231
10	.8227964	.0642432	12.81	0.000	.6968819	.9487108
11	.9754894	.0640288	15.24	0.000	.8499952	1.100984
12	1.016311	.062691	16.21	0.000	.8934391	1.139183
13	.4091666	.0634308	6.45	0.000	.2848445	.5334886
14	.1059017	.0624177	1.70	0.090	-.0164347	.2282381
15	.0960848	.0748722	1.28	0.199	-.050662	.2428316
16	.9767406	.0622426	15.69	0.000	.8547473	1.098734
17	.1644483	.0666377	2.47	0.014	.0338407	.2950559
18	.3484108	.0630833	5.52	0.000	.2247698	.4720518
19	.3515093	.0623486	5.64	0.000	.2293082	.4737103
20	.2551718	.0626762	4.07	0.000	.1323287	.3780149
21	.903821	.0649673	13.91	0.000	.7764873	1.031155
22	.0155618	.0626505	0.25	0.804	-.107231	.1383546
23	.0278463	.0645778	0.43	0.666	-.0987239	.1544165
24	.5468309	.0624784	8.75	0.000	.4243755	.6692864
25	.9521645	.0693564	13.73	0.000	.8162286	1.088101
26	1.048191	.0660827	15.86	0.000	.9186711	1.177711
27	.8936276	.0664414	13.45	0.000	.7634049	1.02385
28	.9422366	.0631096	14.93	0.000	.818544	1.065929
29	.9462387	.0636428	14.87	0.000	.8215011	1.070976
30	.8782589	.0635867	13.81	0.000	.7536312	1.002887
31	.6949573	.0673657	10.32	0.000	.562923	.8269915
32	.2019475	.0623063	3.24	0.001	.0798295	.3240655
33	.931296	.0741189	12.56	0.000	.7860256	1.076566
34	.6776841	.0625544	10.83	0.000	.5550797	.8002885
35	1.04868	.0669384	15.67	0.000	.917483	1.179877
36	.8561342	.0696602	12.29	0.000	.7196028	.9926657
37	.8264956	.073747	11.21	0.000	.6819542	.971037
38	1.005645	.0736346	13.66	0.000	.861324	1.149966
39	.2968256	.0641565	4.63	0.000	.1710812	.4225699
40	.340622	.0641019	5.31	0.000	.2149846	.4662595
41	-.0532857	.0702471	-0.76	0.448	-.1909674	.0843961
_cons	-.0680222	.0540335	-1.26	0.208	-.173926	.0378815
/sigma_u	1.37e-24	.0073041	0.00	1.000	-.0143157	.0143157
/sigma_e	.2110616	.0051648	40.87	0.000	.2009388	.2211843
rho	4.20e-47	4.49e-25			0	1

	TG	Coef.	Std. Err.	z	P> z	[95% Conf. Interval]	
	KBG	.016273	.0129678	1.25	0.210	-.0091434	.0416894
	id						
	2	.0128312	.0648101	0.20	0.843	-.1141943	.1398567
	3	.9879006	.0700183	14.11	0.000	.8506673	1.125134
	4	.5992919	.0664364	9.02	0.000	.4690789	.7295048
	5	.3946843	.0642941	6.14	0.000	.2686702	.5206983
	6	.3161673	.0632909	5.00	0.000	.1921195	.4402151
	7	.8382074	.0745203	11.25	0.000	.6921503	.9842646
	8	.8799173	.1068516	8.23	0.000	.6704921	1.089342
	9	.8930143	.065515	13.63	0.000	.7646072	1.021421
	10	.8250132	.0667527	12.36	0.000	.6941803	.9558461
	11	.9271167	.0747047	12.41	0.000	.7806982	1.073535
	12	.9877742	.067244	14.69	0.000	.8559461	1.119538
	13	.405023	.0657558	6.16	0.000	.276144	.5339019
	14	.1112884	.0644984	1.73	0.084	-.0151261	.2377029
	15	.0757637	.0752334	1.01	0.314	-.0716911	.2232184
	16	.9459006	.0687081	13.77	0.000	.8112351	1.080566
	17	.1671837	.068504	2.44	0.015	.0329184	.301449
	18	.3401808	.0642723	5.29	0.000	.2142095	.4661521
	19	.3510204	.0635681	5.52	0.000	.2264292	.4756117
	20	.2512927	.0640212	3.93	0.000	.1258134	.376772
	21	.9066296	.0673612	13.46	0.000	.7746042	1.038655
	22	.0092827	.0637142	0.15	0.884	-.1155949	.1341603
	23	.060668	.0633871	0.96	0.339	-.0635684	.1849045
	24	.5614833	.0633223	8.87	0.000	.4373738	.6855928
	25	.9303704	.0693852	13.41	0.000	.7943778	1.066363
	26	1.018266	.0690861	14.74	0.000	.88286	1.153672
	27	.8879144	.0704786	12.60	0.000	.7497789	1.02605
	28	.9258622	.063482	14.58	0.000	.8014397	1.050285
	29	.8890315	.0686434	12.95	0.000	.7544929	1.02357
	30	.8729945	.0658829	13.25	0.000	.7438664	1.002123
	31	.6871945	.0688245	9.98	0.000	.5523009	.8220881
	32	.2042839	.0636561	3.21	0.001	.0795203	.3290476
	33	.9123732	.0750368	12.16	0.000	.7653037	1.059443
	34	.6702273	.0654744	10.24	0.000	.5418999	.7985547
	35	1.019818	.0662502	15.39	0.000	.8899698	1.149666
	36	.8300994	.0698689	11.88	0.000	.6931588	.96704
	37	.7829252	.0790902	9.90	0.000	.6279114	.9379391
	38	.989759	.0748108	13.23	0.000	.8431325	1.136385
	39	.2832432	.0652985	4.34	0.000	.1552605	.4112259
	40	.3635549	.0638194	5.70	0.000	.2384712	.4886387
	41	-.0265529	.0723262	-0.37	0.714	-.1683097	.115204
	_cons	-.0355247	.0529509	-0.67	0.502	-.1393066	.0682573
	/sigma_u	1.27e-23	.0075591	0.00	1.000	-.0148156	.0148156
	/sigma_e	.2146043	.0053451	40.15	0.000	.2041281	.2250805
	rho	3.52e-45	4.18e-24			0	1

TG ve Dışa Açıklık Marjinal Etkiler

TG	Coef.	Std. Err.	z	P> z	[95% Conf. Interval]	
AÇIK	-.4705992	.041036	-11.47	0.000	-.5510283	-.3901701
id						
2	.2037899	.0624399	3.26	0.001	.0814099	.3261699
3	1.023479	.059907	17.08	0.000	.9060634	1.140894
4	.6451168	.060179	10.72	0.000	.5271681	.7630654
5	.690621	.0656853	10.51	0.000	.5618802	.8193619
6	.8825196	.077533	11.38	0.000	.7305577	1.034481
7	.8979282	.0598625	15.00	0.000	.7805998	1.015257
8	1.350435	.0757194	17.83	0.000	1.202028	1.498843
9	.9769078	.0605563	16.13	0.000	.8582197	1.095596
10	1.094329	.064833	16.88	0.000	.9672585	1.221399
11	1.112178	.0614624	18.10	0.000	.9917136	1.232642
12	1.283383	.0647579	19.82	0.000	1.156459	1.410306
13	.6037903	.0628884	9.60	0.000	.4805314	.7270492
14	.2204633	.0608392	3.62	0.000	.1012206	.3397059
15	.447241	.0609982	7.33	0.000	.3276867	.5667953
16	1.016932	.0599527	16.96	0.000	.8994266	1.134437
17	.7425944	.0732355	10.14	0.000	.5990555	.8861333
18	.4797478	.0613392	7.82	0.000	.3595252	.5999704
19	.9487098	.0798013	11.89	0.000	.7923021	1.105117
20	.371512	.0609608	6.09	0.000	.2520311	.4909929
21	1.160825	.0641687	18.09	0.000	1.035056	1.286593
22	.2494176	.0636866	3.92	0.000	.1245942	.374241
23	.182458	.0607246	3.00	0.003	.06344	.301476
24	.757575	.0623194	12.16	0.000	.6354311	.8797188
25	.9945793	.0600528	16.56	0.000	.876878	1.112281
26	1.217499	.0627906	19.39	0.000	1.094431	1.340566
27	1.347069	.0707786	19.03	0.000	1.208346	1.485792
28	1.676412	.0890983	18.82	0.000	1.501782	1.851041
29	1.061845	.0611688	17.36	0.000	.9419561	1.181733
30	1.07466	.062982	17.06	0.000	.9512175	1.198102
31	.8927657	.0612813	14.57	0.000	.7726565	1.012875
32	.3920762	.0622602	6.30	0.000	.2700485	.5141039
33	1.050587	.0686918	15.29	0.000	.9159533	1.18522
34	2.299526	.1524766	15.08	0.000	2.000677	2.598375
35	1.182434	.0620441	19.06	0.000	1.06083	1.304038
36	1.29885	.0708222	18.34	0.000	1.160041	1.437659
37	.9927901	.0605085	16.41	0.000	.8741957	1.111384
38	1.354567	.0766272	17.68	0.000	1.20438	1.504753
39	.4029956	.0610892	6.60	0.000	.283263	.5227282
40	.5150928	.0611107	8.43	0.000	.3953181	.6348675
41	.0077747	.0598637	0.13	0.897	-.109556	.1251054
_cons	.1121254	.0434405	2.58	0.010	.0269836	.1972671
/sigma_u	2.97e-21	.0067032	0.00	1.000	-.0131381	.0131381
/sigma_e	.2029878	.0047399	42.83	0.000	.1936977	.2122778
rho	2.14e-40	9.65e-22			0	1

