



ISSN
2547-989X

Sinop Üniversitesi
Sosyal Bilimler Dergisi

Araştırma Makalesi

Sinop Üniversitesi Sosyal Bilimler Dergisi, 4 (1), 235-252

Geliş Tarihi:23.03.2020 Kabul Tarihi:03.06.2020

Yayın: Ocak-Haziran 2020 Yayın Tarihi:30.06.2020

<https://doi.org/10.30561/sinopusd.707976>

<https://dergipark.org.tr/sinopusd>

ÖZEL SEKTÖR DIŞ BORÇLANMASINDA İKTİSADİ POLİTİKALARIN ETKİLERİ: TÜRKİYE ÖRNEĞİ

Melek KIDEMLİ*

Dilek SÜREKÇİ YAMAÇLI*

Öz

Çalışmada, Türkiye’de, 2000-2016 döneminde özel sektör dış borçlanması ile iktisadi politikalar arasındaki ilişkiler araştırılmıştır. Bu kapsamda, bazı temel para, maliye, dış ticaret ve kur göstergelerinin dış borçlanma üzerindeki etkileri, Gecikmesi Dağıtılmış Otoregresif Model (ARDL) ve Hata Düzeltme Modeli (ECM) kullanılarak incelenmiştir. Analiz sonuçları; uzun dönemde özel sektör dış borçlanması ile yurtiçi faiz oranı arasında negatif yönlü ilişki vardır. Bununla birlikte, reel efektif döviz kuru, sermaye piyasasında istikrar ortamı, ihracat ve ithalat hacminin özel sektör dış borcu üzerinde pozitif yönlü etkisi vardır. Bütçe dengesi, sabit sermaye yatırım harcamaları ve yurtdışı faiz oranının, incelenen dönem kapsamında, özel sektör dış borçlanması üzerinde etkili olmadığı görülmüştür. Bu doğrultuda, özel sektör dış borçlanmasında, dış ticaret, döviz kuru ve para politikası, maliye politikasına göre daha güçlü etkidendir.

Anahtar Kelimeler: Özel sektör dış borçlanması, Dış borçlanma, ARDL, ECM, Türkiye.

* Bu çalışma “Özel Sektör Dış Borçlanması Üzerinde Etkili Olan Bazı Makroekonomik Göstergelerin Analizi: Türkiye Örneği” isimli yüksek lisans tezinden türetilmiştir.

* Doktora Öğrencisi, Nevşehir Hacı Bektaş Veli Üniversitesi, SBE Enstitüsü İktisat Bölümü, melekkidemli@gmail.com, <https://orcid.org/0000-0003-0784-1817>.

* Doç. Dr., Nuh Naci Yazgan Üniversitesi İİBF, İktisat Bölümü, dsurekci@nny.edu.tr, <https://orcid.org/0000-0002-8224-1144>.

Effects of Economic Policies on Private Sector External Debt: Case of Turkey

Abstract

The paper was investigated the relationships between economic policies and private sector external borrowing in the period 2000-2016 in Turkey. In this context, the effects of some fundamental monetary, fiscal, foreign trade and exchange rate policy indicators on private sector external borrowing were analyzed by using the Delay Distributed Autoregressive Model (ARDL) and Error Correction Model (ECM). According to the results of the analysis; there is a negative relationship between the external borrowing of the private sector and the domestic interest rate. Besides this, the real exchange rate, the stability of the capital market, export and import volumes are positive affects on the private sector of external debt. Budget balance, fixed capital investment expenditures and foreign interest rate are not effective indicators on the external borrowing of the private sector, in this period. In this respect, the effects of foreign trade, exchange rate and monetary policy are a stronger affect on the private sector's external borrowing than fiscal policy.

Keywords: Private sector external debt, External borrowing, ARDL, ECM, Turkey.

Giriş

Türkiye’de 2000’li yıllardan itibaren dış borçlanmada kamu sektörünün payı önceki dönemlere göre nispi olarak azalma gösterirken, özel sektörün payı yükselmektedir. Bu durum, Türkiye’de özel sektörün büyük ölçüde küçük ve orta büyüklükteki işletmeler (KOBİ)’den oluşması ve döviz kurunun volatilitésinin yüksek olmasına bağlı olarak, iktisadi çevrelerde olumsuz bir gelişme olarak değerlendirilmektedir. Öte yandan, literatürde, özel sektörün dış borçlanmasının nedenlerini inceleyen çalışmalar oldukça sınırlıdır. Bu anlamda bu tartışmaları destekleyecek veya karşı tez üretebilecek çalışmalar yeterli değildir.

Literatüre katkı sağlamak ve özel sektör borçlanması konusunda mevcut tartışmalara bilimsel bir bakış açısı geliştirebilmek üzere planlanan bu çalışmada, Tür-

kiye’de 2000-2016 dönemi için, özel sektör dış borçlanması ile makroekonomik politika göstergeleri arasındaki ilişkiler, ARDL (Gecikmesi Dağıtılmış Otoresif Model) ve ECM (Hata Düzeltme Modeli) analizlerine bağlı olarak incelenmiştir. Çalışmanın bağımlı değişkeni özel sektör toplam dış borç stoku, bağımsız değişkenleri bütçe dengesi, yurtiçi faiz oranı, yurtdışı faiz oranı (LIBOR), reel efektif döviz kuru endeksi, sabit sermaye yatırım harcamaları, ihracat hacmi, ithalat hacmi ve Borsa İstanbul-100 işlem hacmidir.

Çalışmada, giriş bölümünde özel sektör dış borçlanmasına yönelik bilgiler sunulmakta, birinci bölümde 2000-2016 döneminde Türkiye’de özel sektör dış borçlanması incelenmekte, ikinci bölümde literatür taraması yer almakta, üçüncü bölümde değişkenler, çalışma yöntemi ve çalışmanın sonuçları ortaya konmaktadır. Çalışma sonuç bölümü ile tamamlanmaktadır.

