

## FİNANSAL İSTİKRARSIZLIK VE DIŞ BORÇ: TÜRKİYE ÖRNEĞİ

İsmail SEYREK\*

### Özet

Bu makale finansal istikrarsızlık teorisinin dış borç problemine uygulamasını ele almaktadır. Çalışmada ilk olarak kapitalizmin istikrarsızlık teorilerine değinilmiş daha sonra finansal istikrarsızlık teorisi ve arkasındaki mantık ortaya çıkarılmaya çalışılmıştır. Son bölümde Türkiye ekonomisinde dış borcun gerçekten istikrarsızlandırıcı bir unsur olup olmadığını göstermek için Türkiye ile ilgili veriler ve ekonometrik analizler sunulmuştur. Ekonometrik analiz sonuçlarına göre yüksek borç stokunun Türkiye’de enflasyona neden olduğu söylenebilir. Yürütülen tahmin istatistiksel olarak anlamlı olmadığı için yüksek dış borç stokunun Türkiye’de büyümeyi yavaşlattığını söylemek mümkün değildir.

**Anahtar Kelimeler:** Finansal istikrarsızlık, dış borç, Türkiye.

### Abstract

This paper deals with the application of the financial instability theory to the problem of external debt. Firstly, it surveys different thought on the theories of instability of capitalism. Later, it presents the theories of instability and their logic behind. Next, it links vicious cycles of external debt problems to the financial instability process. Last section presents econometric analysis and data on Turkey in order to show that external debt is in fact a financially instabilizing factor in the Turkish economy. According to econometric analysis, the high level of external debt can be surely said to lead inflationary process in Turkey. On the other hand, it is not possible to say that the high level of external debt stock leads to growth slowdown in Turkey because the estimation carried out is not statistically significant.

**Keywords:** Financail instability, foreign debt, Turkey.

---

\* Yrd. Doç. Dr., Gazi Üniversitesi Çorum İktisadi ve İdari Bilimler Fakültesi

## Giriş

Küreselleşmenin yoğunlaştığı son 10-15 yıl içinde dünya ekonomileri dış gelişmelere daha duyarlı hale gelmiş, Güney Doğu Asya ve Rusya krizi örneklerinde olduğu gibi zaman zaman yerel krizlerin yayılıp küreselleşmesi sonucunda ciddi ekonomik rahatsızlıklara maruz kalmışlardır. Gelişmiş ülkeler her ne kadar küreselleşmeyi kendiliğinden oluşan bir süreç olarak kabul etmiş olsalar da uluslararası ekonomik ve finansal istikrar için aralarında uzun süreden beri etkin bir işbirliğini sürdürmektedirler. Gelişmekte olan ülkeler ise bilinçli bir işbirliğinden yoksun olarak Dünya Bankası ve IMF koordinatörlüğünde yukarıda sözü edilen istikrar için işbirliğine katkıda bulunmak durumundadırlar. Ancak gelişmekte olan ekonomilerin içinde bulunduğu dış borç yapısının yarattığı finansal istikrarsızlık olgusu bu ülkeler için küresel bir olgu haline gelmiştir. Dış borç sorununun küreselleşmenin zımnen empoze ettiği genel bir iş bölümü sonucunda ortaya çıktığı düşüncesi gelişmekte olan ülkeler açısından son derece tehlikelidir. Diğer bir deyişle küreselleşen dünyada dış borç olgusunun dünyanın bir kısmının kaderi olarak yapılaşması dünya ekonomisinin geleceği için son derece rahatsız edicidir.

Bu çalışmanın amacı dış borç sorununa finansal istikrarsızlık teorisini uyarlamaktır. Finansal istikrarsızlık teorisine göre, kapitalist sistem doğası gereği rasyonel finans ile ponzi finans arasında döngüsel bir harekete sahiptir. Ancak dış borç sorunu finansal istikrarsızlık teorisinin döngüsel özelliğinin aksine bir girdap durumu ifade etmektedir. Dış borç olgusu, artan küreselleşme ile birlikte nitelik değiştirmekte ve gelişmekte olan ülke ekonomilerinin belli başlı sektörlerini ellerinden çıkarmalarına ve emek yoğun sektörlerle baş başa kalmalarına yol açmaktadır. Özellikle yabancı sermaye teşvikleri ve özelleştirme çalışmaları gelişmekte olan ülkeleri sermaye yoğun üretimden emek yoğun üretime itmektedir.

## 1. Kapitalist İstikrarsızlık Teorileri

İktisadi düşünceler tarihine genel olarak bakıldığında çok sayıda istikrarsızlık teorisine karşılaşılar. Adam Smith ve David Ricardo'nun doğal ücret yaklaşımıyla açıkladıkları emek piyasası sürekli bir salınımı ifade ederken, Marx'ın emek değer teorisi üzerinde yapılandırıldığı işsizlik

artışı ve kârların azalması ise diğer bir istikrarsızlık ve kriz teorisine örnek gösterilebilir. Kapitalist istikrarsızlık teorileri klasik denge açıklamalarının dışında esasen iki temel çizgide odaklanmaktadır. Bunlar sırasıyla Marx'ın ve Keynes'in iktisadi düşüncelerine dayanan istikrarsızlık teorileridir.

Öncelikle genel kaniya göre zenginlik arttıkça fiili üretimle potansiyel üretim arasındaki fark büyümektedir. Marjinal tüketim eğiliminin düşmesi ve sermaye bolluğu sebebiyle faizlerin de azalması yatırımları verimsiz kılar(Tözüm, 2002:153). Bu durum doğal olarak sermayenin nema yaratamaması veya getirisinin düşmesi sorununu yaratır. Buna tepki olarak sermayenin faizin daha yüksek olduğu bölgelere kayması beklenir. Daha açık söylemek gerekirse borç alan ülkedeki faiz oranının, borç veren ülkedeki faiz oranından her zaman yüksek olması beklenir. Braudel'e göre kapitalist sermaye karların azaldığı yerleri hızlıca terk edip daha yüksek kârların olduğu alanlara geçme esnekliğine sahiptir. Ancak diğer taraftan Marx'a göre bir birey kârlı bir yere yatırım yapabilme eğilimi yüzünden değil, Braudel'in dediği gibi sermayenin üretme gücüne sahip olması sebebiyle kapitalisttir(Arrighi, 2000:25).

Sermaye bulunduğu bir yerde genişler ve uygunsa orasını kendi birikim alanı haline getirir. Zaman içinde birikim süreci zora girdiğinde ise en uygun diğer bir başka birikim alanına akar. Böylece sermaye kâr fırsatları peşinde sürekli reenkarnasyon geçirerek varlığını sürdürür(Arrighi, 2000:26). Aşırı sermaye birikimi karların düşmesi ile krize yol açtığı anda sermaye yayılarak yeni kârlı alanlara göçer ve böylece kriz kendiliğinden çözülür(Arrighi, 2000:25). Dolayısıyla sermaye tarihsel olarak küreselleşme ihtiyacı içindedir. Kapitalist ekonomi tarihine bakılınca ekonomik özgürlük ve ekonomik düzenleme döngüsünün olduğu görülür. Ekonomik faaliyetlerin aşırı düzenlemesi verimlilik ve üretim sorunlarının kaynağı haline geldiği anlaşılınca ekonomik özgürlükler devreye girerek düzenlemeler doğal olarak kaldırılır. Aslında özgürlük ve düzenleme döngüsü sermayenin sözü edilen hareketini ne derece etkilediği ciddi bir araştırma konusu olmasına rağmen sermaye bir şekilde varlığını sürdürmek zorunda olduğu için ister piyasa ister başka araçlar aracılığı ile olsun mecrasını bulur.

Marxist teori ise kapitalist istikrarsızlığı emek ve sermaye arasındaki çelişkinin doğasına dayandırır(Yeldan, 2000:21). Öncelikle sermaye, artı

değer için işçileri zorunlu emeğin ötesine geçmeye zorlar. Sermaye ancak bu yolla kendini gerçekleştirir ve artı değer yaratılır. İşçilerin (zorunlu emeğe denk düşen) ücreti, işçiler tarafından üretilen toplam değerden düşük olmalıdır. Ama bu artı değer, gerçekleşmek için yeterli bir piyasa bulmalıdır. Her bir işçinin tükettiğinden daha çok değer üretmek zorunda olduğundan, tüketici olarak işçinin talebi hiç bir zaman artı değer için yeterli bir talep olamaz(Hardt and Negri, 2000:237).