TG ve Kurumsal Yapı Marjinal Etkiler

TG	Coef.	Std. Err.	z	P> z	[95% Conf. Interval]	
HÜE	-.0846326	.0494037	-1.71	0.087	-.181462	.0121969
id						
2	.0076698	.0568252	0.13	0.893	-.1037055	.1190451
3	.8259659	.1131453	7.30	0.000	.6042053	1.047727
4	.595316	.0575305	10.35	0.000	.4825583	.7080737
5	.2475292	.0585945	4.22	0.000	.1326861	.3623724
6	.0952603	.0578824	1.65	0.100	-.0181872	.2087077
7	.7344779	.1073189	6.84	0.000	.5241367	.944819
8	.7684557	.1123867	6.84	0.000	.5481819	.9887295
9	.6771825	.1125311	6.02	0.000	.4566257	.8977393
10	.8200877	.0592018	13.85	0.000	.7040544	.936121
11	.7521588	.1237439	6.08	0.000	.5096253	.9946923
12	.838722	.1098741	7.63	0.000	.6233727	1.054071
13	.2088001	.0599863	3.48	0.000	.0912292	.3263711
14	.0174401	.0569909	0.31	0.760	-.0942599	.1291402
15	-.0362654	.0915212	-0.40	0.692	-.2156437	.1431129
16	.8559854	.089642	9.55	0.000	.6802904	1.03168
17	.1514073	.0575144	2.63	0.008	.0386811	.2641335
18	.3673051	.0570149	6.44	0.000	.2555579	.4790523
19	.1689532	.0567736	2.98	0.003	.057679	.2802275
20	.1049081	.0586984	1.79	0.074	-.0101387	.2199549
21	.9009187	.0586342	15.37	0.000	.7859978	1.01584
22	.0282461	.0589994	0.48	0.632	-.0873905	.1438828
23	-.0794488	.0732117	-1.09	0.278	-.2229411	.0640434
24	.6119502	.057328	10.67	0.000	.4995894	.7243109
25	.7412457	.122921	6.03	0.000	.5003249	.9821665
26	.9429259	.0657195	14.35	0.000	.8141181	1.071734
27	.8262235	.0664186	12.44	0.000	.6960455	.9564015
28	.8139434	.0769364	10.58	0.000	.6631509	.964736
29	.7311663	.1168533	6.26	0.000	.5021381	.9601946
30	.8312612	.0595152	13.97	0.000	.7146135	.9479089
31	.570849	.073565	7.76	0.000	.4266643	.7150338
32	.0104788	.0598854	0.17	0.861	-.1068944	.1278521
33	.7017323	.1353524	5.18	0.000	.4364464	.9670181
34	.616211	.0566679	10.87	0.000	.505144	.7272781
35	.9670907	.0587472	16.46	0.000	.8519483	1.082233
36	.716996	.0875059	8.19	0.000	.5454877	.8885043
37	.73956	.0949046	7.79	0.000	.5535505	.9255696
38	.7637689	.1340306	5.70	0.000	.5010737	1.026464
39	.0850821	.0586024	1.45	0.147	-.0297765	.1999408
40	.1013042	.0679619	1.49	0.136	-.0318986	.2345071
41	-.0215284	.0580257	-0.37	0.711	-.1352568	.0921999
_cons	.1303342	.0859823	1.52	0.130	-.038188	.2988563
/sigma_u	9.44e-20	.0063138	0.00	1.000	-.0123748	.0123748
/sigma_e	.1602262	.0044645	35.89	0.000	.1514759	.1689765
rho	3.47e-37	4.64e-20			0	1

TG ve Döviz Kuru Rejimi Marjinal Etkiler

TG	Coef.	Std. Err.	z	P> z	[95% Conf. Interval]	
DKR	.0466829	.0090914	5.13	0.000	.028864	.0645018
id						
2	.1200416	.0697677	1.72	0.085	-.0167005	.2567838
3	1.079712	.0677617	15.93	0.000	.9469014	1.212522
4	.5809524	.0657343	8.84	0.000	.4521155	.7097893
5	.5433773	.0702136	7.74	0.000	.4057612	.6809933
6	.4676607	.0697677	6.70	0.000	.3309185	.6044029
7	.9444483	.06577	14.36	0.000	.8155416	1.073355
8	1.056702	.0747345	14.14	0.000	.9102253	1.203179
9	.9668478	.0669225	14.45	0.000	.835682	1.098014
10	.9047966	.0685605	13.20	0.000	.7704206	1.039173
11	.9973147	.066145	15.08	0.000	.8676728	1.126957
12	1.017784	.0658255	15.46	0.000	.8887683	1.1468
13	.5257513	.0689408	7.63	0.000	.3906299	.6608727
14	.2248035	.0697677	3.22	0.001	.0880614	.3615457
15	.342381	.0657343	5.21	0.000	.213544	.4712179
16	1.016836	.0660132	15.40	0.000	.8874528	1.14622
17	.403375	.0697677	5.78	0.000	.2666328	.5401171
18	.3633495	.06636	5.48	0.000	.2332862	.4934128
19	.5000364	.0696237	7.18	0.000	.3635764	.6364964
20	.3352635	.0672689	4.98	0.000	.2034189	.4671082
21	.9935237	.0680886	14.59	0.000	.8600724	1.126975
22	-1.02e-17	.0657343	-0.00	1.000	-.1288369	.1288369
23	.1314494	.0667655	1.97	0.049	.0005914	.2623074
24	.5714286	.0657343	8.69	0.000	.4425917	.7002655
25	.9814378	.0659393	14.88	0.000	.8521992	1.110676
26	1.062244	.0668427	15.89	0.000	.9312346	1.193253
27	.9866898	.0670051	14.73	0.000	.8553622	1.118017
28	1.004311	.0672689	14.93	0.000	.8724665	1.136156
29	.969691	.0659066	14.71	0.000	.8405165	1.098866
30	.9017607	.066247	13.61	0.000	.771919	1.031602
31	.7754053	.0659066	11.77	0.000	.6462307	.9045799
32	.2831985	.0670904	4.22	0.000	.1517038	.4146932
33	.9661688	.0756371	12.77	0.000	.8179228	1.114415
34	.510374	.0848867	6.01	0.000	.3439991	.6767488
35	1.017944	.0658767	15.45	0.000	.8888282	1.14706
36	.95272	.0668427	14.25	0.000	.8217108	1.083729
37	.9577909	.066145	14.48	0.000	.828149	1.087433
38	1.007678	.0820856	12.28	0.000	.8467931	1.168563
39	.3347781	.06636	5.04	0.000	.2047148	.4648414
40	.5073355	.0684387	7.41	0.000	.3731981	.6414729
41	.0346086	.0658041	0.53	0.599	-.0943652	.1635823
_cons	-.1867314	.0590167	-3.16	0.002	-.302402	-.0710609
/sigma_u	5.85e-19	.0074248	0.00	1.000	-.0145524	.0145524
/sigma_e	.2130036	.0052502	40.57	0.000	.2027134	.2232937
rho	7.53e-36	1.91e-19			0	1

TG ve Finansal Gelişme Düzeyi Marjinal Etkiler

TG	Coef.	Std. Err.	z	P> z	[95% Conf. Interval]	
FİNGEL	-.0031007	.0002363	-13.12	0.000	-.0035638	-.0026376
id						
2	-.190981	.0601534	-3.17	0.001	-.3088796	-.0730824
3	.5252517	.0684937	7.67	0.000	.3910064	.6594969
4	.3372858	.0610881	5.52	0.000	.2175553	.4570164
5	.1607882	.0608868	2.64	0.008	.0414523	.2801242
6	.0246123	.0628805	0.39	0.695	-.0986312	.1478559
7	.5342123	.0648958	8.23	0.000	.4070189	.6614056
8	.5653271	.0732393	7.72	0.000	.4217808	.7088735
9	.6831942	.0601088	11.37	0.000	.5653831	.8010053
10	.6533011	.0595556	10.97	0.000	.5365743	.770028
11	.5400246	.066279	8.15	0.000	.4101201	.6699292
12	.5783532	.066625	8.68	0.000	.4477706	.7089357
13	.089046	.0625062	1.42	0.154	-.0334638	.2115559
14	-.1321517	.0615213	-2.15	0.032	-.2527312	-.0115722
15	.1532346	.0598282	2.56	0.010	.0359735	.2704957
16	.5582547	.0665648	8.39	0.000	.4277901	.6887193
17	.1543837	.0594128	2.60	0.009	.0379368	.2708305
18	.2516731	.0586415	4.29	0.000	.1367379	.3666082
19	.1985789	.0594018	3.34	0.001	.0821535	.3150043
20	.10057	.0593139	1.70	0.090	-.0156832	.2168231
21	.7133019	.0599977	11.89	0.000	.5957085	.8308953
22	-.0286261	.0584074	-0.49	0.624	-.1431026	.0858504
23	-.2080223	.0619689	-3.36	0.001	-.3294791	-.0865655
24	.4506532	.0622331	7.24	0.000	.3286786	.5726278
25	.5190663	.0665669	7.80	0.000	.3885976	.6495351
26	.7863287	.0605949	12.98	0.000	.6675648	.9050925
27	.5226921	.0655385	7.98	0.000	.394239	.6511452
28	.7574759	.0596591	12.70	0.000	.6405462	.8744056
29	.4642536	.0678147	6.85	0.000	.3313393	.5971679
30	.5631066	.0677402	8.31	0.000	.4303383	.6958748
31	.3137905	.066874	4.69	0.000	.1827198	.4448612
32	.0395499	.0595664	0.66	0.507	-.077198	.1562978
33	.4660716	.0734276	6.35	0.000	.3221562	.609987
34	.4667213	.0608236	7.67	0.000	.3475092	.5859333
35	.6764852	.0632179	10.70	0.000	.5525805	.80039
36	.7155435	.0602989	11.87	0.000	.5973598	.8337272
37	.4440229	.0675886	6.57	0.000	.3115517	.576494
38	.5702754	.0736168	7.75	0.000	.4259892	.7145616
39	.1025853	.0613897	1.67	0.095	-.0177364	.222907
40	.0439847	.0635505	0.69	0.489	-.080572	.1685413
41	.0958968	.0586724	1.63	0.102	-.0190991	.2108926
_cons	.5230556	.0573739	9.12	0.000	.4106048	.6355065
/sigma_u	2.69e-20	.0066014	0.00	1.000	-.0129385	.0129385
/sigma_e	.1979311	.0046679	42.40	0.000	.1887822	.20708
rho	1.84e-38	9.06e-21			0	1