1. Türkiye’de Özel Sektör Dış Borçlanması

Türkiye Ekonomisi 2000 yılına, yüksek enflasyon, bütçe açığı, cari açık ve borç soku artışı ile girmiştir. Finansal yapısı ise özellikle bankacılık sektörüne bağlı olarak zayıflamıştır. Belirtilen ekonomik ve finansal sorunlar, 2000 Kasım ve 2001 Şubat aylarında olmak üzere ekonomik kriz yaşanmasına neden olmuştur. Bu krizler, Türkiye için yapısal sorunların çözümünün ne kadar önem taşıdığını bir kez daha ortaya koymuştur. Alınan ekonomik istikrar tedbirleri sonrasında, 2002-2008 dönemine bakıldığında, Türkiye’de enflasyon oranının nispi olarak gerileme gösterdiği, öte yandan yüksek oranlı ekonomik büyüme rakamları yaşandığı gözlenmektedir. Aynı dönemde, cari açık devam etmekle birlikte, bütçede mali disiplin korunmuş ve sürdürülebilmiştir. Bunların yanı sıra, para piyasasında önemli gelişmeler yaşanmış, bankaların finansal yapısı güçlendirilmiş, T.C. Merkez Bankası kanunla bağımsız bir yapıya kavuşturulmuştur. 2008 yılı sonrasında ise 2008 yılında yaşanan küresel ekonomik krizin de etkisiyle, döviz kuru tekrar yükselmeye başlamış, Türk Lirası yabancı paralar karşısında değer kaybetmiş, enflasyon oranı ve yurtiçi faizler yükselmiş, dış açık devam etmiştir. Bu süreçte, hükümetin mali disipline önem veren politikalar yürütmesi ve bağımsız para politikaları uygulamaları, piyasalara güven vermiş,

ekonomik toparlanma daha hızlı sağlanmıştır (Yamaçlı, 2017: 109). 2000 yılından itibaren özel sektör dış borçlanmasının değerlendirilmesi için Tablo 1 hazırlanmıştır.

Tablo 1: *Türkiye Özel Sektör Dış Borç Stoku (Milyon Dolar)*

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

*Tablo 1’de yer alan özel sektör dış borç yükü, toplam dış borçlanma içinde özel sektörün payını ifade etmektedir. Özel sektör dış borç yükü verileri her dönem için; “özel sektör dış borç stoku / toplam dış borç stoku” şeklinde hesaplanmıştır. Kaynak: TCMB ve T.C. Hazine ve Maliye Bakanlığı verileri kullanılarak tarafımızca hazırlanmıştır.

Tablo 1’deki verilerde Kasım 2000 krizi döneminde 54.431 milyon dolar olan özel sektör dış borç stoku, 2001 yılında 42.112 milyon dolara gerileme gösterirken, 2002-2005 döneminde tekrar yükselmiştir. Bu dönemde kısa vadeli dış borç stoku artış hızı, uzun vadeliye göre daha yüksektir. Sağlanan ekonomik ve politik güven ortamı, özel sektör toplam dış borçlanmasını artırırken, vade yapısının kısalması, tartışmalara yol açmıştır. 2008-2009 yıllarında özel sektör toplam dış borçlan-

masında gerileme yaşanırken, 2010-2016 döneminde artış söz konusudur. Bu dönemde de 2015-2016 yılları hariç olmak üzere, toplam dış borçlanma içinde kısa vadeli dış borçlanma artış hızı yükselmiştir. Tablo 1’de yer alan özel sektör dış borç yükü, özel sektörün dış tasarruflara bağımlılığını göstermektedir. Dış borç yükü kavramı literatürde, kamu sektörünün borçluluğunun belirlenmesinde kullanılmakla birlikte, bu çalışmada özel sektör için de bir gösterge olarak kullanılmıştır. Bu kapsamda, özel sektör dış borç yükü 2001-2002 ve 2009 yıllarında gerileme yaşarken, diğer yıllarda artış göstermiştir. Dış borçlanmanın sürdürülebilirliği göstergesi ise (toplam dış borç stoku / GSYH) Dünya Bankası, Uluslararası Para Fonu ve Avrupa Birliği tarafından, kamu sektörü için dış borçluluk düzeyini yansıtan diğer bir göstergedir. Yine özel sektör dış borçlanması için bakıldığında, 2000-2001 yıllarında bu oranın ortalama %20 olduğu, 2002-2005 döneminde %20’nin altına indiği, 2006-2009 döneminde %26’ya kadar yükseldiği, 2010-2011 döneminde ortalama %24’e gerilediği, 2012 yılından itibaren ise tekrar yükselerek %30-%33 aralığında seyrettiği görülmektedir.

Tablo 1’deki veriler 2000 yılından itibaren özel sektör borçlanmasının yüksek seyrettiğini ve bunun yanı sıra özellikle vade yapısında kısalma olduğunu göstermektedir. Fakat bu borçlanmanın Türkiye ekonomisi açısından risk taşıyıp taşımadığını ortaya koymamaktadır. Böyle bir sonuca ulaşabilmek için, özel sektör borçlanma nedenlerini de analiz etmek gerekmektedir. Bu çerçevede çalışmada özel sektör dış borçlanmasının makro iktisadi nedenleri belirlenmeye çalışılmış; para, maliye, kur politikası göstergeleri ile sabit sermaye yatırım harcamaları ve sermaye piyasasındaki gelişmelerin etkileri incelenmiştir.

2. Literatür İncelemesi

Literatürde dış borçlanma ile ilgili çalışmaları üç grupta incelenebilir. Bunlardan ilk gruptaki çalışmalar; özel-kamu sektörü ayırımına gidilmeden, toplam dış borçlanmanın nedenleri ve sürdürülebilirliği konusunu inceleyen çalışmalar olarak sınıflandırılabilir (Dağ ve Kızılkaya, 2018; Akdoğan, 2017; Azgün, 2005). İkinci

gruptaki çalışmalar; kamu kesimi dış borçlanmasının nedenlerine odaklanan çalışmalardır (Güven ve Oskay, 2018; Azgün ve Taşdemir, 2006). Üçüncü gruptaki çalışmaların ise ekonomik büyüme ve özel sektör dış borçlanması ile ilgili yürütülmüş olduğu söylenebilir (Dücan 2017; Kırıcı Çevik ve Cural, 2013; Hallak, 2009). Literatürde, ilk iki gruptaki çalışmalardan farklı olarak, özel sektör dış borçlanmasının nedenleri veya sürdürülebilirliğine yönelik çalışmaların oldukça sınırlı olduğu görülmektedir. Tablo 2’de dış borçlanma alanında erişilebilen çalışmalardan örneklere yer verilmiştir.