Kapitalist sistemde kâr olabilmesi için işçiler tükettiklerinden fazlasını üretmek zorundadır. Öte yanda ise, birikim olabilmesi için ise sermaye sınıfı ve ona bağlı diğer kesimlerin artı değerini tümünü tüketmemelidir. Kapitalistler ve onlara bağlı kesimlerle birlikte işçi sınıfı yeterli bir pazar oluşturamadığı ve üretilen bütün metalleri satın alamadığı için klasik sömürü gerçekleşir ve artı değere el konuyor olsa bile, artı değer belli bir süreden sonra gerçekleştirilemez(Hardt and Negri, 2000:237). Artı değer artan oranda gerçekleştirilmeye devam etmesi için sermayenin yeni pazarlara açılması gerekir.

Hatta Marx bu konuda bir adım daha öteye gitmektedir: Emeğin üretkenliği arttıkça bu engelin de sürekli olarak büyüdüğüne işaret eder. Üretkenliğin artışı ve sonucunda sermayenin bileşimindeki yükselişle birlikte, değişen sermaye(yani işçilere ödenen ücret) metallerin toplam değerinin giderek daha küçük bir parçasını oluşturur. Bu da işçilerin tüketim gücünün üretilen metallerle göre giderek daha da yetersiz kalması demektir. Üretkenlik ne kadar artarsa artsın, tüketim ilişkilerinin dayandığı dar temelle o kadar çok çatışmaya girmektedir. Sermayenin gerçekleşmesi böylelikle tüketim güçlerinin 'dar temeli' sorunu karşısında tıkanmaktadır. Bu tıkanıklığı aşmanın tek yolu yeni alanlara doğru genişlemek ve yeni pazarlara yayılmaktır. Yeni sermaye için tek etkili çözüm, dışarıya açılmak ve metallerini mübadeleye sokacak ve değerlerini gerçekleştirecek kapitalist olmayan pazarlar bulmaktır. Dolaşım alanlarının kapitalist alanın dışına genişlemesi ise içerideki istikrar bozucu eşitsizliğin yerini değiştirir(Hardt and Negri, 2000:238). Böylece kriz çözülür sermaye birikimine devam eder.

Rosa Luxemburg, Marx'ın birikim sorununa ilişkin çözümlemesinin analiz yönünü değiştirerek geliştirmiştir. Luxemburg, sermayenin artı-değeri gerçekleştirmesi için kapitalistten başka dış tüketicilerin gerçek vazgeçilmez oluşumunu sermayenin kendi dışına bağımlılığının bir

göstergesi olarak alır. Buna göre kapitalizm kendi başına var olmayan, bir aracı ve bir zemin olarak öteki ekonomik sistemlere ihtiyaç duyan ilk ekonomi tarzıdır. Sermaye, gözünü sürekli kendi sınırları dışına dikmeksizin, dış çevresinden beslenmeksizin yaşamını sürdüremeyen bir organizma gibidir. Dolayısıyla sermaye için dışarıya vazgeçilmez bir şeydir(Hardt and Negri, 2000:239). Bütün bunlar gösteriyor ki sermaye yaşamını sürdürmek ve birikimine devam etmek için bütün dünyayı işgal etmek zorundadır.

Keynes ise kapitalist sistemin doğası gereği kendiliğinden istikrarsız olduğunu iddia eder. Genel makroekonomik talebin istikrarsızlığına ilaveten ileri derecede sermaye birikimi seviyelerine ulaşmış merkez kapitalist ülkelerde, marjinal tüketim eğiliminin düşük olması ve ex-ante yatırımlarla ex-ante tasarrufların birbirine eşit olma zorunluluğunun olmaması efektif talep yetersizliğine neden olmaktadır. Buradan hareketle tek bir ülke için olduğu gibi gelir dağılımındaki bozulmanın ve dengesiz büyümenin küresel piyasalar çapında da geçerli olduğu göz önüne alınarak Keynes'in efektif talep yetersizliği sorununun bütün kapitalist dünya ekonomisi için geçerli olması ileri sürülebilir. Kapitalist dünya ekonomisinin istikrarsızlığına neden olan iki unsur vardır: Birincisi küresel finansal hareketlerinin dünya ticaretinin çok üstünde olması ve ikincisi de uluslararası talebin yetersiz olmasıdır. Bu iki olgu küresel istikrarsızlığın temel faktördür(Tözüm, 2002:154). Kapitalist istikrarsızlık teorileri esas itibarıyla uluslar arası sistemin üretim alanından hareketle olguları açıklamaya çalışmaktadır. Üretim yanında finansal olguların da aşağıdaki gibi istikrarsızlık kaynağı olduğu iddia edilmektedir.

## **2. Finansal İstikrarsızlık Teorisi**

1960'lardan beri finansal krizlerin yoğunlaşması kâr hadlerindeki azalma trendine bağlanmaktadır. Durgunlaşan hatta azalan gelir seviyeleri arzulanan harcama artışlarını sürdürmek için ilave borç gerektirmiş, bir yandan da borç servisinin ödenmesini zorlaştırmıştır. Buna tepki olarak artan borçlanma riskine karşılık fon arzının daha yüksek getiri gerektirmesi beklenmektedir. Bu dinamik yapı istikrarsızlık tohumunu taşımaktadır. Çünkü borç verenler, borçluların genellikle daha çok dış kaynak ihtiyacıyla karşılaştıklarında kredi şartlarını sıkılaştırma eğiliminde olurlar.

Kapitalist sistemdeki asıl istikrarsızlığın kaynağının finans olduğu düşünülmektedir. Çünkü kapitalist iktisadi faaliyetlerin temelinde özellikle üretim ve pazarlama aşamasından önce finans vardır. Finans olgusu iki temel unsura sahiptir: Birincisi beklenen getiri, diğeri ise finansal kaynakların tedarikidir. İşte bu olgudan hareketle kapitalist sistemin istikrarsızlığını savunan düşünceye finansal istikrarsızlık teorisi denir. Minsky'e göre istikrarsızlığa yol açan olaylar bazı dışsal şokların makroekonomik sisteme sokulması ile başlar. Bu olay, savaş, verimsiz tarım sezonu, borç geri dönmesi gibi bir takım olaylar olabilir(Kinleberger, 1989:18).

Finansal istikrarsızlık, cari üretim fiyatlarına izafeten finansal varlıkların fiyatlarındaki ani ve hızlı değişimlerin olduğu bir süreçtir(Minsky, 1982:13). İddia edildiğine göre Keynes, iktisatta bu konuda bir devrim yapmak istemiş, ancak spekülatif ve döngüsel karakterdeki kapitalist finansı açık olarak ele almamıştır. Minsky'e göre eğer ekonomik analize kapitalist finans sistemi dâhil edilir ve nakit akımının gelişmesi açıkça incelenirse ancak o zaman Keynesyen devrim hedefine ulaşabilir. Çünkü Keynes'in ima ettiği istikrarsızlık esas olarak finansal sistemde ve nakit akım sürecindedir. Şu anki standart Keynesyen ekonomik modeller finansal piyasaları ve ilişkileri göz ardı etmektedirler(Minsky, 1982:14). Çoğu iktisatçı Keynes'in esas olarak emek piyasası dengesizlikleri üzerinde durduğunu, işsizliğin yüksek reel ücret nedeniyle meydana geldiğine inanır. Oysa parasal ücretler ve fiyatlar düşse de yüksek işsizlik oranlarının düşmediği görülmüştür. Keynesyen sisteme göre, işsizliğin giderilmesi için arzu edilen ücret ve fiyat düşüşleri esas itibarıyla borçluların taahhütlerini yerine getirmesini engelleyerek iflasların ve ekonomik yıkımların meydana gelmesine yol açar. İşte finansal istikrarsızlığın kaynağı da kapitalist ekonomik süreç içinde bu fiyat dalgalanmalarının ekonomik birimlerin taahhütleri üzerine yaptığı etkiden kaynaklanır. Bu şekilde ifade edilen finansal istikrarsızlığı sadece Keynesyen iktisat açıkça vurgulamıştır. Dolayısıyla Keynesyen teori toplam talep yapılanması ile yatırımın finansmanı ve sermaye piyasalarındaki yapıları entegre etmiştir(Minsky, 1982:16).