TG ve Kukla Değişkenlerin Marjinal Etkileri

FİNMRKZ

TG	Coef.	Std. Err.	z	P> z	[95% Conf. Interval]	
FİNMRKZ	-.373913	.0640064	-5.84	0.000	-.4993633	-.2484628
id						
2	-.373913	.0640064	-5.84	0.000	-.4993633	-.2484628
3	.6217391	.0640064	9.71	0.000	.4962889	.7471894
4	.2	.0640064	3.12	0.002	.0745498	.3254503
5	.0065217	.0640064	0.10	0.919	-.1189285	.131972
6	-.0565217	.0640064	-0.88	0.377	-.181972	.0689285
7	.5326087	.0640064	8.32	0.000	.4071584	.6580589
8	.580087	.0720368	8.05	0.000	.4388974	.7212766
9	.4978261	.0640064	7.78	0.000	.3723758	.6232763
10	.4347826	.0640064	6.79	0.000	.3093324	.5602329
11	.5782609	.0640064	9.03	0.000	.4528106	.7037111
12	.626087	.0640064	9.78	0.000	.5006367	.7515372
13	.0086957	.0640064	0.14	0.892	-.1167546	.1341459
14	-.2782609	.0640064	-4.35	0.000	-.4037111	-.1528106
15	-.0613043	.0640064	-0.96	0.338	-.1867546	.0641459
16	.6043478	.0640064	9.44	0.000	.4788976	.7297981
17	-.1152174	.0640064	-1.80	0.072	-.2406676	.0102329
18	.326087	.0640064	5.09	0.000	.2006367	.4515372
19	-.0304348	.0640064	-0.48	0.634	-.155885	.0950155
20	-.1347826	.0640064	-2.11	0.035	-.2602329	-.0093323
21	.5217391	.0640064	8.15	0.000	.3962889	.6471894
22	1.91e-17	.0640064	0.00	1.000	-.1254503	.1254503
23	-.3086956	.0640064	-4.82	0.000	-.4341459	-.1832454
24	.1847826	.0640064	2.89	0.004	.0593324	.3102329
25	.5652174	.0640064	8.83	0.000	.4397671	.6906676
26	.626087	.0640064	9.78	0.000	.5006367	.7515372
27	.54	.0640064	8.44	0.000	.4145498	.6654503
28	.5456522	.0640064	8.52	0.000	.4202019	.6711024
29	.5434783	.0640064	8.49	0.000	.418028	.6689285
30	.476087	.0640064	7.44	0.000	.3506367	.6015372
31	.3682609	.0640064	5.75	0.000	.2428106	.4937111
32	-.1782609	.0640064	-2.79	0.005	-.3037111	-.0528106
33	.5227536	.0720368	7.26	0.000	.381564	.6639432
34	.3173913	.0640064	4.96	0.000	.1919411	.4428416
35	.6213044	.0640064	9.71	0.000	.4958541	.7467546
36	.5033597	.0647297	7.78	0.000	.3764919	.6302275
37	.5173913	.0640064	8.08	0.000	.3919411	.6428416
38	.5939441	.0735775	8.07	0.000	.4497348	.7381534
39	-.1108696	.0640064	-1.73	0.083	-.2363198	.0145807
40	0 (omitted)					
41	.0173913	.0640064	0.27	0.786	-.1080589	.1428416
_cons	.373913	.0452594	8.26	0.000	.2852063	.4626198
/sigma_u	2.17e-19	.0071678	0.00	1.000	-.0140487	.0140487
/sigma_e	.2170563	.0050684	42.83	0.000	.2071224	.2269902
rho	9.97e-37	6.60e-20			0	1

EURO

TG	Coef.	Std. Err.	z	P> z	[95% Conf. Interval]	
EURO	.373913	.0640064	5.84	0.000	.2484628	.4993633
id						
2	-.373913	.0640064	-5.84	0.000	-.4993633	-.2484628
3	.9956522	.0640064	15.56	0.000	.8702019	1.121102
4	.573913	.0640064	8.97	0.000	.4484628	.6993633
5	.0065217	.0640064	0.10	0.919	-.1189285	.131972
6	-.0565217	.0640064	-0.88	0.377	-.181972	.0689285
7	.9065217	.0640064	14.16	0.000	.7810715	1.031972
8	.954	.0720368	13.24	0.000	.8128104	1.09519
9	.8717391	.0640064	13.62	0.000	.7462889	.9971894
10	.8086956	.0640064	12.63	0.000	.6832454	.9341459
11	.9521739	.0640064	14.88	0.000	.8267237	1.077624
12	1	.0640064	15.62	0.000	.8745497	1.12545
13	.0086957	.0640064	0.14	0.892	-.1167546	.1341459
14	-.2782609	.0640064	-4.35	0.000	-.4037111	-.1528106
15	.3126087	.0640064	4.88	0.000	.1871584	.4380589
16	.9782609	.0640064	15.28	0.000	.8528106	1.103711
17	-.1152174	.0640064	-1.80	0.072	-.2406676	.0102329
18	.326087	.0640064	5.09	0.000	.2006367	.4515372
19	-.0304348	.0640064	-0.48	0.634	-.155885	.0950155
20	-.1347826	.0640064	-2.11	0.035	-.2602329	-.0093323
21	.8956522	.0640064	13.99	0.000	.7702019	1.021102
22	1.18e-31	.0640064	0.00	1.000	-.1254503	.1254503
23	-.3086956	.0640064	-4.82	0.000	-.4341459	-.1832454
24	.5586957	.0640064	8.73	0.000	.4332454	.6841459
25	.9391304	.0640064	14.67	0.000	.8136802	1.064581
26	1	.0640064	15.62	0.000	.8745497	1.12545
27	.9139131	.0640064	14.28	0.000	.7884628	1.039363
28	.9195652	.0640064	14.37	0.000	.794115	1.045015
29	.9173913	.0640064	14.33	0.000	.791941	1.042842
30	.85	.0640064	13.28	0.000	.7245497	.9754503
31	.7421739	.0640064	11.60	0.000	.6167237	.8676242
32	-.1782609	.0640064	-2.79	0.005	-.3037111	-.0528106
33	.8966667	.0720368	12.45	0.000	.7554771	1.037856
34	.6913043	.0640064	10.80	0.000	.5658541	.8167546
35	.9952174	.0640064	15.55	0.000	.8697671	1.120668
36	.8772727	.0647297	13.55	0.000	.7504049	1.004141
37	.8913043	.0640064	13.93	0.000	.7658541	1.016755
38	.9678571	.0735775	13.15	0.000	.8236478	1.112066
39	.2630435	.0640064	4.11	0.000	.1375932	.3884937
40	0 (omitted)					
41	.0173913	.0640064	0.27	0.786	-.1080589	.1428416
_cons	-1.03e-31	.0452594	-0.00	1.000	-.0887067	.0887067
/sigma_u	2.70e-19	.0071678	0.00	1.000	-.0140487	.0140487
/sigma_e	.2170563	.0050684	42.83	0.000	.2071224	.2269902
rho	1.55e-36	8.23e-20			0	1

$DG\ddot{U}$

	TG	Coef.	Std. Err.	z	P> z	[95% Conf. Interval]	
	DGÜ	-.0173913	.0640064	-0.27	0.786	-.1428416	.1080589
	id						
	2	-.0173913	.0640064	-0.27	0.786	-.1428416	.1080589
	3	.9782609	.0640064	15.28	0.000	.8528106	1.103711
	4	.573913	.0640064	8.97	0.000	.4484628	.6993633
	5	.3630435	.0640064	5.67	0.000	.2375932	.4884937
	6	.3	.0640064	4.69	0.000	.1745497	.4254502
	7	.8891304	.0640064	13.89	0.000	.7636802	1.014581
	8	.9366087	.0720368	13.00	0.000	.7954191	1.077798
	9	.8543478	.0640064	13.35	0.000	.7288976	.9797981
	10	.8086956	.0640064	12.63	0.000	.6832454	.9341459
	11	.9347826	.0640064	14.60	0.000	.8093324	1.060233
	12	.9826087	.0640064	15.35	0.000	.8571584	1.108059
	13	.3652174	.0640064	5.71	0.000	.2397671	.4906676
	14	.0782609	.0640064	1.22	0.221	-.0471894	.2037111
	15	.2952174	.0640064	4.61	0.000	.1697671	.4206676
	16	.9608696	.0640064	15.01	0.000	.8354193	1.08632
	17	.2413043	.0640064	3.77	0.000	.1158541	.3667546
	18	.326087	.0640064	5.09	0.000	.2006367	.4515372
	19	.326087	.0640064	5.09	0.000	.2006367	.4515372
	20	.2217391	.0640064	3.46	0.001	.0962889	.3471894
	21	.8956522	.0640064	13.99	0.000	.7702019	1.021102
	22	9.51e-19	.0640064	0.00	1.000	-.1254503	.1254503
	23	.0478261	.0640064	0.75	0.455	-.0776242	.1732763
	24	.5586957	.0640064	8.73	0.000	.4332454	.6841459
	25	.9217391	.0640064	14.40	0.000	.7962889	1.047189
	26	1	.0640064	15.62	0.000	.8745497	1.12545
	27	.8965217	.0640064	14.01	0.000	.7710715	1.021972
	28	.9021739	.0640064	14.10	0.000	.7767237	1.027624
	29	.9	.0640064	14.06	0.000	.7745497	1.02545
	30	.85	.0640064	13.28	0.000	.7245497	.9754503
	31	.7247826	.0640064	11.32	0.000	.5993323	.8502329
	32	.1782609	.0640064	2.79	0.005	.0528106	.3037111
	33	.8792754	.0720368	12.21	0.000	.7380858	1.020465
	34	.6913043	.0640064	10.80	0.000	.5658541	.8167546
	35	.9778261	.0640064	15.28	0.000	.8523758	1.103276
	36	.8598814	.0647297	13.28	0.000	.7330136	.9867492
	37	.873913	.0640064	13.65	0.000	.7484628	.9993633
	38	.9504658	.0735775	12.92	0.000	.8062565	1.094675
	39	.2630435	.0640064	4.11	0.000	.1375932	.3884937
	40	.3565217	.0640064	5.57	0.000	.2310715	.481972
	41	0 (omitted)					
	_cons	.0173913	.0452594	0.38	0.701	-.0713154	.106098
	/sigma_u	2.10e-19	.0071678	0.00	1.000	-.0140487	.0140487
	/sigma_e	.2170563	.0050684	42.83	0.000	.2071224	.2269902
	rho	9.40e-37	6.40e-20			0	1

TG'nin Belirleyicileri 1. Tahmin Denklemi Marjinal Etkiler

		Delta-method				
	dy/dx	Std. Err.	z	P> z	[95% Conf. Interval]	
LBÜYÜK	-.4292485	.0831863	-5.16	0.000	-.5922907	-.2662063
LKBDG	-.3056295	.0523403	-5.84	0.000	-.4082145	-.2030444
LENF	-.004453	.0233333	-0.19	0.849	-.0501855	.0412795
KBGSYİH	.0027837	.0010758	2.59	0.010	.0006751	.0048923
KBG	-.0436881	.0292681	-1.49	0.136	-.1010526	.0136764
AÇIK	-.0845342	.0453459	-1.86	0.062	-.1734105	.0043421
FİNGEL	-.0000283	.0003181	-0.09	0.929	-.0006518	.0005952
HÜE	.0195243	.0450801	0.43	0.665	-.0688311	.1078797
DKR	.0094604	.0082497	1.15	0.251	-.0067088	.0256295
FİNMRKZ	-.3011091	.1501524	-2.01	0.045	-.5954023	-.0068158
EURO	-.4578206	.1161818	-3.94	0.000	-.6855328	-.2301083
DGÜ	.0986539	.1196188	0.82	0.410	-.1357947	.3331024