Tablo 2: *Dış Borçlanma Alanında Yapılan Çalışmalardan Örnekler*

Yazar/ Tarih	Dönem/ Ülke/ Yöntem	Değişkenler	Bulgular
Dağ ve Kızılkaya (2018)	2004:1-2017:4/ Türkiye/ Fourier Kwiatkowski Phillips Schmith Shin (FKPSS) Durağanlık Testi	Net dış borç stoku/GSYH	Net Dış Borç Stoku/GSYİH serisinin durağan olmadığı tespit edilmiştir. Bu sonuçla Türkiye’de dış borçlarının sürdürülemez olduğu ifade edilmiştir.
Güven ve Oskay (2018)	1990-2016/ Türkiye/ Granger Nedensellik Analizi	Dış borç stoku, kamu kısa ve uzun vadeli dış borç stoku, özel kısa ve uzun vadeli dış borç stoku, TCMB kısa ve uzun vadeli dış borç stoku, iç borç stoku, GSYH	GSYH’den kamu kısa vadeli dış borç stokuna doğru tek yönlü nedensellik tespit edilmiştir. GSYH ile kamu kısa vadeli dış borç stoku, özel kısa ve uzun vadeli dış borç stoku arasında nedensellik ilişkisi olmadığı saptanmıştır.
Akduğan (2017)	1970-2015/ Türkiye/ ARDL Analizi	Toplam dış borç stoku, enflasyon oranı, döviz kuru, gayrisafi yurtiçi tasarruflar, kişi başına GSYH, borç servisi, para arzı, bütçe dengesi, yurtiçi krediler, dış açıklık	Dış borç stoku üzerinde; enflasyon oranı, döviz kuru ve para arzının etkisi anlamlı ve negatif yönlü; kişi başına GSYİH, borç servisi, bütçe dengesi, dış açıklık ve yurtiçi kredilerin etkisinin ise anlamlı ve pozitif olduğu tespit edilmiştir.
Dücan (2017)	2002:1–2015:2/ Türkiye/ VAR ve Johansen Eşbütünlük Analizi	Özel sektör yurtdışı uzun vadeli kredi borç stoku, sermaye malı ithalatı, ihracat, sanayi üretim endeksi	Özel sektör yurt dışı borçlanması ile toplam mal ihracatı ve sanayi üretim endeksi arasında güçlü, pozitif ve istatistikî olarak anlamlı ilişki olduğu tespit edilmiştir.

Yazar/ Tarih	Dönem/ Ülke/ Yöntem	Değişkenler	Bulgular
Al-Fawwaz (2016)	1990-2014/Ürdün/ ARDL Analizi	Toplam dış borç stoku, kişi başı GSYH, bütçe açığı, dış açıklık, dış ticaret hadleri, döviz kuru	Dış borç stoku üzerinde; dış açıklık ile dış ticaret hacminin pozitif yönlü etkisi olduğu ve kişi başına GSYH'nin ise negatif yönlü etkisi olduğu saptanmıştır.
Dücan ve Bakan (2015)	2010-2015/ Türkiye/ VAR ve Granger Nedensellik Analizi	Özel sektör yurtdışı kısa vadeli kredi borç stoku, toplam mal ithalatı ve ihracatı, sanayi üretim endeksi	Özel sektör kısa vadeli kredi borç stoku ve sanayi üretim endeksi değişkenlerinin ithalat ve ihracatın nedeni olduğu tespit edilmiştir.
Erdem, Akdemir ve İlgün (2014)	1995-2005/ 27 Ülke (AB ve Euro Bölgesi'nden)/ Panel Analiz	AB tanımlı kamu borç stoku/ GSYH, 10 yıl vadeli devlet tahvil faiz oranı, fiyat endeksi, reel kişi başına GSYH'nin doğal logaritmik değerleri, genel bütçe dengesi/millî gelir, borç stokunun bir önceki dönem değeri	Yüksek borç stokuna sahip ülkelerde borç stokunun faiz oranları ve millî gelir ile arasında pozitif yönlü, enflasyon ile arasında anlamsız ilişki olduğu; düşük borç stokuna sahip ülkelerde borç stokunun enflasyon ile arasında pozitif yönlü, bütçe dengesi ile negatif yönlü ilişki olduğu tespit edilmiştir.
Çevik ve Cural (2013)	Türkiye/ 1989:1-2012:4/ Vektör Otoregresif Model (VEC) ve Toda Yamamoto Nedensellik Yöntemi	İç borçlanma stoku, toplam dış borçlanma stoku, özel dış borçlanma stoku, kamu dış borçlanma stoku, ekonomik büyüme	Kamu ve Özel dış borç göstergelerinden ekonomik büyüme göstergesine doğru tek yönlü nedensellik olduğu tespit edilmiştir.
Hallak (2009)	1990-2007/ Gelişmekte Olan Ülkeler, Güney Kore ve İzlanda/ En Küçük Kareler Yöntemi	Özel sektör dış borç servisi, özel sektör uzun vadeli dış borç stoku ve iç borç stoku, sabit döviz kuru, dış açıklık, yatırım harcamaları, ekonomik büyüme, enflasyon oranı, siyasi istikrar, borç servisi/ihracat, makroekonomik ortam, uluslararası kredi kuruluşlarının etkisine ait gösterge	Ülkelerin özel sektör dış borçlanmasında finansal istikrar önemli bir etkiye sahiptir. Özel sektör dış borç stokunun yatırımlar ile arasında negatif yönlü; ekonomik büyüme, dış açıklık oranı, enflasyon ve borç servisi/ ihracat ile arasında pozitif yönlü ilişki olduğu tespit edilmiştir.