Her ekonomide bugün mevcut olan finansal ve fiziksel varlıklar ile toplam emek stoku aslında geçmişten devralınırken, geleceğin toplam sermaye stoku ve emek gücü de benzer şekilde bugünün faaliyetlerinin bir sonucudur(Minsky, 1982:18). Gelir akımları ile maliyet arasında bir

uyum gerekir. Bu anlamda ekonomide şimdiki zaman ve gelecek zaman birlikte etki ve etkileşim içindedirler. İstikrarsızlık olgusu aslında kapitalist bir ekonominin normal çalışmasından ortaya çıkar(Minsky, 1982:18). Faiz oranındaki yükselmeler gelecek gelir akımlarının şimdiki zaman değerlerinde ters dönmeye neden olurlar(Minsky, 1982:22). Taahhütlerini yerinde getirmede sorun yaşayan ekonomik birimleri yatırımlarını önce risklere karşı tam korumaya alırlar. Yani yatırımlar yapılırken son derece ihtiyatlı bir finansal yaklaşım içinde risk tam olarak kontrol edilmeye çalışılır. Bu finans türüne risk önleyici finans(hedging finans) adı verilebilir. İkincisi ise riskin varlığı bilinmekle beraber yüksek kâr olasılıkları ekonomik birimleri riskli yatırımları da tüketmeye celp eder. Bu süreç genellikle finansal sistemdeki bazı sistematik eksikliklerin ve moral hazard gibi kontrol edilemeyen veya edilmeyen yapısal sorunların yol açtığı negatif teşvik unsurlarının yol açtığı gayri ekonomik bir gelişmedir. Bu süreç içerisinde ekonomik birimler çok kazanıp çok kaybederler. Yatırımlar çoğunlukla reel sektörden çok kağıt ekonomisi adı verilen spekülative alanda yoğunlaşır. Daha sonra ise yatırım davranışları, ponzi finans adı verilen rasyonel olmayan bir takım gelir beklentileri gözetilerek borçla borcun ödendiği üst bir spekülative noktaya ulaşır. Bu nokta ise ekonominin tamamen yıkıma uğrayacağı dip noktadır. Bu süreç içinde finansal istikrarsızlığın ve krizin ortaya çıkmasının sebebi aşırı yatırım, aşırı borçlanma ve kolay para yaratılması yani kredi kolaylığıdır(Mullineux, 1988:70). Bu noktada yığın iflaslar oluşur ve ekonomi felç olur. Ekonomik bireyler bundan sonra derslerini almış olarak yatırımlar konusunda aniden muhafazakârlaşırlar ve risksiz yatırımlara yönelirler. Sonra yatırım davranışları ile ilgili süreç yinelenir. Muhafazakâr yatırım davranışı önce spekülative sonra ise ponzi davranışa kayar. Finansal istikrarsızlık teorisiyle açıklanan bu döngü böyle sürüp gider(Minsky, 1982:24).

Bu tezinin özü esasında Keynesyen analizde açıktır. Şöyle ki: Keynesyen teori dikkatli bakıldığında aslında bir iki-fiyat teorisidir. Fiyatlardan birincisi finansal varlıkların yani değerli kâğıtların fiyatlarıdır. Diğer fiyatlar ise cari çıktı düzeyindeki mal ve hizmetlerin fiyatlarıdır. Bu iki fiyat arasındaki bağ ise finansal varlıkların fiyatlarının yatırımın talep fiyatı olmasıdır. Finansal istikrarsızlığın kaynağı ise söz konusu olan bu iki fiyat bloğunun farklı güçler tarafından belirlenmesidir(Minsky, 1982:29).

Finansal istikrarsızlığın meydana gelmesi için gerekli ön şart basit ve sadece bir kaç tanedir: Söz konusu bir finansal varlıkta spekülasyona yol açan her hangi bir yeniliğin ortaya çıkması spekülâtif heyecan için temel bir sebeptir. Bu varlığın çok likit bir şekilde alınıp satılması spekülasyonunun yayılmasına yardım eder. Sonuç olarak yoğun spekülâtif bir dönemin ortaya çıkmasına yol açacak ortamı iki durum yaratır. Birincisi bir yenilik, diğeri ise bunla bağlantılı olarak gelişen aşırı kâr beklentileridir (Spotton, 1997:179). Aşırı kâr beklentileri cesur plasmanlara yol açar. Beklentilerin gerçekleşmemesi ise finansal krizleri doğurur.

Finansal piyasalar verimli yatırım fırsatlarına sahip firmalar ve bireylere fonları kanalize etmenin zorunlu fonksiyonunu üstlenirler. Eğer finansal sistem bu fonksiyonu etkin icra edemezse ekonomik büyüme geriler. Bu fonksiyon hangi yatırım fırsatlarının krediye değer olduklarına hüküm verme kapasitesini de içerisinde barındırır (Mishkin, 1999:3). Sonuç olarak bir finansal sistem asimetrik bilgi sorununun yol açtığı ters seçim ve moral hazard sorunlarıyla başa çıkmak durumundadır. Ters seçim korkusu kredi miktarını azaltır. Ters seçim genelde muamele olmadan önce meydana gelir. Moral hazard ise muamele olduktan sonra meydana gelir. Moral hazard, kredi alan tarafın yüksek riskli projelere yatırım yapma meyli olduğu zamanlarda meydana gelir ki, bu durumlarda proje başarılı ise kredi alan iyi sonuç alır, eğer proje başarısız olursa kredi veren bütün yükü taşır. Moral hazard durumlarında kredi alan tarafın fonları verimsiz alanlarda, kişisel menfaatlerine göre kullanması, istenilen çaba ve gayretin gösterilmemesi kârsız projelere yönlendirilmesi, sadece kendi statü ve kişisel gücünü artırmak için hareket edilmesi sorunu vardır (Mishkin, 1999:4).

Bilgi problemine odaklanılması bizi bir finansal istikrarsızlık kavramına götürür. Finansal sistemde meydana gelen bir şok, finansal sistemin verimli yatırım fırsatlarına sahip alanlara fonları kanalize etme işini artık yapamamasına yol açacak şekilde enformasyon akımına müdahale ederse (bozarsa) finansal istikrarsızlık meydana gelir. Gerçekten finansal istikrarsızlık yeterli derecede ciddi ise finansal piyasaların işleminde bir aksaklığa yol açabilir ki bu finansal kriz olarak sınıflandırılır (Mishkin, 1999:6).



Asimetrik bilgi sorununa yol açan ve dolayısıyla finansal istikrarsızlığın nedeni olan dört faktör vardır: Birincisi finansal sektörün bilançosundaki bozulma, ikincisi faiz oranındaki artışlar, üçüncüsü belirsizliğin artması ve son olarak dördüncüsü ise varlık fiyatlarındaki değişimler nedeniyle finansal olmayan bilançoların kötüleşmesidir. Bunların sonucunda ilk olarak banka paniği, kredi kısılması ve sonunda da ekonomik faaliyetlerin azalması gözlenir. İkinci olarak kredi piyasasında daha riskli müşteriler kaldığı için finansal istikrarsızlık doğal olarak meydana gelir. Şöyle ki faizlerin yükselmesi direkt banka net değerini azaltır, çünkü banka kısa vadeli mevduat alıp uzun vadeli kredi verir. Mevduat, faiz değişikliğine hızlı uyum sağlarken kredilerin uyum sağlaması uzun zaman alır. Üçüncü olarak iyi müşterinin izlenmesi zorlaşır. Dördüncüsü faizler arttığı için firmanın net değeri düşer ve bu da moral hazard davranışına yol açar(Mishkin, 1999:6). Eğer ekonomide belli bir enflasyon varsa ve ekonomik birimler enflasyona göre kendilerini ayarlamışlarsa aniden enflasyonun düşmesi taahhütlerin karşılanması sorunu çıkarır(Mishkin, 1999:9). ABD ve Japonya örneklerinde de olduğu gibi enflasyon beklenmeyen şekilde düşerse firmaların taahhütlerinin reel değeri artar ve böylece firmanın net değeri azalır. Gelişmekte olan ülkelerde enflasyon nedeniyle mukavelelerin vadesi nispeten kısa olduğu için bunun etkisi azdır. Ancak gelişmekte olan ülkelerde sık sık olan döviz kuru değişikliklerinin finansal istikrarsızlığı yaratmada çok önemli rolü vardır. Ani döviz kuru değişiklikleri ters seçim ve moral hazard problemlerini artırır. 1982 Meksika, 1997 Güney Doğu Asya ve 2001 Türkiye krizleri buna benzemektedirler(Mishkin, 1999:9). Etkin düzenleme(regulation) ve izleme(supervision) yapılmasının ters seçim ve moral hazard sorunlarını azaltacağı iddia edilmektedir. Buna ilaveten banka sistemin risk almasının azaltılması ve rekabetin artırılması da gereklidir(Mishkin, 1999:17).