1. Modelde Ülke Etkileri Dikkate Alındığında Marjinal Etkiler

TG	Coef.	Std. Err.	z	P> z	[95% Conf. Interval]	
LKBDG	-.2773668	.0535974	-5.18	0.000	-.3824158	-.1723179
LENF	-.0131863	.022654	-0.58	0.561	-.0575873	.0312147
KBGSYİH	.0028341	.0011096	2.55	0.011	.0006593	.005009
KBG	-.0346654	.0300782	-1.15	0.249	-.0936177	.0242868
AÇIK	-.0262677	.0687344	-0.38	0.702	-.1609846	.1084493
FİNGEL	.0002596	.0003111	0.83	0.404	-.0003501	.0008694
HÜE	.0391545	.0529441	0.74	0.460	-.064614	.142923
DKR	.006474	.0080614	0.80	0.422	-.0093259	.022274
LBÜYÜK	-.7272998	.0999907	-7.28	0.000	-.9231139	-.5314857
FİNMRKZ	1.096524	.1746814	6.28	0.000	.7541545	1.438893
EURO	.4992126	.1130965	4.41	0.000	.2775474	.7208777
DGU	.5223563	.1019046	5.13	0.000	.322627	.7220856
id						
2	.7814946	.1333793	5.86	0.000	.5200759	1.042913
3	1.61524	.1806988	8.94	0.000	1.261077	1.969403
4	.9817542	.0823147	11.93	0.000	.8204203	1.143088
5	.3704546	.0854183	4.34	0.000	.2030377	.5378715
6	.5306209	.1004288	5.28	0.000	.3337842	.7274577
7	1.587338	.1921395	8.26	0.000	1.210752	1.963925
8	1.131888	.1584643	7.14	0.000	.8213037	1.442472
9	1.755665	.2220858	7.91	0.000	1.320385	2.190945
10	.947659	.0582807	16.26	0.000	.833431	1.061887
11	1.502869	.1970487	7.63	0.000	1.116661	1.889077
12	1.230219	.1617396	7.61	0.000	.9132152	1.547223
13	.2906194	.0852781	3.41	0.001	.1234774	.4577614
14	.7615491	.1282896	5.94	0.000	.5101061	1.012992
15	.6568878	.165674	3.96	0.000	.3321727	.981603
16	1.574518	.1999492	7.87	0.000	1.182625	1.966412
17	.6436476	.1083851	5.94	0.000	.4312166	.8560786
18	-.0200992	.0834254	-0.24	0.810	-.1836101	.1434116
19	.2148128	.1059991	2.03	0.043	.0070585	.4225672
20	.4573448	.0855602	5.35	0.000	.2896498	.6250397
21	1.144369	.0679409	16.84	0.000	1.011207	1.277531
22	-.7173173	.1357611	-5.28	0.000	-.9834041	-.4512305
23	.5158456	.1056475	4.88	0.000	.3087803	.722911
24	1.101066	.0994812	11.07	0.000	.9060868	1.296046
25	1.243774	.1742311	7.14	0.000	.9022874	1.585261
26	1.187138	.0763553	15.55	0.000	1.037485	1.336792
27	1.286154	.1294911	9.93	0.000	1.032356	1.539951
28	1.425727	.1503551	9.48	0.000	1.131036	1.720417
29	1.709702	.1874183	9.12	0.000	1.342369	2.077035
30	.9960279	.0653677	15.24	0.000	.8679095	1.124146
31	1.144979	.1421131	8.06	0.000	.8664422	1.423515
32	-.0818014	.0634131	-1.29	0.197	-.2060888	.042486

33		1.941483	.2279094	8.52	0.000	1.494789	2.388178
34		.5336841	.2536775	2.10	0.035	.0364853	1.030883
35		1.373668	.1275951	10.77	0.000	1.123586	1.623749
36		1.183232	.1427504	8.29	0.000	.9034459	1.463017
37		1.284128	.1531867	8.38	0.000	.9838873	1.584368
38		1.406599	.1950235	7.21	0.000	1.02436	1.788838
39		0	(omitted)				
40		0	(omitted)				
41		0	(omitted)				
_cons		2.711758	.2994833	9.05	0.000	2.124781	3.298734
/sigma_u		1.73e-20	.0058616	0.00	1.000	-.0114885	.0114885
/sigma_e		.1351979	.0041448	32.62	0.000	.1270743	.1433215
rho		1.64e-38	1.11e-20			0	1

TG'nin Belirleyicileri 2. Tahmin Denklemi Marjinal Etkiler

		Delta-method					
		dy/dx	Std. Err.	z	P> z	[95% Conf. Interval]	
LBÜYÜK		-.5447679	.0829505	-6.57	0.000	-.7073478	-.3821879
LKBDG		-.314077	.053152	-5.91	0.000	-.4182531	-.2099009
LENF		-.0083699	.0233618	-0.36	0.720	-.0541583	.0374185
KBGSYİH		.0019328	.0010928	1.77	0.077	-.0002089	.0040746
KBG		-.0242431	.0298008	-0.81	0.416	-.0826517	.0341654
AÇIK		-.0689576	.0510143	-1.35	0.176	-.1689439	.0310286
FİNGEL		.0001027	.0003184	0.32	0.747	-.0005215	.0007268
HÜE		-.0105076	.040243	-0.26	0.794	-.0893825	.0683673
DKR		.0108157	.0082517	1.31	0.190	-.0053573	.0269887

2. Modelde Ülke Etkileri Dikkate Alındığında Marjinal Etkiler

TG	Coef.	Std. Err.	z	P> z	[95% Conf. Interval]	
LKBDG	-.2773668	.0535974	-5.18	0.000	-.3824158	-.1723179
LENF	-.0131863	.022654	-0.58	0.561	-.0575873	.0312147
KBGSYİH	.0028341	.0011096	2.55	0.011	.0006593	.005009
KBG	-.0346654	.0300782	-1.15	0.249	-.0936177	.0242868
AÇIK	-.0262677	.0687344	-0.38	0.702	-.1609846	.1084493
FİNGEL	.0002596	.0003111	0.83	0.404	-.0003501	.0008694
HÜE	.0391545	.0529441	0.74	0.460	-.064614	.142923
DKR	.006474	.0080614	0.80	0.422	-.0093259	.022274
LBÜYÜK	-.7272998	.099907	-7.28	0.000	-.9231139	-.5314857
id						
2	-.3381729	.0884609	-3.82	0.000	-.511553	-.1647928
3	-.0036401	.17608	-0.02	0.984	-.3487506	.3414704
4	-.1147695	.1179986	-0.97	0.331	-.3460425	.1165035
5	-.7492129	.1649338	-4.54	0.000	-1.072477	-.4259486
6	-.5890465	.1603852	-3.67	0.000	-.9033958	-.2746973
7	-.0315416	.1500213	-0.21	0.833	-.3255779	.2624947
8	-.486992	.2353428	-2.07	0.039	-.9482554	-.0257285
9	.136785	.1604992	0.85	0.394	-.1777876	.4513575
10	-.1488647	.1652131	-0.90	0.368	-.4726766	.1749471
11	-.1160111	.190572	-0.61	0.543	-.4895253	.2575031
12	-.3886611	.215527	-1.80	0.071	-.8110862	.033764
13	-.8290481	.1725639	-4.80	0.000	-1.167267	-.490829
14	-.3581184	.0884307	-4.05	0.000	-.5314393	-.1847974
15	-.9619922	.1652673	-5.82	0.000	-1.28591	-.6380743
16	-.0443618	.1439602	-0.31	0.758	-.3265187	.2377951
17	-.4760199	.1430174	-3.33	0.001	-.7563288	-.1957109
18	-.0200992	.0834254	-0.24	0.810	-.1836101	.1434116
19	-.9048547	.2245732	-4.03	0.000	-1.34501	-.4646993

20		-.6623227	.1292295	-5.13	0.000	-.9156078	-.4090376
21		.0478454	.1496907	0.32	0.749	-.245543	.3412337
22		-.7173173	.1357611	-5.28	0.000	-.9834041	-.4512305
23		-.6038218	.1127468	-5.36	0.000	-.8248015	-.3828421
24		.0045427	.1074774	0.04	0.966	-.2061091	.2151944
25		-.375106	.2101428	-1.79	0.074	-.7869784	.0367664
26		.0906146	.1608295	0.56	0.573	-.2246055	.4058346
27		-.3327265	.1988314	-1.67	0.094	-.722429	.056976
28		-.1931535	.2261871	-0.85	0.393	-.636472	.250165
29		.090822	.1748875	0.52	0.604	-.2519511	.4335951
30		-.1004959	.1600033	-0.63	0.530	-.4140966	.2131047
31		-.4739012	.1640335	-2.89	0.004	-.7954011	-.1524014
32		-1.201469	.1813896	-6.62	0.000	-1.556986	-.8459517
33		.3226033	.1670303	1.93	0.053	-.0047701	.6499768
34		-.5628397	.3669509	-1.53	0.125	-1.28205	.1563708
35		-.2452125	.1761684	-1.39	0.164	-.5904961	.1000712
36		-.4356485	.2099112	-2.08	0.038	-.847067	-.0242301
37		-.3347523	.179076	-1.87	0.062	-.6857348	.0162301
38		-.2122809	.2156819	-0.98	0.325	-.6350096	.2104478
39		-1.096524	.1746814	-6.28	0.000	-1.438893	-.7541545
40		-1.119667	.1871357	-5.98	0.000	-1.486447	-.7528882
41		-.5223563	.1019046	-5.13	0.000	-.7220856	-.322627
_cons		4.330638	.4581556	9.45	0.000	3.432669	5.228606
/sigma_u		0	.0058616	0.00	1.000	-.0114885	.0114885
/sigma_e		.1351979	.0041448	32.62	0.000	.1270743	.1433215
rho		0	(omitted)				

TG'nin Belirleyicileri 3. Tahmin Denklemi Marjinal Etkiler

		Delta-method					
		dy/dx	Std. Err.	z	P> z	[95% Conf. Interval]	
LBÜYÜK		-.4974153	.0773929	-6.43	0.000	-.6491027	-.3457279
LKBDG		-.3044078	.0527087	-5.78	0.000	-.4077151	-.2011006
LENF		-.0056439	.0233099	-0.24	0.809	-.0513305	.0400427
KBGSYİH		.0026336	.0010809	2.44	0.015	.0005151	.0047522
KBG		-.0418972	.0294584	-1.42	0.155	-.0996346	.0158401
AÇIK		-.0680599	.0461266	-1.48	0.140	-.1584664	.0223467
FİNGEL		-.000021	.0003189	-0.07	0.947	-.0006461	.0006041
HÜE		.0056925	.0455762	0.12	0.901	-.0836352	.0950202
DKR		.0079385	.008214	0.97	0.334	-.0081606	.0240377
EURO		-.4140705	.1206578	-3.43	0.001	-.6505555	-.1775855
DGÜ		.0650221	.1257415	0.52	0.605	-.1814268	.311471