Yazar/ Tarih	Dönem/ Ülke/ Yöntem	Değişkenler	Bulgular
Azgün ve Taşdemir (2006)	1980-2004/ Türkiye/ Engle-Granger ve Johansen Eş Bütün- leşme Yöntemleri	Kişi Başı Reel Hükümet Harcamaları, Kişi Başı Reel Hükümet Gelirleri, Reel Hükümet Harcamaları/GSMH, Reel Hükümet Gelirleri/GSMH	Bütçe açıklarından doğan kamu borcunun Türkiye'nin cari politikasının sürdürülebilirliğini tehdit edip etmediği araştırılmıştır. Elde edilen sonuç kapsamında bütçe açığının sürdürülebilir olduğu ifade edilmiştir.
Azgün (2005)	1981:01-2004:10/ Türkiye/ Engle-Granger ve Johansen Eş Bütün- leşme Yöntemleri	İskontolu Borç Göstergesi	Türkiye'de dış borç geri ödeme koşullarının sağlandığı ve dış borcun sürdürülebilir olduğu sonucu elde edilmiştir. Yani Türkiye'de cari dış borç stoku, borç servis etmek amacıyla kullanılan kaynakların toplam değerinden daha azdır.
Cordella, Ricci ve Ar- ranz (2005)	1970-2002/ Geliş- mekte olan 79 Ülke/ Panel Analiz	Toplam dış borç stoku, ekonomik büyüme	Dış borç stoku ve ekonomik büyüme arasında istatistiksel olarak negatif yönlü ilişki olduğu tespit edilmiştir.
Lane (2004)	1970-1998/ Düşük ve Orta Ge- lirli 55 Ülke/ Panel Analiz	Kişi başı dış borç stoku, kişi başı GSYH, dışa açıklık, eğitim düzeyi	Kişi başı dış borç stoku ile kişi başı GSYH, dışa açıklık düzeyi ve eğitim arasında pozitif yönlü ilişki olduğu tespit edilmiştir.
Tinureh (2004)	1982-1998/ Geliş- mekte olan 60 Ülke/ Panel Analiz	Toplam dış borç stoku, toplam borç servisi/ihracat, dışa açıklık, sermaye çıkışı/ihracat, dış ticaret hadleri, GSYH	Dış borç stoku; GSYH, gelir istikrarsızlığı, toplam borç servisi/ ihracat, dışa açıklık düzeyi ile pozitif ilişkilidir. Bazı yıllar hariç sermaye kaçışı/ihracat, dış ticaret hadleri ile de pozitif ilişkili olduğu tespit edilmiştir.
Edo (2002)	1980-1999/ Fas ve Nijerya/ En Küçük Kareler Yöntemi	Toplam dış borç stoku, dış ticaret dengesi, iç tasarruflar, kamu harcamaları, küresel faiz (LIBOR)	Dış borçlanmanın, küresel faiz (LIBOR) ve kamu harcamaları ile pozitif yönlü, ödemeler dengesi ve iç tasarruflar ile negatif yönlü ilişkiye sahip olduğu tespit edilmiştir.
Hajivassiliou (1987)	1970-1982/ Geliş- mekte Olan 79 Ülke/ Panel Analiz	Toplam borç stoku, kişi başına reel GSYH büyüme oranı, borç faizi/ihracat, ithalat/GSYH, toplam	Toplam borç stokunun; kişi başına reel GSYH ile negatif yönlü; borç faizi/ ihracat, toplam borç servisi/ ihracat, ithalat/

Yazar/ Tarih	Dönem/ Ülke/ Yöntem	Değişkenler	Bulgular
		borç servisi/ihracat, borç anaparası/ihracat	lat/ GSYH, borç anapara/ cat ile pozitif yönlü ilişkisi ol- duğu gözlenmiştir.

Tablo 2’de yer alan çalışmaları şu şekilde özetlenebilir: Genellikle toplam dış borçlanma ile bütçe açığı, yatırım harcamaları, dışa açıklık, ihracat ve ithalat hacmi, LIBOR, enflasyon oranı arasında pozitif yönlü ilişki tespit edilmiştir (Dücan, 2017; Akduğan, 2017; Al-Fawwaz, 2016; Hallak, 2009; Edo, 2002; Hajivassiliou, 1987). GSYH, para arzı, iç tasarruflar, döviz kuru değişkenleri ile toplam dış borçlanma arasında ise negatif yönlü ilişki belirlenmiştir (Akduğan, 2017). GSYH ile pozitif yönlü ilişki bulan çalışmalar da vardır (Erdem, Akdemir ve İlgün, 2014; Cordella, Ricci ve Arranz, 2005; Tinureh, 2004; Lane, 2004). Özel sektör dış borçlanması ile ilgili çalışmalar ise şöyledir: Dücan (2017), özel sektör dış borçlanması, ihracat ve sanayi üretim endeksi arasında güçlü, pozitif yönlü ilişki saptamıştır. Dücan ve Bakan (2015), özel sektör kısa vadeli kredi borç stokunun ithalat ve ihracatın nedeni olduğu sonucu bulunmuştur. Hallak (2009) ise, özel sektör dış borç stokunun yatırımlar ile arasında negatif yönlü; ekonomik büyüme, dışa açıklık oranı, enflasyon ve borç servisi/ihracat ile arasında pozitif yönlü ilişki olduğunu tespit etmiştir.