Çoğuna göre finansal piyasalar aslında irsi olarak istikrarsızdır, çünkü uzun dönemli finansal varlıkların cari değerleri sadece insanların onların gelecek değerleriyle ilgili beklentilerine bağlıdır. Böyle beklentilerde piyasa dışı kurumlar ve geleneklerle sınırlıdır. Bu güçlü bir merkez bankasının tesis edilmesinin sebeplerinden de birisidir. Hükümete düzenleme rolünün verilmesinin de asıl nedenidir. Bu durumda tek çözüm kamusal kontroldür(Crotty, 2000:4).

Son 5-10 yıl içinde finansal kaynaklı küresel ekonomik kriz bazı ülkelerde çok yıkıcı etkiler meydana getirmiştir. Tablo 1'e göre, Meksika'da reel GSMH büyüme oranı 1994'de %4'den 1995'de %-6'ya düşmüş, Tayland, Malezya, Güney Kore ve Endonezya'da da benzer şekilde GSMH büyüme oranları 1996'da ortalama %5'in üstünden 1988'de % -5'e düşmüştür. Bu dalgalanmaların Büyük Depresyon sırasında ABD ekonomisinde yaşanan ekonomik küçülmelerin aynısı olduğu düşünülmektedir(Mishkin, 1999:3).

**Tablo 1.** Bazı Ülkelerde Büyüme Oranları

	Meksika	Tayland	Güney Kore	Malezya	Endonezya	Filipin
1994	4.1	8.5	8.6	9.3	7.5	4.4
1995	-6.2	8.8	-8.9	9.6	8.2	4.7
1996	5.2	5.5	7.1	8.6	8.0	5.8
1997	7.9	-0.4	5.5	7.7	4.6	5.2
1998	4.9	-8.0	-5.5	-9.8	-13.7	-0.5

**Kaynak:** (Mishkin, 1999:3).

Finansal istikrarsızlıkla ilgili değişik görüşler şöyledir: Paracılar göre finansal krizler sadece para arzındaki bir ani daralma sonucu meydana gelirler. Bu daralma rezerv ihtiyaçlarını gidermek için bankaların varlıklarını elden çıkarmalarına yol açar. Paracılar açısından olay tamamen dışsaldır. Merkez bankasının yanlış politikası önce para arzının daralmasına sonra da bankaların nakit ihtiyaçlarının karşılanmasında başarısızlığa neden olur(Guttman, 1985:65). Heterodoks alternatife göre ise finansal krizler parasal ekonomiye bağlıdır, yani onun bir sonucudur. Krizler tamamen ekonomik döngünün bir sonucudur. Hem Marxist düşünce hem kurumcular, kârlardaki azalmanın finansal kaynaklı olduğunu vurgularlar. Post Keynesyenler ise finansal krizleri ekonomik genişleme bağlamında kredi talebindeki artışların ve kredi arzındaki aksaklıkların sonucu olarak görür.

Minsky'e göre bir genişlemenin sonuna doğru tipik olarak meydana gelen üç gelişme finansal kırılganlıkla ilişkilidir. Birincisi, kısa dönem borç kullanımındaki artış, ikincisi likiditede bir azalma ve üçüncüsü özellikle kısa dönem faiz oranlarında bir artıştır. Minsky'nin senaryosuna göre bir kere finansal ortam kırılgan hale gelince, sermaye geliri tam istihdam haddinde artmaya devam etse bile faiz oranlarındaki ilave artışlar ödeme taahhütlerinin nakit akımlarını aşmasına neden olur(Wolfson, 1986:70).

Minsky'nin tam tersine Marx'a göre nakit akımlarının ödeme taahhütlerini karşılayamamasının temel nedeni kâr oranlarındaki bir düşmedir. Ancak Minsky'nin kar-yatırım denklemindeki yatırım varsayımına göre yatırımda *a priori* bir düşme olmadan kârların düşmeyeceği söz konusudur (Wolfson, 1986:70). Bu varsayım bir finansal kriz için kârlara her hangi bir nedensel rol seçeneğini ortadan kaldırır(Wolfson, 1986:70). Veblen ve Mitchell için genişlemenin tepesine yakın ticari firmaların finansal zorluklarının kaynağı da kârlardaki bir azalmadır(Wolfson, 1986:70). Friedman'a göre ise finansal krizin nedeni para stokundaki azalmadır ki bu bankaların varlıklarını nakde çevirmelerine neden olur(Wolfson, 1986:72).

Finansal istikrarsızlık hipotezi Keynesyen iktisadın bir çeşididir. Sermaye varlıklarının fiyatları uzun dönemli bekleyişleri yansıtırken, cari üretim fiyatları kısa dönemli bekleyişleri yansıtır. Bekleyişler arasındaki bu asimetri de istikrarsızlığın kaynağını oluşturur. Finansal istikrarsızlık hipotezi her bir dönemin efektif talebinin belirleyicileri ile işe başlar. Geçmişin finansal kalıntısı cari fonksiyon işleyişini belirler ve ekonominin gelecek davranışını sınırlandırır. Kârı sermayenin teknik marjinal verimliliği oluşturduğu düşünülüğünde ve geçmiş, şimdi ve geleceğin birlikte barındığı bir kapitalist ekonomi söz konusu olduğunda, bir ekonomide alınan kararları geçerli kılan cari kârlar, uzun dönemli bekleyişleri ve cari yatırımla ve finansal kararları etkilerler. Cari yatırım ve finansal faaliyetler ise tekrarlanacak yatırım kararlarının yapılacağı parametreleri belirlerler. Kâr bekleyişleri borçla finansmanı mümkün kılar ve yatırım malı talebinin belirlenmesine yardım eder. Gelecekte sermaye varlığı kâr getireceği için yatırım yapılır, ancak bu kârlar gelecek yatırımlar yapılırsa oluşacaktır. Kâr motivasyonu kapitalist üretim sürecinin kritik unsurudur. Ancak kâr girdi maliyetinin üstünde bir fiyatla mümkündür. Bu itibarla fiyatların oluşumu ve hareketi hatta hareketsizliği asıl belirleyici unsurdur.

Sonuç olarak finansal istikrarsızlık yatırımdan beklenen getirilerin finansman maliyetini karşılayamayacak derecede ters dönmesi sonucu oluşan sistematik bir durumdur. Bu durumun dış borç açısından nasıl formüle edilebileceğini ve ne sonuçlar doğuracağını aşağıda ele alalım.

### 3. Dış Borç ve Finansal İstikrarsızlık Olgusu

Bilindiği gibi gelir borç ödeme servislerini aştığı sürece borçlanmak ekonomik faaliyetleri canlandırma ve gelişme açısından son derece makul bir alternatiftir(Guttman, 1985:66). Dış borç esas itibariyle yurt içi tasarrufların yetersiz olması durumunda başvurulan bir yöntemdir(Şenses, 1992:173). Dış borç belli bir süre sonra faizi ile birlikte ödenmek durumundadır. Dolayısıyla dış borç sözleşmesini yapı itibariyle ticari borç sözleşmesinden ayıran bir unsur yoktur. Öz itibariye tamamen aynıdır. Ancak dış borç sözleşmelerinde kredi veren taraf açısından karşısında bir ticari işletme ve onları mal varlığından ziyade egemen bir devlet olduğu için kredi teminatı, krediyi karşılama(solvency) ve güvenilirlik açısından farklı değerlendirmeler söz konusu olabilir. Dış borç veya uluslar arası borç mukavelesinde borcu ifa edememenin edimleri normal ticari borçlardan da farklıdır. Dış borçlarda edimin yerine getirilmemesinin karşılığı tekrar borç temininin mümkün olmaması ve o ülkenin kredi güvenilirliğinin azalması sonucunu doğurur(Dooley, 2000:51). Bir ülkenin dış borç alabilme yeteneği ya da dış borç verilmeye değer olup olmadığı karşılama(solvency) ve kredi değerliliğine(credit worthiness) bağlıdır. Karşılama o ülkenin alınan borcu geri ödeyebilmesine bağlı iken kredi değerliliği ise o ülkenin borcu geri ödeme düşüncesinde olup olmadığına bağlıdır(Anan, 1988:13).