3. Modelde Ülke Etkileri Dikkate Alındığında Marjinal Etkiler

TG	Coef.	Std. Err.	z	P> z	[95% Conf. Interval]	
LKBDG	-.2773668	.0535974	-5.18	0.000	-.3824158	-.1723179
LENF	-.0131863	.022654	-0.58	0.561	-.0575873	.0312147
KBGSYİH	.0028341	.0011096	2.55	0.011	.0006593	.005009
KBG	-.0346654	.0300782	-1.15	0.249	-.0936177	.0242868
AÇIK	-.0262677	.0687344	-0.38	0.702	-.1609846	.1084493
FİNGEL	.0002596	.0003111	0.83	0.404	-.0003501	.0008694
HÜE	.0391545	.0529441	0.74	0.460	-.064614	.142923
DKR	.006474	.0080614	0.80	0.422	-.0093259	.022274
LBÜYÜK	-.7272998	.099907	-7.28	0.000	-.9231139	-.5314857
EURO	-.5973112	.1404808	-4.25	0.000	-.8726485	-.3219739
DGÜ	.5223563	.1019046	5.13	0.000	.322627	.7220856
id						
2	.7814946	.1333793	5.86	0.000	.5200759	1.042913
3	.5187162	.1497998	3.46	0.001	.2251139	.8123184

4		-.1147695	.1179986	-0.97	0.331	-.3460425	.1165035
5		.3704546	.0854183	4.34	0.000	.2030377	.5378715
6		.5306209	.1004288	5.28	0.000	.3337842	.7274577
7		.4908147	.1342784	3.66	0.000	.2276338	.7539955
8		.0353643	.2025105	0.17	0.861	-.361549	.4322776
9		.6591412	.1601427	4.12	0.000	.3452672	.9730152
10		-.1488647	.1652131	-0.90	0.368	-.4726766	.1749471
11		.4063452	.171926	2.36	0.018	.0693765	.743314
12		.1336952	.1843087	0.73	0.468	-.2275431	.4949335
13		.2906194	.0852781	3.41	0.001	.1234774	.4577614
14		.7615491	.1282896	5.94	0.000	.5101061	1.012992
15		-.4396359	.1422103	-3.09	0.002	-.718363	-.1609089
16		.4779945	.1363332	3.51	0.000	.2107862	.7452027
17		.6436476	.1083851	5.94	0.000	.4312166	.8560786
18		-.0200992	.0834254	-0.24	0.810	-.1836101	.1434116
19		.2148128	.1059991	2.03	0.043	.0070585	.4225672
20		.4573448	.0855602	5.35	0.000	.2896498	.6250397
21		.0478454	.1496907	0.32	0.749	-.245543	.3412337
22		-.7173173	.1357611	-5.28	0.000	-.9834041	-.4512305
23		.5158456	.1056475	4.88	0.000	.3087803	.722911
24		.0045427	.1074774	0.04	0.966	-.2061091	.2151944
25		.1472503	.1810478	0.81	0.416	-.2075968	.5020974
26		.0906146	.1608295	0.56	0.573	-.2246055	.4058346
27		.1896298	.1659471	1.14	0.253	-.1356206	.5148802
28		.3292028	.1952123	1.69	0.092	-.0534064	.7118119
29		.6131782	.1563974	3.92	0.000	.306645	.9197115
30		-.1004959	.1600033	-0.63	0.530	-.4140966	.2131047
31		.048455	.1369642	0.35	0.724	-.2199899	.3169
32		-.0818014	.0634131	-1.29	0.197	-.2060888	.042486
33		.8449596	.1660789	5.09	0.000	.5194509	1.170468
34		-.5628397	.3669509	-1.53	0.125	-1.28205	.1563708
35		.2771438	.1484436	1.87	0.062	-.0138002	.5680879
36		.0867077	.1765936	0.49	0.623	-.2594094	.4328249
37		.1876039	.1498375	1.25	0.211	-.1060721	.48128
38		.3100753	.1952802	1.59	0.112	-.0726668	.6928175
39		-1.096524	.1746814	-6.28	0.000	-1.438893	-.7541545
40		0	(omitted)				
41		0	(omitted)				
_cons		3.808282	.4150513	9.18	0.000	2.994796	4.621767

/sigma_u		0	.0058616	0.00	1.000	-.0114885	.0114885
/sigma_e		.1351979	.0041448	32.62	0.000	.1270743	.1433215

rho		0	(omitted)				

EK 7: Probit Tahmin Denklemi Marjinal Etkiler Stata Tahmin Sonuçları⁶⁴

Borç Krizlerinin Belirleyicileri 1. Tahmin Denklemi Marjinal Etkiler

		Delta-method				
		dy/dx	Std. Err.	z	P> z	[95% Conf. Interval]
TGLBÜYÜK		.0677374	.0256563	2.64	0.008	.017452 .1180228
UO		.0057516	.0038339	1.50	0.134	-.0017627 .0132659
KBGSYİH		.0005476	.0002075	2.64	0.008	.000141 .0009543
LKBDG		.0272556	.0128633	2.12	0.034	.0020439 .0524672
NDTGSYİH		-.0350443	.03005	-1.17	0.244	-.0939412 .0238526
UVFO		-.0000408	.0003096	-0.13	0.895	-.0006475 .0005659
DKR		.0039028	.0055202	0.71	0.480	-.0069167 .0147222
PK		.010056	.0144334	0.70	0.486	-.0182329 .038345
PK(-1)		.0086117	.0127936	0.67	0.501	-.0164633 .0336866
BK		-.0004685	.0130526	-0.04	0.971	-.0260511 .025114
BK(-1)		.009755	.0126252	0.77	0.440	-.01499 .0345

Borç Krizlerinin Belirleyicileri 2. Tahmin Denklemi Marjinal Etkiler

		Delta-method				
		dy/dx	Std. Err.	z	P> z	[95% Conf. Interval]
TGLBÜYÜK		.0348555	.0130403	2.67	0.008	.0092969 .0604141
KBGSYİH		.0005905	.0001687	3.50	0.000	.0002598 .0009211
NDTGSYİH		-.0291669	.0195024	-1.50	0.135	-.0673909 .009057
UVFO		.000147	.0003309	0.44	0.657	-.0005016 .0007955
DKR		-.000356	.0059554	-0.06	0.952	-.0120284 .0113165
PK		.0072936	.0146828	0.50	0.619	-.0214842 .0360714
PK(-1)		.0086477	.0126552	0.68	0.494	-.016156 .0334514
BK		.0001459	.014316	0.01	0.992	-.027913 .0282048
BK(-1)		.0049439	.0133517	0.37	0.711	-.0212249 .0311128

Borç Krizlerinin Belirleyicileri 3. Tahmin Denklemi Marjinal Etkiler

		Delta-method				
		dy/dx	Std. Err.	z	P> z	[95% Conf. Interval]
TGLBUYUK		.065676	.0262243	2.50	0.012	.0142774 .1170746
KBGSYİH		.0006422	.0002012	3.19	0.001	.0002478 .0010366
LKBDG		.0328868	.013302	2.47	0.013	.0068154 .0589583
NDTGSYİH		-.0635827	.0260356	-2.44	0.015	-.1146115 -.0125539
UVFO		-.000054	.0003149	-0.17	0.864	-.0006712 .0005631
DKR		.001592	.0052272	0.30	0.761	-.0086532 .0118372
PK		.0150344	.0150718	1.00	0.319	-.0145059 .0445746
PK(-1)		.0127092	.0124313	1.02	0.307	-.0116557 .0370741
BK		.0028686	.0132918	0.22	0.829	-.0231828 .02892
BK(-1)		.0098026	.0125205	0.78	0.434	-.0147371 .0343423

⁶⁴ Ülkeleri temsil eden numaralar şöyledir; 1-ABD, 2-Almanya, 3-Arjantin, 4-Avustralya, 5-Avusturya, 6-Belçika, 7-Brezilya, 8-Çin, 9-Danimarka, 10-Endonezya, 11-Filipinler, 12-Finlandiya, 13-Fransa, 14-Güney Afrika, 15-Hindistan, 16-Hollanda, 17-İngiltere, 18-İrlanda, 19-İspanya, 20-İsveç, 21-İsviçre, 22-İtalya, 23-Kanada, 24-Kolombiya, 25-Kore, 26-Macaristan, 27-Malezya, 28-Meksika, 29-Norveç, 30-Polonya, 31-Portekiz, 32-Rusya, 33-Singapur, 34-Şili, 35-Tayland, 36-Türkiye, 37-Yeni Zelanda, 38-Yunanistan ve 39-Japonya.

Borç Krizlerinin Belirleyicileri 4. Tahmin Denklemini Marjinal Etkiler

	Delta-method				
	dy/dx	Std. Err.	z	P> z	[95% Conf. Interval]
UO	.00195	.0020375	0.96	0.339	-.0020434 .0059434
NDTGSYİH	-.0475787	.0282662	-1.68	0.092	-.1029793 .0078219
UVFO	.0005138	.0003295	1.56	0.119	-.000132 .0011597
DKR	.0034151	.0054594	0.63	0.532	-.007285 .0141152
PK	.0015838	.0154903	0.10	0.919	-.0287767 .0319442
PK(-1)	.0148356	.0133345	1.11	0.266	-.0112996 .0409709
BK	-.0054162	.0158808	-0.34	0.733	-.0365419 .0257096
BK(-1)	.0166917	.0152159	1.10	0.273	-.013131 .0465144

Para Krizlerinin Belirleyicileri 1. Tahmin Denklemini Marjinal Etkiler

	Delta-method				
	dy/dx	Std. Err.	z	P> z	[95% Conf. Interval]
TGLBÜYÜK	-.0097436	.0135293	-0.72	0.471	-.0362606 .0167734
UO	.0006721	.0069488	0.10	0.923	-.0129473 .0142915
KBGSYİH	-.0005299	.0005555	-0.95	0.340	-.0016187 .0005589
NDTGSYİH	-.02612	.0340013	-0.77	0.442	-.0927614 .0405213
DTHBÜYÜME	.000584	.0025101	0.23	0.816	-.0043357 .0055036
UVFO	.0046191	.0013449	3.43	0.001	.0019832 .007255
DKR	.0043248	.0131455	0.33	0.742	-.02144 .0300896
M2BÜYÜME	.0008418	.0012833	0.66	0.512	-.0016735 .0033571
M2REZERV	.000163	.0002538	0.64	0.521	-.0003344 .0006605
BK	.1023664	.0485513	2.11	0.035	.0072077 .1975252
BK(-1)	-.0669739	.0526593	-1.27	0.203	-.1701842 .0362364

