

Kalkınmanın Finansmanında Yabancı Sermaye Hareketleri ve Dış Borç Büyüme İlişkisi: Türkiye Örneği

In The Financing of Development, The Effect of Foreign Capital Flows and External Debt on Growth: A Case of Turkey.

Mehmet Ragıp Göğün¹

Öz

Bu çalışmanın amacı; Türkiye için 1986-2018 döneminde sermaye hareketleri ve dış borcun büyüme üzerindeki etkisinin ekonometrik olarak incelenmesidir. Türkiye gibi gelişmekte olan ülkelerin en önemli problemlerinden biri büyüme için gerekli olan kaynakların, sermaye birikiminin ve iç tasarrufların yetersiz olmasıdır. Kalkınmanın ve büyümenin sağlanması için yeterli kaynağın bulunamaması halinde özellikle istihdam önemli bir sorun olarak ortaya çıkmaktadır. Bu nedenle gelişmekte olan ülkeler belli oranlarda büyümek zorundadırlar. Kalkınma için gerekli kaynaklar dış borç alınarak, doğrudan yabancı yatırımların ülkeye çekilmesi ve yabancı portföy yatırımları ile çözümlenebilir. Üretimi arttırmak için yatırım harcamaları yapıldıkça istihdam düzeyi yükselmekte, sermaye birikimi genişlemekte ve sonuç olarak milli gelir artmaktadır. Kalkınmanın sağlanmasında dış borçlar da, gelişmekte olan ülkeler için önemli bir kaynak olarak görülmektedir, Ancak burada önemli olan nokta dış borcun seviyesi ve bu borcun ne amaçla kullanılacağıdır. Çünkü, aşırı dış borçlanma büyümeyi olumsuz etkilemektedir. Analizlerde, ilk önce değişkenlerin durağanlığı Lee-Strazicich(2003) birim kök testi ile analiz edilmiştir. Bunu takiben sermaye hareketleri dış borç ve büyüme arasında uzun dönem ilişkisi olup olmadığı Maki (2012) eşbütünleşme testi ile analiz edilmiştir. Son olarak ise Stock ve Watson (1993), DOLS ile uzun dönem katsayıları tahmin edilmiştir. Analiz bulgularına göre doğrudan yabancı yatırımlar, dış borç ve büyümenin uzun dönemde beraber hareket ettikleri tespit edilmiştir. Uzun dönem katsayı tahmincisi sonuçlarına göre doğrudan yabancı yatırımların ekonomik büyümeyi pozitif etkilediği, portföy yatırımlarının ise ekonomik büyümeyi negatif etkilediği görülmüştür. Dış borçların ise ekonomik büyüme üzerinde etkisinin eşik değere kadar (%52), pozitif olduğu, buna karşın bu eşik aşılması halinde büyümeyi negatif etkilediği tespit edilmiştir.

Anahtar Kelimeler: Kalkınmanın Finansmanı, Doğrudan Yabancı Yatırımlar, Portföy Yatırımları, Dış Borç, Büyüme

Abstract

The purpose of this study; To examine the impact of econometric capital flows and external debt growth of Turkey for the period 1986-2018. One of the most important problems of the developing countries like Turkey is the lack of the resources needed to grow domestic savings and capital accumulation. Employment becomes an important problem, especially if sufficient resources are not available to ensure development and growth. Therefore, developing countries have to grow at certain rates. The resources required for development can be solved by borrowing foreign debt, attracting foreign direct investments to the country and foreign portfolio investments. As investment expenditures are made to increase production, the level of employment increases, capital accumulation expands and consequently national income increases. External debt is also seen as an important source for developing countries. However, the important point here is the level of foreign debt and the purpose of this debt. Because, excessive external borrowing affects growth negatively. In the analyzes, the stationarity of the variables was first analyzed with the unit root test Lee-Strazicich (2003). Afterwards, Maki (2012) analyzed whether there is a long-run relationship between capital movements and external debt and growth. Finally, Stock and Watson (1993) estimated the long-term coefficients with DOLS. According to the analysis findings, it was determined that capital movements, external debt and growth, act together in the long term. According to the long-term coefficient estimator results, it was found that direct investments positively affect economic growth, portfolio investments negatively affect economic growth. On the other hand, the effect of foreign debts on economic growth up to the threshold value (52%) was positively affected, however, if this threshold was exceeded, it was found to affect growth negatively.