Dış borcun geri ödemesi uluslar arası ödeme araçlarıyla yapıldığı için borcun ödenmesinde borç alan ülkenin ilerleyen sürede uluslar arası kabul gören ödeme aracını temin etmesi gereklidir. Aksi takdirde borcun ödenmesi mümkün değildir. Buna göre dış borç ödemesi ihracat fazlası oluşturmaktan geçmektedir. Bu sebepten dolayı kapalı ekonomilerde borç krizi olasılığı ekonominin dışa açık ve ihracat odaklı ülkelerden daha çoktur(Berg, 1988:266). Dış borç yönetiminde alınan belli bir parti borcun nasıl ödeneceği de planlanmalıdır. İhracat piyasasındaki fiyat ve miktar değişimleri ihracat fazlasının miktarını etkileyeceği için dış borç ödeme gücünü de belirleyecektir. Dolayısıyla ihraç mallarının fiyatlarındaki değişimler ve ihraç mallarının talebindeki değişimler dış borç ödemesi açısından birer belirsizlik unsuru taşımaktadır

Daha önce ifade edildiği gibi gelişmekte olan ülkelerde ekonominin işleyişi kısmen dış kaynakların teminine bağlıdır. Bu kaynaklar sadece ekonominin reel sektörlerini değil, parasal sektörlerini de belirler. Finans

hem reel hem de parasal sektörleri etkilediği için ülke ekonomisinin büyümesine çok etki yapar(Leff and Sato, 1980:177). Genel olarak mevcut literatür, hükümetlerin finansal açıdan sağlam(solvent) oldukları sürece finansal sistemde aracı olarak görev üstlenmelerinin refahı artırdığını iddia etmektedir. Ancak gelişmekte olan ülkeler açısından durum karmaşıktır. Gelişmekte olan ülkeler bu rolü belli bir riskle yerine getirmek durumdadırlar. Çünkü başarısızlık riski ve ilgili maliyetler söz konusudur. Mevcut gelişmelerle ilgili maliyetler ve risklerin analizi, gelişmekte olan ülkelerin hükümetlerinin finansal aracılıktaki rollerini olabildiğince azaltması ve minimize etmesini ve bütün geriye kalan güçlerini veya pozisyonlarını öncelikli amaçları olarak krizlerin önlenmesine yönlendirmeleri önerilmektedir(Dooley, 2000:46).

Gelişmekte olan ülkelerin hükümetleri iç piyasada borç vermek için asla borçlanmamalıdır. (Dooley, 2000:46). Gelişmekte olan ülkelerin tek bir borç aracı çıkarmaları ve yurt içi para birimiyle ifade etmeleri önerilmektedir(Dooley, 2000:46). Tam bir piyasa(complete market) tesis etmek için hükümetin uzun vadeli bir bono piyasası geliştirmesi gereklidir. Hükümet özel sektörü dik bir getiri eğrisi ile uzun dönemli bono almasına razı etmeden onun enflasyon prim riskini değiştirmesini sağlayamaz(Dooley, 2000:48). Özel sektörün beklentilerindeki değişme riski şu anlama gelmektedir: Eğer hükümet bir krizi önlemek istiyorsa kısa dönem borcu azaltmalıdır(Dooley, 2000:48).

Gelişmekte olan ülkeler için borç yönetim politikası zıt hedefleri dengeleyici olmak durumundadır. Çünkü zımni ve örtülü kamu borçlarının yapısı, özel sektör kredilerinin miktarını, birimlerin davranışlarını, borç servis maliyetlerini, iflas olasılıklarını ve maliyetlerini etkilemektedir. Gelişmiş ülkeler için iflas söz konusu olmadığı için onların borç yönetim politikaları gelişmekte olan ülkeler açısından yol gösterici değildir. Gelişmekte olan ülkeler için borç servis maliyetlerinin minimize edilmesi çok fazla etkin bir yöntem değildir. Öncelik farklı amaçlar arasındaki çatışmayı dengeleyebilmesidir(Dooley, 2000:56-57).

Dış borç krizlerinin ve dış borçla ilgili istikrarsızlığın kaynağı da Keynesyen iktisadi görüşe göre yine talep yetersizliğidir. Zaten devletin ekonomiye müdahil olmasının nedeni budur(Minsky, 1982:225). Keynes benzer şekilde dünya ekonomi için de bir eksik talep sorunu olacağı iddiası ile dünya ekonomisinin de yönetilmesi gerektiğini iddia etmiştir.

Bu sebeple Keynesyen anlayış mali prensiplerde çok ciddi yumuşamalar getirmiştir. Bununla beraber Keynesyen politikaların anlaşılması, dış borcun anlaşılması açısından son derece önemlidir. Bu politikalar dış borcun meşrulaştırılmasında temel rol oynamıştır. Borçlu ülkelerle borç veren ülkeler arasındaki büyüyen karşılıklı bağımlılık, küresel ekonomiyi de dalgalanmalara maruz bırakmaktadır. Burada özellikle önemli olanlar uluslararası durgunluğun döngüsel doğası, mal fiyat hareketlerinin istikrarsızlığı ve küresel ekonomik şoklar ve dalgalanmalardır. Bunlar dış borç yönetimini ve ödeme gücünü etkileyen temel unsurlar olarak karşımıza çıkar.

Keynesyen dönemle birlikte ülkeler arasında borçlanma süreçlerinin arttığı ve özellikle 1970 başlarında petrol ihraç eden ülkelerin biriken fon fazlalarını Avrupa banka sistemi yoluyla geliştirmekte olan ülkelerin dış kaynak ihtiyaçlarına yönlendirdikleri görülür. Düşük faizle alınan dış krediler kısa sürede büyük dış borç birikimlerine neden olmuştur. Bu sistem 1981'de geliştirmekte olan ülkelerde hem cari hem de sermaye hesaplarında ciddi bir bozulmaya sebep olmuştur. Genel olarak piyasa mekanizması özel olarak da finansal piyasalar oldukça kırılgandır. Devletin kendisi de ekonomik ortam ister liberal olsun ister olmasın piyasanın kırılganlığını artıran bir unsur olarak karşımıza çıkar. Örneğin 1979'da uygulanan para politikası piyasalara ilave bir risk yüklemiştir. Yine 1979'da ABD ve İngiltere enflasyonun politik olarak kabul edilemeyeceğini ve dünya ekonomisinin istikrarlı çalışması için zararlı olduğuna karar vermiştir. Daha sonra uygulanan politikalar büyümeyi azaltmış ve talepte de gerçek bir azalmaya neden olmuştur. Faizlerin yükselmesi sonuç olarak borçluların nakit durumunu daha da kötüleştirilmiş bir yandan da gelir düşerek borç ödeme servisini artmıştır(McKenzie and Thomas, 1992:5-6).

1980'li yılların başındaki borç krizinin nedeni ulusal tüketim harcamalarının finansmanında dış borçlanmanın kullanılmasından kaynaklanmıştır. Bu krizin temel özelliği banka kaynaklı borçların geri ödenememesidir. 1990'lı yıllardaki yaşanan borç krizinin temel özelliği ise önemli sayıda bireysel yatırımların portföyünde bulundukları tahvil ve hisse senetlerinden kaynaklanmıştır(Boughton, 2000:285-287).

İhraç mallarının fiyatlarındaki düşme ve petrol fiyatlarındaki artış geliştirmekte olan ülkelerin ithalatlarını çok pahalı hale getirmiştir.

Enflasyonu baskı altına alma amacıyla olan gelişmiş ülkelerdeki sıkı para politikası faiz oranlarında keskin bir artışa yol açmış ve daha düşük büyümelere sebep olmuştur. Bu durum gelişmekte olan ülkelerden yapılan birincil mallara olan talepte ciddi azalmalara neden olmuştur. Bu da gelişmekte olan ülkeleri dış açıklarının artmasına dolayısıyla borç ödeme kapasitelerinin azalmasına götürmüştür. Hatta negatif kaynak transferine yol açarak gelişmekte olan ülkelerin borç ödeme kabiliyetleri ciddi bir şekilde erozyona uğrarken faiz yükü de hızlı bir şekilde artmış, bu ülkelerin borç birikimi benzeri görülmedik oranlara ulaşmış ve yeni sermaye arzı hızla düşmüştür. Bu durum bu ülkelerde mali önlemler ve sıkı para politikaları yerine artan riskle birlikte artan faiz oranlarından daha çok borçlanmaya yol açmıştır. Bu ülkelerin borç geri ödemeleri üretim sonucu satılan mallardan ya da mevcut kaynaklardan değil, yeni borçlanmalardan yapılmıştır. Bu yapılan irrasyonel hareketler ise gelişmekte olan ülkelerdeki zayıf hükümetler ve siyasi istikrarsızlıklara atfedilmektedir(Levitt, 1990:409).

Borç krizinin nedenleri öncelikle uluslar arası para sisteminin simetrik ayarlamalarındaki işbirliği eksikliğidir(Gibson and Tsakalatos, 1992:42). 1989–97 arasında borç hafifletme çabalarına rağmen gelişmekte olan ülkelerin borçlarının net şimdiki değerlerinin ihracata oranı ciddi bir biçimde artmıştır(Easterly, 1999:1). Tasarruf ve yatırım konusunda tercihlerini olumlu yönde değiştirebilen ülkelere borç verilmelidir, aksi halde borç birikimi artmaktadır(Easterly, 1999:30).