1. Modelde Ülke Etkileri Dikkate Alındığında Marjinal Etkiler

PK	Coef.	Std. Err.	z	P> z	[95% Conf. Interval]
TGLBÜYÜK	-.3927112	.3394517	-1.16	0.247	-1.058024 .2726019
UO	.018437	.0750641	0.25	0.806	-.1286858 .1655599
KBGSYİH	-.0026989	.008809	-0.31	0.759	-.0199641 .0145664
NDTGSYİH	1.280342	1.044099	1.23	0.220	-.7660546 3.326738
DTHBÜYÜME	-.0016762	.0170298	-0.10	0.922	-.035054 .0317017
UVFO	.0409947	.0165912	2.47	0.013	.0084765 .0735129
DKR	.0349826	.1325817	0.26	0.792	-.2248728 .2948379
M2BÜYÜME	.0051674	.0082695	0.62	0.532	-.0110406 .0213754
M2REZERV	.0047585	.0049118	0.97	0.333	-.0048684 .0143854
BK	.5802058	.3084185	1.88	0.060	-.0242834 1.184695
BK(-1)	-.320441	.3390824	-0.95	0.345	-.9850302 .3441482
id					
2	-.5759166	.9291063	-0.62	0.535	-2.396931 1.245098
3	.9973108	1.275283	0.78	0.434	-1.502199 3.49682
4	.5962209	1.159872	0.51	0.607	-1.677087 2.869529
5	-.8805364	1.097166	-0.80	0.422	-3.030941 1.269869
6	-1.428815	1.491355	-0.96	0.338	-4.351817 1.494187
7	.1517397	1.336369	0.11	0.910	-2.467495 2.770975
8	.4932169	1.486157	0.33	0.740	-2.419596 3.40603
9	.3393891	1.44897	0.23	0.815	-2.500539 3.179318

10		.9707236	1.357165	0.72	0.474	-1.689272	3.630719
11		.2026363	1.401894	0.14	0.885	-2.545025	2.950298
12		0	(empty)				
13		-.2536704	.8308622	-0.31	0.760	-1.88213	1.37479
14		.2932037	.7954398	0.37	0.712	-1.26583	1.852237
15		1.365281	1.281359	1.07	0.287	-1.146136	3.876699
16		-1.381067	1.37064	-1.01	0.314	-4.067473	1.305338
17		-.1420162	1.201524	-0.12	0.906	-2.496959	2.212927
18		-3.855699	2.930203	-1.32	0.188	-9.598791	1.887392
19		-.7905537	.8495413	-0.93	0.352	-2.455624	.8745167
20		.95545	1.375466	0.69	0.487	-1.740413	3.651313
21		0	(empty)				
22		-.0611499	.785496	-0.08	0.938	-1.600694	1.478394
23		.4319716	1.117412	0.39	0.699	-1.758117	2.62206
24		1.239406	1.155225	1.07	0.283	-1.024794	3.503606
25		.4516676	1.455886	0.31	0.756	-2.401816	3.305151
26		0	(empty)				
27		-1.306465	2.19972	-0.59	0.553	-5.617837	3.004908
28		.4748849	1.313185	0.36	0.718	-2.098911	3.04868
29		0	(empty)				
30		.2095512	1.131907	0.19	0.853	-2.008946	2.428049
31		-.4937389	.8224544	-0.60	0.548	-2.10572	1.118242
32		.8255248	1.568968	0.53	0.599	-2.249595	3.900645
33		0	(empty)				
34		.8861412	1.567504	0.57	0.572	-2.18611	3.958392
35		-.0463612	1.522273	-0.03	0.976	-3.029962	2.937239
36		.3238038	1.146943	0.28	0.778	-1.924163	2.57177
37		-.2091818	.9350546	-0.22	0.823	-2.041855	1.623492
38		-.3942247	.9473174	-0.42	0.677	-2.250933	1.462483
39		0	(empty)				
_cons		-2.114732	.8648012	-2.45	0.014	-3.809711	-.4197531

Para Krizlerinin Belirleyicileri 2. Tahmin Denklemi Marjinal Etkiler

		Delta-method				
		dy/dx	Std. Err.	z	P> z	[95% Conf. Interval]
TGLBÜYÜK		-.0079487	.0107075	-0.74	0.458	-.0289351 .0130376
KBGSYİH		-.000608	.000445	-1.37	0.172	-.0014802 .0002642
NDTGSYİH		-.0162371	.0264845	-0.61	0.540	-.0681457 .0356715
UVFO		.0047203	.0011787	4.00	0.000	.00241 .0070306
M2BÜYÜME		.0009267	.0010206	0.91	0.364	-.0010736 .002927
M2REZERV		.0002033	.0002043	1.00	0.319	-.000197 .0006037

2. Modelde Ülke Etkileri Dikkate Alındığında Marjinal Etkiler

PK		Coef.	Std. Err.	z	P> z	[95% Conf. Interval]
TGLBÜYÜK		.114296	.1757852	0.65	0.516	-.2302366 .4588286
KBGSYİH		-.0057448	.0062573	-0.92	0.359	-.0180089 .0065193
NDTGSYİH		.5821739	.7889244	0.74	0.461	-.9640895 2.128437
UVFO		.0381281	.0135355	2.82	0.005	.0115991 .0646571
M2BÜYÜME		.0042496	.0071118	0.60	0.550	-.0096893 .0181885
M2REZERV		.0011486	.0014999	0.77	0.444	-.0017911 .0040884
id						
2		-.2723305	.7720385	-0.35	0.724	-1.785498 1.240837

3		-.6318707	.8396074	-0.75	0.452	-2.277471	1.01373
4		-.3946083	.7554795	-0.52	0.601	-1.875321	1.086104
5		-.4541693	.8946511	-0.51	0.612	-2.207653	1.299315
6		-.5539869	1.205542	-0.46	0.646	-2.916806	1.808832
7		-1.457137	.9861558	-1.48	0.140	-3.389967	.4756925
8		-1.316833	1.035924	-1.27	0.204	-3.347207	.7135417
9		-1.006639	.9917857	-1.01	0.310	-2.950503	.9372253
10		-.6273008	.9718762	-0.65	0.519	-2.532143	1.277542
11		-.8017435	1.033874	-0.78	0.438	-2.8281	1.224613
12		-.9811446	.8293117	-1.18	0.237	-2.606566	.6442765
13		-.1478205	.6903595	-0.21	0.830	-1.5009	1.205259
14		.1140336	.6831595	0.17	0.867	-1.224934	1.453002
15		-.4587723	.7876232	-0.58	0.560	-2.002486	1.084941
16		-.8567269	1.06534	-0.80	0.421	-2.944755	1.231301
17		-.5127722	.6851126	-0.75	0.454	-1.855568	.8300238
18		-.8692691	1.179554	-0.74	0.461	-3.181152	1.442614
19		-.3820017	.7232097	-0.53	0.597	-1.799467	1.035463
20		-.6484195	.967835	-0.67	0.503	-2.545341	1.248502
21		-.638239	.7528274	-0.85	0.397	-2.113754	.8372756
22		.09347	.6264062	0.15	0.881	-1.134264	1.321204
23		-.7772362	.8289804	-0.94	0.348	-2.402008	.8475356
24		-.3005132	.8133588	-0.37	0.712	-1.894667	1.293641
25		-1.0744	1.022875	-1.05	0.294	-3.079199	.9303993
26		0	(empty)				
27		-1.703307	1.694331	-1.01	0.315	-5.024134	1.61752
28		-.9846989	.9351226	-1.05	0.292	-2.817506	.8481078
29		0	(empty)				
30		-.6375935	.9182501	-0.69	0.487	-2.437331	1.162144
31		-.2396673	.7327231	-0.33	0.744	-1.675778	1.196444
32		-1.071183	1.061931	-1.01	0.313	-3.152531	1.010164
33		0	(empty)				
34		-.6397812	1.149475	-0.56	0.578	-2.892711	1.613148
35		-.856563	1.146465	-0.75	0.455	-3.103593	1.390467
36		-.9056669	.8849557	-1.02	0.306	-2.640148	.8288143
37		-.5019281	.6811511	-0.74	0.461	-1.83696	.8331035
38		.118992	.7642782	0.16	0.876	-1.378966	1.61695
39		0	(empty)				
_cons		-1.339094	.587025	-2.28	0.023	-2.489642	-.1885465

Para Krizlerinin Belirleyicileri 3. Tahmin Denklemi Marjinal Etkiler

		Delta-method					
		dy/dx	Std. Err.	z	P> z	[95% Conf. Interval]	
UO		.0037036	.0052244	0.71	0.478	-.0065361	.0139433
KBGSYİH		-.0005771	.0004483	-1.29	0.198	-.0014557	.0003016
NDTGSYİH		-.019731	.0278443	-0.71	0.479	-.0743048	.0348428
UVFO		.0044912	.001092	4.11	0.000	.0023509	.0066314
M2BÜYÜME		.0008465	.0010157	0.83	0.405	-.0011443	.0028372
M2REZERV		.0001292	.0002225	0.58	0.562	-.000307	.0005654
BK		.0781683	.0408432	1.91	0.056	-.0018828	.1582195
BK(-1)		-.0564228	.0435646	-1.30	0.195	-.1418079	.0289623

3. Modelde Ülke Etkileri Dikkate Alındığında Marjinal Etkiler

PK		Coef.	Std. Err.	z	P> z	[95% Conf. Interval]	
UO		.0340733	.0533194	0.64	0.523	-.0704309	.1385775
KBGSYİH		-.0047502	.006393	-0.74	0.457	-.0172802	.0077798