Özel sektör dış borçlanması odaklı bazı betimsel çalışmaların bulguları şu şekilde özetlenebilir: Dayar ve Sandalcı (2017) tarafından, 2002-2015 döneminde özel sektör borçlanmasının arttığı yıllarda ihracatın arttığı, özel sektör sabit sermaye yatırımlarının ise 2000-2001 kriz yılları haricindeki yıllarda arttığı gözlenmiştir. Ayrıca ekonomik büyümenin özel sektörden beslenerek büyüdüğü de tespit edilmiştir. Akkaya (2010), 1970-2009 döneminde gelişmekte olan ülkelerin ve Türkiye’nin borçlanmasını incelemiştir. Çalışmada özel sektörün, işletme sermayesi ve spekülasyon amaçlı dış borçlanmaya başvurmasının dış borç stokunun artışında belirleyici etkiler olduğu görülmüştür. Karagöl (2010), Türkiye ekonomisinin gücünün ve uluslararası piyasalardaki güvenilirliğinin artması sonucu, özel sektör dış borçlanmasının önünün açıldığı sonucuna ulaşmıştır. Kara (2001), Türkiye’de istikrarın olmadığı ve

enflasyonun düşük olduğu dönemlerde özel sektörün orta ve uzun vadeli borçlanmaya yönelmesinin daha doğru olacağını ileri sürmüştür.

Çalışmanın literatüre katkısı; özel sektör dış borçlanmasını etkileyen makro iktisadi politikaların etkilerinin para, maliye ve kur politikası araçlarının bir arada kullanılarak değerlendirilmeye çalışılmasıdır. Bununla birlikte analize yurtdışı faiz oranı, yurtiçi sabit sermaye yatırım harcamaları ve sermaye piyasası istikrarının dâhil edilmesi çalışmanın diğer bir katkısıdır.

3. Uygulama

Çalışmada, 2000-2016 dönemi için üç aylık verilerle, ARDL ve ECM analizleri kullanılarak, Türkiye’de özel sektör dış borçlanması ve makro iktisadi göstergeler arasındaki ilişkiler incelenmiştir. Modellemede kullanılan değişkenler Tablo 3’te sunulmuştur.

Tablo 3: *Değişkenlere Yönelik Açıklamalar*

Değişkenler	Tanımı	Veri Kaynağı
PTD/GDP	Özel sektör toplam dış borç stoku/GSYH	T.C. Merkez Bankası Elektronik Veri Dağıtım Sistemi (EVDS).
BD/GDP	Bütçe Dengesi/GSYH	TCMB (EVDS) ve T.C. Hazine ve Maliye Bakanlığı İstatistikleri.
ITR	Yurtiçi Faiz Oranları	T.C. Merkez Bankası Elektronik Veri Dağıtım Sistemi (EVDS).
LIBOR	Yurtdışı Faiz oranı (LIBOR)	Bank of England - Interactive Database
EXC	Döviz Kuru	T.C. Merkez Bankası Elektronik Veri Dağıtım Sistemi (EVDS).
INV/GDP	Sabit Sermaye Yatırım Harcamaları/ GSYH	T.C. Merkez Bankası Elektronik Veri Dağıtım Sistemi (EVDS).
E/GDP	İhracat/ GSYH	T.C. Merkez Bankası Elektronik Veri Dağıtım Sistemi (EVDS).
I/GDP	İthalat/ GSYH	TCMB (EVDS) ve TC Hazine Müsteşarlığı İstatistikleri.
BIST/GDP	BİST-100/ GSYH	T.C. Merkez Bankası Elektronik Veri Dağıtım Sistemi (EVDS).

Değişkenler ile dış borçlanma arasındaki iktisadi beklentiler şu şekilde özetlenebilir: Bütçe açığı ile özel sektör dış borç stoku arasında pozitif yönlü ilişki beklenmektedir. Bunun nedeni, dışlama etkisine bağlı olarak açıklanabilir. Özel sektör yurtiçi borçlanma maliyeti yükseldiğinde, yurtdışı borçlanmaya yönelebilir. Benzer şekilde, yurtiçi faiz oranı ile özel sektör dış borçlanması arasında pozitif yönlü ilişki beklenmektedir. Yurtdışı faizlerle özel sektör dış borçlanması arasındaki iktisadi beklenti ise negatif yönlüdür. Öte yandan yurtdışı faiz oranlarının artması borç faiz ödemelerini olumsuz etkileyeceği için bu iki değişken arasında pozitif yönlü ilişkide gözlenebilir. Döviz kuru ile özel sektör dış borç stoku arasında ise genel beklenti negatif yönlü ilişki olmasıdır. Fakat bu iki değişken arasındaki ilişki bazı çalışmalarda pozitifdir. Sabit sermaye yatırım harcamalarındaki artışın ise özel sektör dış borç stokunu artırması beklenmektedir. Sabit sermaye yatırım harcamaları içinde özel sektör yatırımlarının oransal payı kamu sektöründen daha fazladır ve artan yatırım harcamalarıyla beraber özel sektörün dış borçlanması da artmaktadır. Bunun yanında, ihracat ve ithalat göstergeleri ile özel sektör dış borç stoku arasında da pozitif yönlü ilişki beklenmektedir. Özel sektör dış ticarete rekabet edebilmek için ihtiyaç duyduğu kaynak hacmini dışarıdan sağlayabilir. Bununla birlikte Türkiye’de ihracatın büyük bir bölümünün KOBİ’ler tarafından yapıldığı düşünüldüğünde üretimin borçlanmaya bağlı olduğu söylenebilir. Yurtiçi istikrar göstergesi olarak analize dâhil edilen BİST-100 işlem hacmi göstergesi ile özel sektör dış borç stoku arasında da iktisadi bakımdan beklentimiz pozitif yönlü ilişki olmasıdır. BİST-100 işlem hacmindeki artış, uluslararası piyasalar karşısında ülkenin güvenilirliğini artırıcı bir faktördür. Bu kapsamda BİST-100 işlem hacmindeki artışın, özel sektör dış borçlanmasındaki kaynak hacminde genişleme sağlayacağı öngörülmektedir.