1997–1998 yılında beş Güney Doğu Asya ekonomisini vuran kriz, küresel finansal sistemin istikrarı ile ilgili şüpheleri artırmıştır. Finansal krizler ve piyasa dalgalanmaları sert üretim ve gelir düşmelerine yol açmış böylece çok yüksek ekonomik ve sosyal maliyetlere sebep olmuştur(Das, 2000:1).

Dış borçların makroekonomi üzerine etkileri kaynakların kullanım alanının göre değişmektedir. Normalde ödünç alınan fonlar reel üretimde değerlendirilir. Çünkü para sadece reel üretim sürecinde kendini artırabilir. Ancak gelişmekte olan ülkelerin sermaye akışı sağlamak üzere uyguladıkları yüksek faiz politikası ödünç alınan fonların reel üretimde yeterli kârlılıkta değerlendirilmesini güçleştirici etkiler taşır. Bu arada ödünç alınan fonların ülkeler arası faiz ve döviz kuru değişimi beklentilerine bağlı olarak ülkeler arasında hızla yer değiştiren fonlardan

oluşması da bu fonların uzun vadeli yatırımlarda kullanılma olanaklarını kısıtlamaktadır. Böylece borçlanmayı olabildiğince cazip hale getiren ekonomik koşullara rağmen diğer tarafta borç alınan fonların üretken yatırımlarda kullanılmasını kısıtlayan ve aksine fonları spekülasyon amacıyla kullanılmasına koşul hazırlayan bir ekonomik ortam mevcuttur(DPT, 20001:49).

Dış borçlanmayla temin edilen kaynaklar, doğrudan doğruya tüketim amaçlı kullanıldığında reel ekonomi üzerinde enflasyonist etkiler meydana getirebilmektedir. Yatırım amaçlı kullanıldığında ise, yatırımın türüne göre milli gelir artmakta veya azalmaktadır(Barungi and Atingi, 2000:105) Fonlar daha çok sermaye kaçışlarının finansmanı ya da cari piyasa fiyatlarında uygulanabilirliği olmayan projelerin finansmanı için kullanılmıştır(Kaminaride and Nissan, 199:227). Buna ilaveten ihraç mal fiyatlarının her geçen gün düşmesi de borç ödeme gücünü aşındırmıştır(McKenzie and Thomas, 1993:97).

Borçlanma ile elde edilen kaynakların geri dönüş oranı dış borçlanmanın maliyetini aştığı sürece dış borçlanma politikası sürdürülebilir bir politikadır, aksi halde krizle sonuçlanır. Borç veya dış borçlanmanın sürdürülebilirliği borçlanmadan elde edilen kaynaklarla hükümet gelirlerinin gelecekteki borç servisini karşılayabilecek şekilde artırılması ile mümkündür(Alayi and Khan, 2000:1). Marjinal dış borç ödenen reel faiz oranı, söz konusu dış borcun ulusal gelir üzerindeki genişletici etkisini aştığı zaman ülkenin sürdürülebilir bir borçlanma politikasının sınırına ulaşılmış demektir. Ekonominin büyüme oranı reel faiz oranının aştığında bugünkü değer itibariyle ülkenin serveti yeterli olup ödeme sorunu yok demektir(Alayi and Khan, 2000:31).

Toplam dış borç stoku GSYİH2'nin %50'ini geçtiğinde dış borçlanmasının faydadan çok zarar verdiği tespit edilmiştir. Bu oran aşıncı dış borcun büyüme etkisi negatif hale gelmektedir, çünkü yüksek dış borç teorik olarak yatırım ve dolayısıyla büyümeyi azaltmaktadır(Fry, 1997:9,109). Ortalama bir borç stokuna sahip ülkenin borcunun iki kat artmasının yıllık kişi başı düşen gelirin yatırımın etkinliğini azaltması sebebiyle %1,5 azalttığı tespit edilmiştir(Pattillo, Poirson and Ricci, 2002:13-14). Yüksek borç stokuna sahip ülkelerin ekonomileri iyi denge ve kötü denge adı verilen iki uç nokta arasında salınıp içindedir. İyi dengede kamu borç servisi düşük, kötü dengede ise büyüktür. Ülke



ekonominin durumu genel olarak dışarıya verilen sinyallere göre dalgalanır(Razin and Sadka, 2002:6-7).

Sonuç olarak dış borç dinamiğinin istikrarı belli kriterlere ihtiyaç duymaktadır. Bunlardan en önemlisi geri ödeme sürecini tehlikeye sokacak unsurlardır. Dış borç ileride beklenen veya elde edilmesi umulan bir gelirle ödeneceğine göre bu geliri belirleyen faktörler dış borç dinamiği açısından önemlidir. Bir ülkede dış borcun nihai ödeme aracı ihraç fazlası gelirlerdir. Buna göre belirsiz ihraç fazlası gelir beklentileriyle yapılan dış borçlanmalar beklenen gelirlerin gerçekleşmemeleri durumunda başka kullanım alanlarından kaynak transferi yoluyla veya temerrüde düşerek ülke ekonomisinin kredi derecesini zora sokarak dışa karşı ekonominin genelini kredi itibarsızlığına götürür. Bunun sonucunda da dış borç sadece bir mukavelenin sonuçlarıyla kalmayıp bütün ekonomiyi etkileyen bir unsur haline gelir. Bu itibarla dış borç genel ekonomi için bir istikrarsızlık kaynağıdır. Finansal istikrarsızlık teorisi anlamında dış borç servisinin ponzi finansa dönüşmesi krizin ortaya çıktığı andır. Genellikle bu durumlarda olağan üstü çabalar ve yeniden yapılaşmalarla, hatta hükümet değişiklikleri de dâhil daha geniş oluşumlarla yeni kaynaklar yaratılmakta ve ülke ekonomileri tekrar biçimlenmektedir. Ancak bu krizlerin oldukça büyük maliyetleri ve neden olduğu kayıplar vardır. Bu itibarla dış borcun etkin yönetimi bir zorunluluktur. Şimdi Türkiye dış borç stokunun seyri ve finansal kriz bağlantısı üzerinde duralım.

#### **4. Türkiye'nin Dış Borç Dinamiği**

Bu başlık iki kısımdan oluşmaktadır. Devam eden alt bölüm Türkiye'nin dış borç stoku ile büyüme ve dış ticaret rakamları arasındaki ilişkileri ve bazı temel kriterler analiz ederken ikinci alt başlık da 1950-2003 dönemini kapsayan yıllık verilerle toplam borç stoku, büyüme ve enflasyon arasındaki ilişkinin yönünü tayin etmektedir.

##### **4.1. Temel Dış Borç Göstergeleri ve Yorumlar**

Türkiye uzun süreden beri borçlanan bir ülke olarak bilinmektedir. Cumhuriyet döneminin ilk ciddi borçlanma süreci 1950'lerin başında başlamıştır. İlerleyen dönemlerde de borçlanma devam etmiş ve

1970'lerden itibaren dış borç ekonomi yönetiminin temel sorunlarından biri haline gelmiştir. Tablo 2 yakın dönem GSMH, borç ve büyüme istatistikleriyle birlikte borç ödeme gücüne ilişkin temel oranları içermektedir. Tablo 2'deki 12. satır toplam borç stokundaki büyümeyi göstermektedir. Buna göre toplam borç stoku 1996-2003 aralığında ortalama % 9 oranında artarken, reel fiyatlarla GSMH artış oranı, yani büyüme oranı ortalama %1.24'dür. 1997 yılın için konuşulacak olursa daha önceki yılda 183 milyar dolar olan GSMH % 8.3 artırılarak 192 milyar dolara çıkartılırken 84.2 milyar dolar olan dış borç için (geçmişten gelen ödemeler dâhil) 12.4 milyar dolar ödenmektedir. O yılki toplam dış borç stokunun büyüme oranı ise % 6.1'dir. Bir önceki yıldan 1997'ye dış borç stok artışı 4.9 milyar dolardır. Gelir artışı ise 9 milyar dolardır. Ana para ve faiz ödemesi ise yukarıda ifade edildiği gibi 12.4 milyar dolardır. Bu şartlar altın büyüme ile elde edilen gelir toplam borç servisini karşılamaktan uzaktır.