NDTGSYİH		.282209	.796683	0.35	0.723	-1.279261	1.843679
UVFO		.0377451	.0131405	2.87	0.004	.0119902	.0635
M2BÜYÜME		.0050183	.0070354	0.71	0.476	-.0087709	.0188076
M2REZERV		-.0002212	.0017662	-0.13	0.900	-.0036828	.0032404
BK		.5756562	.2686449	2.14	0.032	.0491219	1.10219
BK(-1)		-.3570274	.2939079	-1.21	0.224	-.9330764	.2190215
id							
2		-.170156	.7768723	-0.22	0.827	-1.692798	1.352486
3		-.3791243	.6680809	-0.57	0.570	-1.688539	.9302902
4		.0623256	.6395783	0.10	0.922	-1.191225	1.315876
5		-.2690979	.9010748	-0.30	0.765	-2.035172	1.496976
6		-.267865	1.22713	-0.22	0.827	-2.672996	2.137266
7		-1.056393	.8686855	-1.22	0.224	-2.758985	.6461996
8		-.8507616	.8055771	-1.06	0.291	-2.429664	.7281405
9		-.5751124	.8317361	-0.69	0.489	-2.205285	1.05506
10		-.1295586	.7617721	-0.17	0.865	-1.622605	1.363487
11		-.3505566	.8640852	-0.41	0.685	-2.044132	1.343019
12		-.6952647	.7422298	-0.94	0.349	-2.150008	.759479
13		-.2063112	.6919304	-0.30	0.766	-1.56247	1.149848
14		.3460423	.6876486	0.50	0.615	-1.001724	1.693809
15		-.0748703	.5499535	-0.14	0.892	-1.152759	1.003019
16		-.5213402	1.065729	-0.49	0.625	-2.610131	1.56745
17		-.5009675	.6811144	-0.74	0.462	-1.835927	.8339922
18		-.2505735	1.141337	-0.22	0.826	-2.487553	1.986407
19		-.3285051	.7152117	-0.46	0.646	-1.730294	1.073284
20		-.114508	.7453811	-0.15	0.878	-1.575428	1.346412
21		-.5165879	.7580119	-0.68	0.496	-2.002264	.9690882
22		.1408088	.6413194	0.22	0.826	-1.116154	1.397772
23		-.2865269	.7497504	-0.38	0.702	-1.756011	1.182957
24		.0938631	.6375796	0.15	0.883	-1.15577	1.343496
25		-.5159636	.8015471	-0.64	0.520	-2.086967	1.05504
26		0	(empty)				
27		-.9337466	1.557217	-0.60	0.549	-3.985836	2.118343
28		-.5392307	.73825	-0.73	0.465	-1.986174	.9077128
29		0	(empty)				
30		-.2001212	.8148904	-0.25	0.806	-1.797277	1.397035
31		-.2625357	.7340575	-0.36	0.721	-1.701262	1.176191
32		-.5934815	.8238551	-0.72	0.471	-2.208208	1.021245
33		0	(empty)				
34		-.0352204	.9363533	-0.04	0.970	-1.870439	1.799998
35		-.2866402	1.005544	-0.29	0.776	-2.257469	1.684189
36		-.5686292	.7646681	-0.74	0.457	-2.067351	.9300928
37		-.1439948	.6839389	-0.21	0.833	-1.48449	1.196501
38		.0516621	.7681523	0.07	0.946	-1.453889	1.557213
39		0	(empty)				
_cons		-1.41007	.6067543	-2.32	0.020	-2.599286	-.220853

Bankacılık Krizlerinin Belirleyicileri 1. Tahmin Denklemi Marjinal Etkiler

		Delta-method				
		dy/dx	Std. Err.	z	P> z	[95% Conf. Interval]
TGLBÜYÜK		.0619864	.017191	3.61	0.000	.0282926 .0956802
UO		.0380435	.0076803	4.95	0.000	.0229904 .0530967
KBGSYİH		.0005685	.0006718	0.85	0.397	-.0007482 .0018853
DTHBÜYÜME		-.0029762	.0033579	-0.89	0.375	-.0095575 .0036051
NDTGSYİH		.0363564	.0314278	1.16	0.247	-.025241 .0979538
UVFO		-.0013931	.0022279	-0.63	0.532	-.0057596 .0029734

DKR		.0118111	.0160517	0.74	0.462	-.0196497	.043272
M2BÜYÜME		-.0008068	.0016736	-0.48	0.630	-.004087	.0024733
M2REZERV		.0001956	.0003336	0.59	0.558	-.0004582	.0008493
PK		.0959137	.055464	1.73	0.084	-.0127938	.2046212
PK(-1)		.0742842	.0557511	1.33	0.183	-.0349859	.1835544

1. Modelde Ülke Etkileri Dikkate Alındığında Marjinal Etkiler

BK		Coef.	Std. Err.	z	P> z	[95% Conf. Interval]
TGLBÜYÜK		1.327379	.4793349	2.77	0.006	.3879003 2.266859
UO		.4616379	.0934221	4.94	0.000	.278534 .6447418
KBGSYİH		.0021434	.0080222	0.27	0.789	-.0135798 .0178666
DTHBÜYÜME		.0106978	.01778	0.60	0.547	-.0241503 .0455459
NDTGSYİH		.7667399	.868054	0.88	0.377	-.9346147 2.468094
UVFO		.0673514	.0213088	3.16	0.002	.0255869 .109116
DKR		.5070954	.1387343	3.66	0.000	.2351812 .7790097
M2BÜYÜME		-.0216876	.0094733	-2.29	0.022	-.0402549 -.0031204
M2REZERV		.0003706	.00393	0.09	0.925	-.007332 .0080731
PK		.5573665	.2777291	2.01	0.045	.0130276 1.101706
PK(-1)		.1972347	.2772799	0.71	0.477	-.346224 .7406934
id						
2		1.866875	.8711703	2.14	0.032	.159413 3.574338
3		-3.456552	1.67552	-2.06	0.039	-6.74051 -.1725934
4		0	(empty)			
5		1.825845	1.004378	1.82	0.069	-.1427 3.794389
6		1.294	1.306038	0.99	0.322	-1.265787 3.853787
7		0	(empty)			
8		-.9172777	1.855959	-0.49	0.621	-4.554891 2.720335
9		-2.040242	1.657274	-1.23	0.218	-5.28844 1.207956
10		-2.541221	1.737265	-1.46	0.144	-5.946197 .8637551
11		-2.582512	1.694002	-1.52	0.127	-5.902694 .7376711
12		0	(empty)			
13		.8943331	.7909644	1.13	0.258	-.6559286 2.444595
14		0	(empty)			
15		-3.16035	1.795933	-1.76	0.078	-6.680314 .359614
16		1.425549	1.212777	1.18	0.240	-.951451 3.802548
17		-4.51144	1.233168	-3.66	0.000	-6.928405 -2.094475
18		-1.623946	2.359795	-0.69	0.491	-6.249058 3.001167
19		.0219799	.7935392	0.03	0.978	-1.533328 1.577288
20		0	(empty)			
21		-.4283558	.8490371	-0.50	0.614	-2.092438 1.235726
22		0	(empty)			
23		0	(empty)			
24		-4.055279	1.753948	-2.31	0.021	-7.492954 -.6176049
25		-1.26836	1.774809	-0.71	0.475	-4.746921 2.210201
26		-2.306919	1.798409	-1.28	0.200	-5.831736 1.217898
27		-1.861665	2.156995	-0.86	0.388	-6.089297 2.365967
28		-2.755342	1.822538	-1.51	0.131	-6.327451 .8167676
29		0	(empty)			
30		0	(empty)			
31		-.5265529	.7486382	-0.70	0.482	-1.993857 .940751
32		-2.848099	1.969697	-1.45	0.148	-6.708634 1.012436
33		0	(empty)			
34		0	(empty)			
35		-1.073902	1.697117	-0.63	0.527	-4.40019 2.252385

36		-5.867986	2.121636	-2.77	0.006	-10.02632	-1.709655
37		0	(empty)				
38		.7784624	.922127	0.84	0.399	-1.028873	2.585798
39		1.636349	1.360741	1.20	0.229	-1.030654	4.303352
_cons		-5.461494	.9745367	-5.60	0.000	-7.37155	-3.551437

Bankacılık Krizlerinin Belirleyicileri 2. Tahmin Denklemi Marjinal Etkiler

		Delta-method					
		dy/dx	Std. Err.	z	P> z	[95% Conf. Interval]	
TGLBÜYÜK		.0435948	.0171053	2.55	0.011	.010069	.0771206
KBGSYİH		.0010405	.0006406	1.62	0.104	-.0002149	.002296
DTHBÜYÜME		-.0026706	.0034429	-0.78	0.438	-.0094186	.0040774
NDTGSYİH		.0031833	.0320395	0.10	0.921	-.059613	.0659797
UVFO		-.0012139	.002333	-0.52	0.603	-.0057865	.0033587
DKR		-.0035231	.0163136	-0.22	0.829	-.0354972	.0284509
M2BÜYÜME		-.0012688	.0017527	-0.72	0.469	-.0047039	.0021663
M2REZERV		.0009493	.0003144	3.02	0.003	.0003331	.0015654
PK		.1001485	.0574619	1.74	0.081	-.0124747	.2127717
PK(-1)		.0852389	.0576917	1.48	0.140	-.0278348	.1983126

2. Modelde Ülke Etkileri Dikkate Alındığında Marjinal Etkiler

BK		Coef.	Std. Err.	z	P> z	[95% Conf. Interval]	
TGLBÜYÜK		1.269404	.4419364	2.87	0.004	.4032246	2.135583
KBGSYİH		.0184254	.0073692	2.50	0.012	.003982	.0328689
DTHBÜYÜME		.0118915	.0169777	0.70	0.484	-.0213842	.0451672
NDTGSYİH		.2065692	.8253895	0.25	0.802	-1.411165	1.824303
UVFO		.0725908	.0205617	3.53	0.000	.0322907	.1128909
DKR		.4394855	.1253119	3.51	0.000	.1938788	.6850923
M2BÜYÜME		-.0242486	.0089699	-2.70	0.007	-.0418293	-.006668
M2REZERV		.003583	.0026012	1.38	0.168	-.0015153	.0086814
PK		.5530554	.267359	2.07	0.039	.0290414	1.077069
PK(-1)		.3569663	.2688266	1.33	0.184	-.1699241	.8838568
id							
2		1.404558	.7720811	1.82	0.069	-.1086934	2.917809
3		-4.069166	1.546778	-2.63	0.009	-7.100796	-1.037536
4		0	(empty)				
5		1.44845	.8891358	1.63	0.103	-.2942246	3.191124
6		.8436362	1.199122	0.70	0.482	-1.5066	3.193873
7		0	(empty)				
8		-1.78298	1.659624	-1.07	0.283	-5.035783	1.469822
9		-1.741192	1.481425	-1.18	0.240	-4.644731	1.162347
10		-3.431526	1.580455	-2.17	0.030	-6.52916	-.333892
11		-3.355036	1.531374	-2.19	0.028	-6.356473	-.353599
12		0	(empty)				
13		1.607857	.6824669	2.36	0.018	.2702466	2.945468
14		0	(empty)				
15		-4.431952	1.610059	-2.75	0.006	-7.587608	-1.276295
16		1.670961	1.117845	1.49	0.135	-.5199754	3.861897
17		-.5012939	.9068036	-0.55	0.580	-2.278596	1.276008
18		.6544191	1.711128	0.38	0.702	-2.699331	4.008169
19		.8250638	.6802513	1.21	0.225	-.5082043	2.158332
20		0	(empty)				
21		.3169575	.7753192	0.41	0.683	-1.20264	1.836555