ARDL analizi öncesinde değişkenler Üstel Düzeltme Yöntemiyle mevsimsel etkilerden arındırılmıştır. Daha sonra ADF (Genişletilmiş Dickey Fuller) ve KPSS (Kwiatkowski, Phillips, Schmidt, Shin) birim kök testleri kullanılarak, değişkenlerin durağanlığı sınanmıştır. ADF Testinde sıfır hipotezi birim kökün varlığını (durağan olmama) ifade ederken, KPSS Testi sıfır hipotezi durağanlığın varlığını

ifade etmektedir (Yamaçlı ve Saatçi, 2017: 59). Tablo 4'te ADF ve KPSS birim kök testleri sonuçları sunulmaktadır.

Tablo 4: ADF ve KPSS Birim Kök Testi Sonuçları

ADF Birim Kök Testi		Sabit		Trend ve Sabit	
Değişkenler		t-istatistik	Olasılık	t-istatistik	Olasılık
PTD/GDP	Düzye	-1.901	0.673	-3.326***	0.071
	Birinci Fark	-4.369*	0.001	-4.713*	0.002
BD/GDP	Düzye	-1.238	0.653	-3.857	0.020
	Birinci Fark	-3.414**	0.014	-3.401***	0.060
EXC	Düzye	-4.187*	0.001	-4.101*	0.002
	Birinci Fark	-	-	-	-
ITR	Düzye	-1.965	0.301	-3.195***	0.094
	Birinci Fark	-7.780*	0.000	-7.719*	0.000
LIBOR	Düzye	-3.332**	0.017	-3.567**	0.041
	Birinci Fark	-	-	-	-
INV/GDP	Düzye	-1.353	0.599	-2.554	0.302
	Birinci Fark	-5.005*	0.000	-4.962*	0.000
E/GDP	Düzye	-4.300*	0.001	-5.164*	0.000
	Birinci Fark	-	-	-	-
I/GDP	Düzye	-2.988**	0.041	-3.606**	0.037
	Birinci Fark	-	-	-	-
BIST/GDP	Düzye	-7.010*	0.000	-6.344*	0.000
	Birinci Fark	-	-	-	-
KPSS Birim Kök Testi		Düzye		Birinci Fark	
Değişkenler		Sabit	Trend-Sabit	Sabit	Trend-Sabit
PTD/GDP		0.816	0.128	0.240	0.159
BD/GDP		0.704	0.198	-	-
EXC		0.461	0.182	-	-
ITR		0.802	0.229	0.128	0.128
LIBOR		0.568	0.068	-	-
INV/GDP		0.680	0.102	-	-
E/GDP		0.601	0.087	-	-
I/GDP		0.475	0.098	-	-
BIST/GDP		0.102	0.107	-	-
Kritik Değerler	%1	0.739	0.216	0.739	0.216
	%5	0.463	0.146	0.463	0.146
	%10	0.347	0.119	0.347	0.119

Tablo 4'e göre, değişkenlerin durağanlık seviyeleri farklıdır. Bu nedenle değişkenler arasındaki ilişkilerin belirlenmesinde, ARDL analizi kullanılmıştır. ARDL analizi, değişkenlerin durağanlık seviyelerinin I (2) olması haricinde, I (0) veya I (1) durağanlık seviyelerinde uygulanabilmektedir (Pesaran, 2015: 123). Çalışmada kullanılan ARDL modeli şu şekildedir:

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

ARDL analizinde öncelikle modelin gecikme uzunluğunun belirlenmesi gerekmektedir. Bu kapsamda çalışmada, Akaike Bilgi Kriteri kullanılarak modelin gecikme uzunluğu dört dönem olarak belirlenmiştir (bkz. *Ek A*). Hata terimi ve kurulan modelin uygunluğuna yönelik yapılan tanısal testlerin sonuçları ise *Ek B* ve *Ek C*'de sunulmuştur. Tablo 5'te, ARDL Sınır Testi (Bound Test) sonuçları yer almaktadır.

Tablo 5: ARDL Sınır Testi Sonuçları

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

k terimi, bağımsız değişken sayısını göstermektedir. Uzun dönem (eşbütünleşme) için H_0 hipotezi, değişkenler arasında uzun dönemli ilişki yoktur şeklindedir. Hesaplanan F istatistik değeri %1 anlamlılık düzeyinin üst sınırından da büyük olduğu için H_0 hipotezi reddedilmiştir. Bu sonuç, değişkenler arasında uzun dönemli ilişkinin varlığını doğrulamaktadır.

Tablo 6: ARDL Analizi Uzun Dönem Katsayıları

Değişken	Katsayı	Standart Hata	t-istatistik	Olasılık
LIBOR	-0.004	0.101	-0.044	0.965
D(ITR)	-0.232	0.099	-2.343**	0.026
EXC	0.409	0.140	2.905*	0.007

BIST_GDP	0.004	0.002	1.793***	0.084
D(BD_GDP)	2.925	5.636	0.519	0.607
D(INV_GDP)	-2.643	6.634	-0.398	0.693
E_GDP	5.383	1.620	3.321**	0.002
I_GDP	0.635	0.348	1.823***	0.079
C	0.581	0.338	1.715***	0.097

*, %1; **, %5; ***, %10 anlamlılık seviyelerini göstermektedir.

Tablo 6'ya göre, uzun dönemde, politika faiz oranı ile özel sektör toplam dış borç stoku arasında istatistiki olarak anlamlı ve negatif yönlü ilişki vardır. Bu sonuç Türk Lirası değer kazandıkça (yurtiçi faiz oranı yükseldikçe) dış borçlanmanın artacağını göstermektedir. Reel efektif döviz kuru değişkeni de aynı şekilde bu sonucu desteklemektedir. Türk Lirası değer kazandıkça, dış borçlanma artmaktadır. Bununla birlikte, sermaye piyasasında istikrar ortamı (BİST-100 göstergesi), ihracat ve ithalat hacmi ile özel sektör dış borçlanması arasındaki ilişki pozitif yönlüdür. İhracat hacmi ve döviz kuru ile özel sektör borçlanması arasındaki ilişkinin diğer değişkenlere göre daha güçlü olduğu elde edilen diğer bir sonuçtur. Sabit sermaye yatırım harcamaları ve bütçe dengesi ile özel sektör dış borçlanması arasında istatistiki olarak anlamlı bir ilişki gözlenmemektedir. Tablo 7'de, Hata Düzeltme Modeline (ECM) ait sonuçlar sunulmaktadır.