Tablo 2'deki diğer satırlar Türkiye'nin dış borcu ile ilgili temel göstergeleri sunmaktadır. Verilere göre 1996 yılından itibaren toplam dış borcun/GSMH'a oranının %43.2'den 2003 yılında %60.9'a ulaştığı görülmektedir. Kriz yılı olan 2001'de ise bu oran %78.1 ile gösterilen dönem için en yüksek oran olarak tespit edilmiştir. Tablodan görüldüğü üzere döviz gelirlerinin toplam borcu karşılama oranı 1996 yılından itibaren düşmüştür. İhracatın toplam dış borcu karşılama oranı da benzer şekilde düşmüştür. Rezervlerin oransal seyri de aynı şekildedir. Dış borç Servisi /GSMH oranı 1996'da %6'dan 1993'de %11.6'ya yükselmiştir. Dış borç servisinin diğer oranları da benzer negatif gelişmeyi göstermektedir. Verilere göre Türkiye'nin dış borcu sürekli artmakta ve bunun karşısında oransal olarak dış borcu karşılama oranları da sürekli düşmektedir. Bu son derece tedirgin edici bir gelişmedir.

**Tablo 2.** Dış Borç Temel Göstergeleri (US Dolar)

Temel Göstergeler	1996	1997	1998	1999	2000	2001	2002	2003
GSMH(Milyar TL sabit fiyatlarla)	106	114	119	112	119	107	116	123
GSMH	183	192	206	185	200	145	180	239
Toplam Dış Borç	79.3	84.2	96.4	103	117.8	113.8	130	145
Orta ve Uzun Vadeli Toplam Dış Borç	62.2	66.5	75.6	80.1	90.5	97.4	113.9	122.7
Kısa Vadeli Dış Toplam Borç	17	17.6	20.7	22.9	28.3	16.4	16.4	23
Kısa Vadeli Dış Borç/Orta ve Uzun Vadeli Dış Borç	27	26	27	28	31	16	14	18
Dış Borç Servisi	11.4	12.4	16.5	18.3	21.9	24.6	28.8	27.7
Ana Para	7.2	7.8	11.6	12.8	15.6	17.4	22.4	20.70
Faiz	4.2	4.5	4.8	5.4	6.2	7.1	6.4	6.9
Büyüme oranları	7.1	8.3	3.9	-6.1	6.3	-9.5	7.9	5.9
Toplam Dış Borç Büyümesi	-	6.1	14.4	6.8	14.3	-3.3	14.2	11.5
Toplam Dış Borç/GSMH	43.2	43.8	46.7	55.6	59.4	78.2	72.1	60.9
Toplam Döviz Gelirleri/Toplam Dış Borç	64.9	69.6	64.9	51.6	49.8	50	46.7	51.2
İhracat/Toplam Dış Borç	40.4	38.1	31.8	28	25.9	30.2	30.7	35.1
Toplam Rezervler/Toplam Dış Borç	31.5	32.2	30.6	32.8	28.8	26.5	29.2	30.8
Dış Borç Servisi/GSMH	6.2	6.5	8.0	9.9	11	16.9	15.9	11.6
Dış Borç Servisi/Toplam Döviz Gelirleri	22.2	21.2	26.4	34.4	37.1	43.2	47.4	37.2
Dış Borç Servisi/Toplam Dış Borç	14.4	14.7	17.1	17.8	18.5	21.6	22.1	19
Dış Borç Servisi/İhracat	35.6	38.7	53.9	63.5	71.4	71.7	72	54.3

**Kaynak:** Maliye Bakanlığı, Başlıca Ekonomik Göstergeler, 2004.

#### 4.2. Dış Borç, Büyüme ve Enflasyon İlişkisi: Ekonometrik Analiz

Literatüre göre dış borçlanmanın makroekonomi üzerine etkisi kaynakların kullanım alanına göre değişmektedir. Dış borçlanmayla temin edilen kaynaklar doğrudan doğruya tüketim amaçlı kullanıldığında reel ekonomi üzerinde enflasyonist etki yaparken, yatırım amaçlı kullanıldığında ise yatırımın türüne göre toplam geliri artırmakta veya azaltmaktadır(Barungi and Atingi, 2000:20). Enflasyon oranı borç servisi ve reel devalüasyonlar artıkça yükselirken, büyüme oranı da o nispette azalmaktadır. Sözü edilen ilişkinin ekonometrik analizi için Pattillo et al(2002: 13) aşağıdaki modeli önermektedir:

$$Y_t = \beta_0 + \beta_1 D_t + \varepsilon_t \quad (1)$$

$$\pi_t = \alpha_0 + \alpha_1 D_t + \eta_t \quad (2)$$

Bu modelde  $Y_t$  GSMH büyüme oranı,  $D_t$  dış borç stok artış oranı,  $\pi_t$  yıllık enflasyon oranını,  $\varepsilon_t$  ve  $\eta_t$  ise hata terimlerini ifade etmektedir.

Tablo 3 normal EKK, iki aşamalı EKK ve Hata Düzeltim (Error Correction)\* mekanizması kullanılarak 1950-2003 dönemine ilişkin verilerle elde edilen tahmin sonuçlarını göstermektedir. Denklem (1)'in tahmin sonuçları ilk grupta denklem (2)'nin tahminleri ise ikinci grupta gösterilmektedir.

Birinci denklemin EKK ile tahminine göre açıklayıcı değişkenlerin açıklanan değişkenleri açıklama gücü F standart değerine göre istatistiksel olarak anlamlı değildir. Yani dış borç stoku büyüme oranındaki değişimleri açıklayamamaktadır. Ancak katsayısının işareti negatiftir. Verilerin farklarıyla yapılan tahmin sonuçlarına göre de ilişki istatistiksel olarak anlamlı görülmemektedir. Ancak bu kez dış borç stokunun katsayı işareti pozitif görülmektedir. Düzeyler seviyesinde yürütülen 2AEKK tahmin sonucuna göre açıklama gücünde bir değişiklik yok ancak borç stokunun katsayı işareti negatife dönmüştür. Düzeyler ve farklar seviyesinde yürütülen Hata Düzeltim Mekanizmasının tahminleri de benzer sonuçlar vermiştir.

Enflasyon denklemi olan (2) numaralı denklemin tahmini bir sonraki grupta görülmektedir. Buna göre düzeyler ve farklar seviyesinde yürütülen EKK tahminleri F standart değerine göre başarısızdır. Düzey seviyesinde yürütülen 2AEKK tahmini F değerine göre oldukça başarılıdır. Buna ilaveten  $R^2$  sonucu itibariyle açıklayıcı değişkenler enflasyondaki değişimlerin %42'ini açıklamaktadırlar. Dış borç değişkeninin tahmin edilen katsayısı pozitif işaretli olup istatistiksel olarak anlamlı değildir. Düzeyler seviyesinde yürütülen Hata Düzeltim Mekanizması tahmin sonuçları da benzer şekilde anlamlı görünmektedir. F,  $R^2$  ve DW istatistiklerine göre açıklayıcı değişkenler açıklanan değişkeni başarılı bir şekilde açıklamaktadır. Katsayıların 't' değerleri anlamlı olup her ikisinin de işareti pozitifdir. Buna göre dış borç stokuyla enflasyon oranı arasında uzun dönemli istikrarlı bir ilişki mevcuttur. Son

\* Hata Düzeltim mekanizması ve tahmin yöntemleri için bakınız Green(1993:566-567).

olarak farklar seviyesinde yürütülen Hata Düzeltim Mekanizması tahmin sonuçları standart istatistiklere göre başarısızdır.

**Tablo 3. Tahmin Sonuçları**

Açıklayıcı Değişkenler	$Y_t$ (Reel Büyüme)				
	Düzye EKK	Farklar EKK	Düzye 2AEKK	Düzyelerle HDM	Farklarla HDM
Sabit	5.06	-0.84	5.95	-.0515	-0.51
$D_t$ (Dış Borç)	-0.001 (-0.7)	0.0003 (1.43)	-0.0005 (1.752)	0.004 (-201)	0.0001 (0.56)
HDT(-1)	-	-	-	-0.15 (-1.12)	-0.587 (-4.61)
$R^2$	0.01	0.3	0.06	0.08	0.33
DW	2.23	2.9	2.02	1.94	2.09
F	0.55	2.1	2.89	2.41	12

Açıklayıcı Değişkenler	$\pi_t$ (Enflasyon)				
	Düzye EKK	Farklar EKK	Düzye 2AEKK	Düzyelerle HDM	Farklarla HDM
Sabit	2.43	1.61	17.11	20.1	1.09
$D_t$ (Dış Borç)	-0.00006 (-0.7)	-0.0002 (-0.387)	0.0007 (2.04)	0.0005 (7.12)	-0.0001 (-0.20)
HDT(-1)	-	-	-	0.71 (6.51)	-0.167 (-1.19)
$R^2$	0.1	0.002	0.42	0.69	0.03
DW	2.3	2.03	1.85	1.99	2.02
F	0.56	0.150	6.05	55.4	0.75

\*Yararlanılan Veriler: Başlıca Göstergeler, Maliye Bakanlığı(2005)

### Sonuç

Bu çalışma kapitalist istikrarsızlık teorilerinden çıkarak 1960'larda ortaya atılan finansal istikrarsızlık teorisi ile dış borçlanma arasında olası bir bağın olup olmadığını araştırmaya çalışmıştır. Kapitalist istikrarsızlık teorilerine esas itibarıyla Klasik yazarların dengeleyen istikrarsızlık yaklaşımıyla nihai yıkıma götüren Marxist istikrarsızlık teorisi hâkimdir. Bu iki teorinin aynı sonucu doğuran bir ortak yanı vardır. Buna göre her iki teoriye göre de kapitalist sistemin istikrarsızlığı aşmak ve yeni bir denge kurmak için dışa açılması, yani yeni pazarlar ve yeni üretim alanları bulması diğer taraftan küreselleşmesi zorunludur.