22		0	(empty)				
23		0	(empty)				
24		-4.760875	1.582128	-3.01	0.003	-7.861789	-1.65996
25		-2.237868	1.593182	-1.40	0.160	-5.360447	.8847102
26		-2.844738	1.645999	-1.73	0.084	-6.070836	.3813595
27		-2.31638	1.985743	-1.17	0.243	-6.208364	1.575604
28		-3.662632	1.629962	-2.25	0.025	-6.8573	-.4679645
29		0	(empty)				
30		0	(empty)				
31		.5479012	.6580249	0.83	0.405	-.7418039	1.837606
32		-3.528991	1.786969	-1.97	0.048	-7.031386	-.0265959
33		0	(empty)				
34		0	(empty)				
35		-2.185169	1.526799	-1.43	0.152	-5.177641	.8073023
36		-7.00881	1.95178	-3.59	0.000	-10.83423	-3.183392
37		0	(empty)				
38		.5982195	.778864	0.77	0.442	-.9283259	2.124765
39		-2.118228	1.036585	-2.04	0.041	-4.149898	-.0865583
_cons		-4.247114	.7942704	-5.35	0.000	-5.803856	-2.690373

Bankacılık Krizlerinin Belirleyicileri 3. Tahmin Denklemi Marjinal Etkiler

		Delta-method					
		dy/dx	Std. Err.	z	P> z	[95% Conf. Interval]	
TGLBÜYÜK		.0122784	.0213543	0.57	0.565	-.0295753	.054132
KBGSYİH		.0009247	.0006391	1.45	0.148	-.000328	.0021773
LKBDG		-.10871	.0446328	-2.44	0.015	-.1961887	-.0212314
DTHBÜYÜME		-.0025968	.0034606	-0.75	0.453	-.0093795	.004186
NDTGSYİH		.0155341	.0322856	0.48	0.630	-.0477444	.0788127
UVFO		-.0015346	.002387	-0.64	0.520	-.006213	.0031437
DKR		-.0077757	.0163477	-0.48	0.634	-.0398167	.0242653
M2BÜYÜME		-.0015755	.0018112	-0.87	0.384	-.0051255	.0019745
M2REZERV		.0009828	.0003125	3.14	0.002	.0003702	.0015954
PK		.0973248	.0571123	1.70	0.088	-.0146132	.2092627
PK(-1)		.0736948	.0578487	1.27	0.203	-.0396867	.1870763

3. Modelde Ülke Etkileri Dikkate Alındığında Marjinal Etkiler

BK		Coef.	Std. Err.	z	P> z	[95% Conf. Interval]	
TGLBÜYÜK		1.412179	.4674478	3.02	0.003	.4959985	2.32836
KBGSYİH		.0189021	.0073257	2.58	0.010	.004544	.0332601
LKBDG		.657003	.7333768	0.90	0.370	-.7803892	2.094395
DTHBÜYÜME		.0101598	.0170244	0.60	0.551	-.0232075	.0435271
NDTGSYİH		-.1289318	.9020777	-0.14	0.886	-1.896972	1.639108
UVFO		.0773928	.0213164	3.63	0.000	.0356134	.1191722
DKR		.466346	.1305543	3.57	0.000	.2104643	.7222278
M2BÜYÜME		-.0235052	.0090092	-2.61	0.009	-.041163	-.0058474
M2REZERV		.003074	.0026599	1.16	0.248	-.0021392	.0082873
PK		.5532745	.267228	2.07	0.038	.0295172	1.077032
PK(-1)		.4082443	.2739023	1.49	0.136	-.1285942	.9450829
id							
2		1.684564	.8362582	2.01	0.044	.0455276	3.3236
3		-3.991923	1.530907	-2.61	0.009	-6.992446	-.9913999
4		0	(empty)				
5		1.766998	.9596712	1.84	0.066	-.1139235	3.647919

6		1.340133	1.31974	1.02	0.310	-1.246511	3.926776
7		0	(empty)				
8		-1.12792	1.784294	-0.63	0.527	-4.625072	2.369232
9		-1.94081	1.492062	-1.30	0.193	-4.865198	.9835789
10		-2.805519	1.699846	-1.65	0.099	-6.137156	.5261179
11		-2.576944	1.738926	-1.48	0.138	-5.985176	.8312894
12		0	(empty)				
13		1.792649	.7184748	2.50	0.013	.3844644	3.200834
14		0	(empty)				
15		-3.756287	1.752263	-2.14	0.032	-7.190659	-.321914
16		2.096767	1.214743	1.73	0.084	-.2840855	4.477619
17		-.5333641	.9027114	-0.59	0.555	-2.302646	1.235918
18		1.269996	1.838511	0.69	0.490	-2.333419	4.873411
19		1.048191	.7286826	1.44	0.150	-.3800002	2.476383
20		0	(empty)				
21		.4142592	.7835231	0.53	0.597	-1.121418	1.949936
22		0	(empty)				
23		0	(empty)				
24		-4.507925	1.593416	-2.83	0.005	-7.630964	-1.384886
25		-2.216417	1.578832	-1.40	0.160	-5.310871	.8780363
26		-2.455837	1.689421	-1.45	0.146	-5.76704	.8553668
27		-1.531289	2.147316	-0.71	0.476	-5.73995	2.677373
28		-3.55318	1.618952	-2.19	0.028	-6.726268	-.3800926
29		0	(empty)				
30		0	(empty)				
31		.8525573	.7436438	1.15	0.252	-.6049577	2.310072
32		-3.32491	1.781742	-1.87	0.062	-6.81706	.16724
33		0	(empty)				
34		0	(empty)				
35		-1.478228	1.701986	-0.87	0.385	-4.814059	1.857602
36		-7.089499	1.951765	-3.63	0.000	-10.91489	-3.264111
37		0	(empty)				
38		.8973132	.8522351	1.05	0.292	-.773037	2.567663
39		-2.138218	1.033151	-2.07	0.038	-4.163156	-.1132795
_cons		-7.307973	3.518335	-2.08	0.038	-14.20378	-.412163

Bankacılık Krizlerinin Belirleyicileri 4. Tahmin Denklemi Marjinal Etkiler

		Delta-method				
		dy/dx	Std. Err.	z	P> z	[95% Conf. Intervall
UO		.0316512	.0075279	4.20	0.000	.0168967 .0464057
KBGSYİH		-.0002198	.0006445	-0.34	0.733	-.0014831 .0010434
DTHBÜYÜME		-.0023922	.003488	-0.69	0.493	-.0092286 .0044441
NDTGSYİH		.0391994	.0319283	1.23	0.220	-.0233788 .1017777
UVFO		.0008223	.002131	0.39	0.700	-.0033544 .004999
DKR		.0167399	.0160134	1.05	0.296	-.0146457 .0481256
M2BÜYÜME		.0002363	.0016645	0.14	0.887	-.003026 .0034986
M2REZERV		-.0000276	.0003302	-0.08	0.933	-.0006748 .0006196
PK		.0914663	.0558821	1.64	0.102	-.0180606 .2009931
PK (-1)		.0719765	.0562988	1.28	0.201	-.0383671 .1823202

4. Modelde Ülke Etkileri Dikkate Alındığında Marjinal Etkiler

BK		Coef.	Std. Err.	z	P> z	[95% Conf. Interval]	
UO		.4610485	.092654	4.98	0.000	.2794499	.6426471
KBGSYİH		.0062368	.0078239	0.80	0.425	-.0090977	.0215713

DTHBÜYÜME		.0069546	.017667	0.39	0.694	-.0276721	.0415813
NDTGSYİH		.6440751	.8375623	0.77	0.442	-.9975167	2.285667
UVFO		.0634473	.0206575	3.07	0.002	.0229594	.1039351
DKR		.3797697	.1291334	2.94	0.003	.1266728	.6328666
M2BÜYÜME		-.0179246	.0092993	-1.93	0.054	-.0361508	.0003016
M2REZERV		.0009347	.0038631	0.24	0.809	-.0066368	.0085062
PK		.5025811	.2699084	1.86	0.063	-.0264297	1.031592
PK(-1)		.135015	.2731675	0.49	0.621	-.4003836	.6704135
id							
2		1.555247	.8522686	1.82	0.068	-.1151684	3.225663
3		.7040649	.7679358	0.92	0.359	-.8010615	2.209191
4		0	(empty)				
5		1.561098	.9835056	1.59	0.112	-.3665375	3.488734
6		.9750158	1.268427	0.77	0.442	-1.511056	3.461087
7		0	(empty)				
8		3.630968	.8823572	4.12	0.000	1.901579	5.360356
9		1.680012	.9710588	1.73	0.084	-.223228	3.583253
10		1.700896	.8427375	2.02	0.044	.0491607	3.352631
11		1.362322	.928161	1.47	0.142	-.4568398	3.181485
12		0	(empty)				
13		.5393982	.778173	0.69	0.488	-.9857927	2.064589
14		0	(empty)				
15		1.429619	.7195021	1.99	0.047	.0194206	2.839817
16		1.218549	1.180919	1.03	0.302	-1.09601	3.533107
17		-2.629335	1.006935	-2.61	0.009	-4.602891	-.6557791
18		-1.868454	2.306743	-0.81	0.418	-6.389587	2.65268
19		.0678122	.7821154	0.09	0.931	-1.465106	1.60073
20		0	(empty)				
21		-.31818	.8340156	-0.38	0.703	-1.952821	1.316461
22		0	(empty)				
23		0	(empty)				
24		-.0535636	.9534363	-0.06	0.955	-1.922264	1.815137
25		2.956435	.9366257	3.16	0.002	1.120682	4.792187
26		1.145568	1.259574	0.91	0.363	-1.323152	3.614288
27		2.049615	1.612456	1.27	0.204	-1.110741	5.209971
28		1.656249	.8416277	1.97	0.049	.0066891	3.305809
29		0	(empty)				
30		0	(empty)				
31		-.5101832	.7451415	-0.68	0.494	-1.970634	.9502673
32		1.86678	1.048037	1.78	0.075	-.187335	3.920896
33		0	(empty)				
34		0	(empty)				
35		2.473937	1.111562	2.23	0.026	.2953159	4.652559
36		-1.747463	1.453344	-1.20	0.229	-4.595966	1.101039
37		0	(empty)				
38		.2248469	.906393	0.25	0.804	-1.551651	2.001345
39		1.098768	1.32837	0.83	0.408	-1.50479	3.702326
_cons		-5.211126	.9590154	-5.43	0.000	-7.090762	-3.331491