Tablo 7: Hata Düzeltme Modeli Sonuçları

Değişken	Katsayı	Standart Hata	t-istatistik	Olasılık
D(LIBOR)	-0.001	0.029	-0.033	0.973
D(ITR, 2))	-0.002	0.001	-1.874	0.071
D(EXC)	-0.002	0.002	-1.361	0.184
D(EXC(-1))	0.005	0.002	2.707	0.011
D(EXC(-2))	0.003	0.002	2.018	0.053
D(EXC(-3))	0.000	0.002	0.176	0.861
D(BIST_GDP)	0.020	8.810	0.002	0.998
D(BIST_GDP(-1))	3.810	10.405	0.366	0.717
D(BIST_GDP(-2))	-6.173	10.729	-0.575	0.569
D(BIST_GDP(-3))	8.061	10.253	0.786	0.438
D(BD_GDP, 2))	-0.304	0.185	-1.646	0.111
D(BD_GDP(-1))	0.131	0.188	0.695	0.492
D(INV_GDP, 2))	0.621	1.130	0.549	0.587

Değişken	Katsayı	Standart Hata	t-istatistik	Olasılık
D(INV_GDP(-1))	1.846	1.496	1.234	0.227
D(INV_GDP(-2))	0.830	1.468	0.565	0.576
D(INV_GDP(-3))	0.841	1.011	0.832	0.412
D(E_GDP)	0.446	0.746	0.598	0.554
D(E_GDP(-1))	0.534	0.257	2.079	0.047
D(E_GDP(-2))	0.221	0.248	0.889	0.381
D(E_GDP(-3))	-0.093	0.238	-0.390	0.699
D(I_GDP)	-0.243	0.436	-0.557	0.581
EC (-1)	0.075	0.023	0.327	0.746

Tablo 7’de yer alan sonuçlara göre, EC (-1) ile ifade edilen Hata Düzeltme Terimi istatistiki olarak anlamlı ve işareti pozitifdir. Parametrenin anlamlı olması değişkenler arasında uzun dönemli bir ilişkinin olduğunu göstermektedir. Fakat işaretinin pozitif olması Hata Düzeltme Mekanizmasının işlemediğini ifade etmektedir.

Sonuç

Çalışmada, Türkiye’de 2000-2016 döneminde özel sektör dış borçlanmasını etkileyen makro iktisadi unsurlar incelenmiştir. Çalışmanın uygulama bölümünde, ARDL ve ECM analizlerinden yararlanılmıştır. Çalışma sonucunda; uzun dönemde özel sektör dış borçlanması ile yurtiçi faiz oranı arasında negatif; reel efektif döviz kuru endeksi, sermaye piyasasında istikrar ortamı, ihracat ve ithalat hacmi ile özel sektör toplam dış borç stoku arasında istatistiki olarak anlamlı ve pozitif yönlü ilişki olduğu sonucuna ulaşılmıştır. Özellikle ihracat hacmi ve reel döviz kuru değişkeni ile özel sektör toplam dış borç stoku arasındaki ilişkinin diğer değişkenlere oranla daha güçlü olduğu da gözlenmiştir. Bütçe dengesi, sabit sermaye yatırım harcamaları ve yurtdışı faiz oranının, incelenen dönem kapsamında etkili olmadığı görülmüştür. Analiz sonuçlarına bağlı olarak; Türkiye’de özel sektör borçlanmasının ihracat ve döviz kuru politikalarından önemli ölçüde etkilenmesi; ihracatın, KOBİ’lerce satıcı kredilerine başvurularak karşılandığı sonucuna götürmektedir. Bu noktada, ihraç malları talebi karşıladığı sürece ekonomik anlamda bir risk bulunmamaktadır. Öte

yandan T.C. Merkez Bankası döviz kurunun dolayısıyla Türk Lirasının değerini istikrarlı kılmaya yönelik politikalar uygulaması önem taşımaktadır.