Ancak kapitalist sistemin temel istikrarsızlığının nedeni olduğu iddia edilen finansal istikrarsızlığın aşılması için küreselleşme yeterli değildir, çünkü finansal istikrarsızlık zaman boyutunda gerçekleşen bir asimetrik durumdur. Finansal kaynakların plase edildiği yatırımların gerçekleşen getirilerinin kredi sağlayanlara yapılan taahhütleri karşılama garantisinin olasılık anlamında olmaması finansal istikrarsızlığın kaynağıdır. Benzer şekilde de dış borçlanma bir finansal istikrarsızlık kaynağı olarak algılanabilir. Çünkü borçların geri ödemesi için gerçekleşeceği umulan yatırım ve ticaret faaliyetlerinin umulanın altında getiri getirmesi dış borç taahhütlerinin yerine getirilememesi ve dolayısıyla domino etkisiyle borç alan ülke ekonomisini negatif etkilemesi söz konusudur.

Türkiye ekonomisi için sunulan son dönem verilerine göre toplam dış borç stoku ortalama olarak son 8 yıl içinde % 9 büyürken buna karşılık aynı dönem içinde yıllık ortalama GSMH büyüme oranı sadece %1.24'dür. Büyüme ile yaratılan ilave gelirlerin artan borç stoku yüzünden büyük oranda dış borç servisi tarafından emildiği açıktır. Bu ise Türkiye ekonomisinin sürekli bir kısır döngü içinde olduğu izlenimini vermektedir.

Ekonometrik analiz sonuçları ise şöyledir: Türkiye için 1950-2003 dönemini kapsayan verilerin kullanıldığı tahminlerin çoğuna göre dış borcun büyüme ve enflasyon üzerinde istatistiksel olarak belirgin bir etkisi görülmemektedir. Ancak katsayıların işaretleri literatürün tahmin ettiği istikamettir. Yapılan enflasyon tahminlerinden birisine göre dış borç stokunun enflasyonu belirlediği istatistiksel olarak kesindir. Buna göre artan dış borç stoku ekonomide istikrarsızlığın bir kaynağı olarak görülebilir

### **Kaynaklar**

Ajayi Ibi and Khan, Mohsin(2000), **In External Debt and Capital Flight in Sub-Saharan Africa**, (ed): Washington D.C.:IMF:93-127.

Anan, Rito(1988), ' Inflation, External Debt and Financial Sector Reform: A Quantitative Approach to Consistent Fiscal Policy with an Application to Turkey', **NBER WP** no:2731 October.

Arrighi, Giovanni(2000), **Uzun Yirminci Yüzyıl**, İMGE, Çev:Recep Boztemur.

Berg, Andrew(1988), 'The Debt Crisis', **Journal of Development Economics**, 29(1988) pp.271-306.

Barungi, Mbire Barbara and Atingi, Michael(2000), 'Growth and Foreign Debt: The Uganda Experience', **In External Debt and Capital Flight in Sub-Saharan Africa**, (ed):Ajayi Ibi and Khan, Mohsin, Washington D.C.:IMF:93-127.

Boughton, James(2000), ' From Suez to Tequila: The IMF as a Crisis Manager', **The Economic Journal**, Vol:110, No:460, p:273-291.

Change, Roberts and Velasco, Andreas(1997), 'Financial Fragility and the Exchange Rate Regime', Federal Reserve Bank of Atlanta, Wp 97-16, November 1997, [www.frbatlanta.org/public/work\\_papers](http://www.frbatlanta.org/public/work_papers).

Crotty, James(2000), 'Slow Growth, Restructuring Competition and Low Road Labor Relations:A Keynes-Marx-Schumpeter Analysis of Neoliberal Globalization', **Working Paper Series**, Number 6, University of Massachusetts Amherst.

Das, Dilip K.(2000), 'Asian Crisis: Distilling Critical Lessons', **UNCTAD/OSG/DP/152**, December.

Dooley, Michael(2000), ' Debt Management and Crisis in Developing Countries', **Journal of Development Economics**, Vol.63(2000) 45-58

DPT(2001), Borçlanma, **İç ve Dış Borç Yönetimi**, Ankara.

Easterly, William(1999), 'How did Highly Indebted Poor Countries Become Highly Indebted? Reviewing Two Decades of Debt Relief', **World Bank**, September, 1999.

Fry, Maxwell(1997), **Emancipating the Banking System and Developing Markets for Government Debt**, Routledge London and New York.

Gibson and Tsakalatos(1992), ' The International Debt Crisis: Causes, Consequences and Solution', , **In Internationalization and Development** ed. by T. Hewitt, H. Johnson and D.Wield , Oxford University Press 1992:41-65.

Green, William H.(1993), **Econometric Analysis**, 2nd Edition, MacMillan.

Hardt, M. and Negri, A.(2000), **İmporatorluk**, Ayrıntı, Çev: Abdullah Yılmaz.

Kaminarides, John and Nissan, Edward(1993), 'Effects of International Debt on the Economic Development of Small Countries', **World Development**, Vol:21, No:2, p:227-232.

Kinleberger, Charles, P. (1989), Manias, **Panics and Crashes**, Macmillan, 2nd Ed, London.

Leff and Sato(1980), 'Macroeconomic Adjustment in Developing Countries: Instability, Short-Run Growth, and External Dependency', **Review of Economics and Statistics**, Vol.62, pp.170-179.

Levitt, Keri(1990), 'Debt, Adjustment and Development: Looking to the 1990s', lecture Notes, **Central Bank Auditorium in Port of Spain**, May 1990.

McKenzie, George and Thomas, Stephen(1992), **Financial Instability and the International Debt Problem**, MacMillan Press Ltd, London.

McKenzie, George and Stephen, Thomas(1993), **Instability and the International Debt Problem**, London, Harvester-Wheatsheaf.

Mishkin, Frederic S.(1999), 'Global Financial Instability: Framework, Events, Issues', **Journal of Economic Perspectives**, Vol.13, Number 4, Fall, 1999:3-20.

Minsky, Hyman(1982), 'The Financial Instability Hypothesis: Capitalist Process and the Behavior of the Economy', **In Financial Crisis** Ed by Charles P. Kindleberger and Jean-Pierre Laffergue, Cambridge University Press, London, 1982.

Mullineux, A. Andy(1988), '**Financial Instability**', Manuscript.

Pattillo, Catherin; Poirson, Helene and Ricci, Luca(2002), 'External Debt and Growth', **IMF Working Paper** wp/02/69.

Razin, Asset and Sadka, Efraim(2002), 'A Brazilian Debt Crisis', **NBER wp w9160** September, 2002.

Spotton, Brenda(1997), 'Financial Instability Reconsidered: Orthodox Theories Versus Historical Facts', **Journal of Economic Issues**, Vol.XXXI, No:1, March 1997.



Tözüm, Haluk(2002), ‘Küreselleşme:Gerçek mi? Seçenek mi?’, **Doğu-Batı**, Yıl:5, Sayı:18, Şubat-Nisan, 2002.

Yeldan, Erinç(2000), ‘ Neoliberal Küreselleşme İdeolojisinin Kalkınma Söylemi Üzerine Değerlendirmeler’, **Praksis**, 7, Yaz 2000, Sf:19-34.

Akman, Vedat (1998), **Modern Dünyadaki En Büyük Ekonomik Kriz**, Rota Yayınları.

Guttman, Robert(1985), ‘The Long-Term Consequences of Excessive Indebtedness’, **Manuscript**.

Wolfson, Martin(1986), ‘Comparison of Theories of Financial Crises’, **In Financial Crises**(Armonk, NY:M.E.Sharpe, 1986,:34-40.