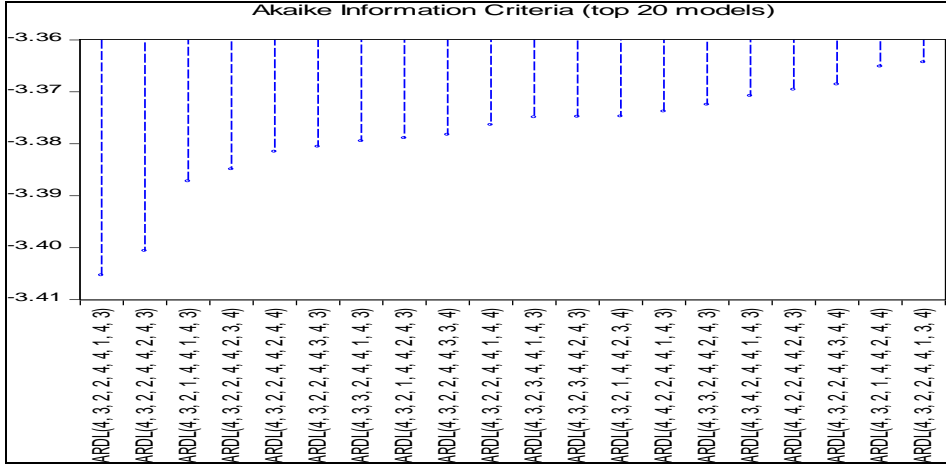
Kaynakça

- Akduğan, U. (2017). Türkiye’de dış borç stokunun belirleyicileri. *Business and Economics Research Journal*, 8 (2), 183-202.
- Akkaya, A. T. (2010). *Uluslararası borç krizi ve Türkiye borçlarının sürdürülebilirliği*. Yayınlanmamış yüksek lisans tezi, Adana: Çukurova Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü.
- Al-Fawwaz, T. M. (2016). Determinants of external debt in Jordan: an empirical study (1990-2014). *International Business Research*, 9 (7), 116-123.
- Azgün, S. (2005). Dış borç sürdürülebilirliği: Zamanlararası bütçe kısıtı testleri. *Sosyal Bilimler Dergisi*, 2, 57-68.
- Azgün, S., Taşdemir M. (2006). Bütçe açıklarının sürdürülebilirliği: Zamanlararası borçlanma kısıtının testi (1980- 2004). *Atatürk Üniversitesi İ.İ.B.F. Dergisi*, 20 (2), 35- 47.
- Bank of England (2017). *Bankalararası gecelik borçlanma faizi (LIBOR)*. <https://www.bankofengland.co.uk/boeapps/database/Bank-Rate.asp>, 01 Eylül 2017.
- Cordella, T., Ricci, L. A., Arranz, M. R. (2005). Debt overhang or debt irrelevance? Revisiting the debt-growth link. *IMF Working Paper*, 223, 1-55.
- Dağ, M., Kızılkaya, F. (2018). *Türkiye’de dış borçların sürdürülebilirliği: Fourier yaklaşımı ile bir uygulama*. 1. Uluslararası GAP Sosyal Bilimler Kongresi, Şanlıurfa.
- Dayar, H., Sandalcı, İ. (2017). Türkiye’de özel sektör dış borçlarının gelişimi ve ekonomi üzerindeki etkileri. *Uluslararası Ekonomik Araştırmalar Dergisi*, 3 (3), 369-382.
- Dücan, E. (2017). Özel sektör yurtdışı borçlanmasının reel sektör ve ihracata etkisi. *Mehmet Akif Ersoy Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü Dergisi*, 9 (19), 22-41.
- Dücan, E., Bakan, S. (2015). Özel sektör kısa vadeli borçlanmasının reel sektöre etkisi: Hollanda hastalığı örneği. *Akademik Bakış Dergisi*, 52, 164-185.
- Edo, S. E. (2002). The external debt problem in africa: a comparative study of Nigeria and Morocco. *African Development Review*, 14 (2), 221-236.
- Erdem, E., Akdemir, T., İlğün, F. (2014). Borç krizi ve merkez bankası bağımsızlığı ilişkisi: Parasal birliğe dahil ülkelere yönelik panel veri analizi. *The International Journal of Economic and Social Research*, 10 (1), 61-81.

- Güven, A., Oskay, C. (2018). Fonksiyonel maliye temelinde kamu borçlanması ve iktisadi büyüme arasındaki ilişkinin ekonometrik analizi: Türkiye örneği. *Yönetim ve Ekonomi Araştırmaları Dergisi*, 16 (2), 21-40.
- Hajivassiliou, V. A. (1987). The external debt repayments problems of LDC's: An economic model based on panel data. *Journal of Econometrics*, 36, 205-230.
- Hallak, I. (2009). External debt to the private sector and the price of bank loans. *Carefin Working Paper*, 8 (9), 1-23.
- Kara, M. (2001). Türkiye'nin ekonomik büyüme sürecinde dış borç çıkmazı. *Süleyman Demirel Üniversitesi İktisadi ve İdari Bilimler Fakültesi Dergisi*, 6 (1), 95-110.
- Karagöl, E. T. (2010). Geçmişten günümüze Türkiye'de dış borçlar. *Siyaset, Ekonomi ve Toplum Araştırma Vakfı*. <http://file.setav.org/Files/Pdf/gecmisten-gunumuzeturkiyede-dis-borclar.pdf>, 22 Nisan 2017.
- Kırcı Çevik, N., Cural, M. (2013). İç borçlanma, dış borçlanma ve ekonomik büyüme arasında nedensellik ilişkisi: 1989-2012 dönemi Türkiye örneği. *Maliye Dergisi*, 165, 115-139.
- Lane, P. R. (2004). Empirical perspectives on long-term external debt. *Topics in Macroeconomics*, 4 (1), 1-30.
- Pesaran, M. H. (2015). *Time series and panel data econometrics*. Oxford University Press.
- Sürekcı Yamaçlı, D. (2017). *Türkiye'de parasal istikrar ve 1923 yılından günümüze para politikasındaki gelişmeler*. Ankara: Nobel Yayın.
- Sürekcı Yamaçlı, D. Saatçi, M., (2017). Türkiye'de tüketici enflasyonunun iktisadi belirleyicileri: ARDL analizi. *Business and Economics Research Journal*, 7(3), 53-71.
- T.C. Hazine ve Maliye Bakanlığı (2017). *Kamu borç yönetimi raporu*. <https://m.hazine.gov.tr/File/Index?id=9E197BA3-9FC7-4C85-AE3F-667386F46599>, 10 Eylül 2017.
- T.C. Hazine ve Maliye Bakanlığı (2017). *Borç göstergeleri*. <https://www.hazine.gov.tr/File/Index?id=e71434ab-77b9-4cbf-94b8-c5e9c3345eed>, 10 Eylül 2017.
- Tiruneh, M. W. (2004). An empirical exploration into the determinants of external indebtedness. *Prague Economic Papers*, 13 (3), 261-277.
- Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası, Elektronik Veri Dağıtım Sistemi (2017). <http://evds.tcmb.gov.tr/>, 01 Kasım 2017.
- World Bank (1990). Turkey-debt management and borrowing strategy under macroeconomic adjustment. Washington: DC.

Ekler

Ek A: Seçim Kriterleri Sonuçları



Ek B: Modelin uygunluğuna Ait Testlerin Sonuçları

$R^2 = 0.95$, F-istatistik= 14.807, Olasılık= 0.000;

Breusch-Godfrey Otokorelasyon LM Testi, F-istatistik= 0.584, Olasılık= 0.711;

Breusch-Pagan-Godfrey Değişen Varyans Testi, F-istatistik= 0.894, Olasılık= 0.626;

Jarque-Bera Normallik Testi JB=1.732, Olasılık= 0.420.

Ek C: CUSUM ve CUSUM Q Testlerinin Sonuçları