Keywords: Development Financing, Foreign Direct Investment, Portfolio Investments, External Debt, Growth

Araştırma Makalesi [Research Paper]

Submitted: 12 / 03 / 2020

Accepted: 25 / 05 / 2020

¹ Dr. Öğr Üyesi, Harran Üniversitesi Uygulamalı Bilimler Fakültesi

Giriş

Türkiye gibi gelişmekte olan ülkelerin en önemli sorunlarından birisi kalkınmanın finansmanı ve ülkenin istikrarlı bir şekilde büyümesinin sağlanmasıdır. Ancak, gelişmekte olan ülkelerin bir çoğunda büyüme ve kalkınmanın sağlanması için gerekli olan kaynaklar ve sermaye birikimi yeterli değildir. Bu ülkeler yatırımların gerçekleştirilmesi için dış kaynağa ihtiyaç duyarlar. Çünkü iç tasarruflar yetersizdir ve kalkınma için gerekli finans desteğini sağlayamazlar. İthalatın sürdürülebilmesi için gerekli olan döviz ihtiyacı kalkınmanın en önemli finans kaynaklarından biri olan ihracat artışı ile sağlanamayınca dış borç, kalkınmanın sürdürülebilmesi için en önemli finans kaynağı olarak ortaya çıkmaktadır. Yapılan bir çok araştırma dış borcun belli sınırlar içinde alınması ve yatırımların finansmanında kullanılmasının ülkelerin büyümesine olumlu katkılar sağladığını göstermektedir. Alınan borcun yatırımlara kanalize edilmesi halinde ortaya çıkan gelir artışı hem borcun geri ödemesini mümkün hale getirecek hem de istihdamın artırılmasına olumlu katkı sağlayacaktır. Ancak, dış borcun Gayri Safi Yurt İçi Hasıla (GSYİH)'nin %50'sini geçmesi durumunda, borç alan ülkeler ağır borçlu ülkeler sınıfına girmekte borcun geri ödemesinde sıkıntılarla karşılaşabilmektedirler. Alınan borçların belli limitlerin dışına çıkması ve yatırımların finansmanında değil de alt yapı ihtiyaçları ve tüketim ürünlerinin finansmanı için kullanılması durumunda uzun vadede tam tersi büyüme üzerinde olumsuz bir etki yarattığı yine bir çok çalışmada ortaya konmuştur. Ağır borçlu sınıfta yer alan bir çok ülkenin borçların geri ödenmesinde sıkıntı yaşadıkları ve yeni borç yapılandırmalarına gidildiği görülmektedir. Alınan borçların makro ekonomik etkileri ise ilk olarak döviz kurlarının artması şeklinde kendini göstermektedir. Döviz talebi döviz kuru üzerinde baskı oluşturmakta zaman içinde kur artarak enflasyonist bir etki oluşturmaktadır. Özellikle borcun yeni alınan borçlarla kapatıldığı ülkelerde yeni finans kaynaklarına ulaşamadığı dönemlerde döviz kurunun hızlı artışı önlenememekte ülke parasının hızla değer kaybetmesi ve kur artışı öncelikle ithal ürünlerin fiyatlarını arttırırken arkasından tüm ürünlerde benzer oranlarda fiyat artışlarının yaşanmasına neden olmaktadır. Ülkeleri enflasyon hedeflerinden uzaklaştıran bu durum faizlerin artmasına ve yatırımların azalmasına sebep olurken azalan yatırımlar büyüme ve istihdamı düşürerek alınan borçların geri ödenmesini de olumsuz yönde etkilemektedir. Bu döngüden kurtulmak için dış finansman kullanırken çok ihtiyatlı olunmalı mutlaka gelir getiren yatırımlarda kullanılmalı ve doğrudan sermaye yatırımlarının ülkeye girişini kolaylaştıran ve teşvik eden programlar uygulanmalıdır.

Bu bağlamda bu çalışmanın amacı; Türkiye için 1986-2018 döneminde sermaye hareketleri ve dış borcun büyüme üzerindeki etkisinin incelenmesi olmakla birlikte, borçların ne oranda sürdürülebileceğinin tespit edilmesidir. Bu amaçla ekonomik büyümenin bağımlı değişken, doğrudan yatırımlar portföy yatırımları ve dış borçların bağımsız değişken olduğu bir model kurulmuş ve model ekonometrik testler ile analiz edilmiş ve bulgular raporlanmıştır. Diğer yandan bu çalışmanın dış borcun sürdürülebilirlik eşik değerinin tespit edilmesi açısından literatüre katkı sağlayacağı düşünülmektedir.

1. Gelişmekte Olan Ülkelerde Kalkınmanın Finansmanı

Gelişmekte olan ekonomilerin kıt kaynaklarının en uygun şekilde kullanmaları gerekmektedir. Kalkınma veya büyüme sırasında beliren çeşitli sorunlar uygun kaynak kullanımını karmaşık bir problem haline getirmektedir. Ayrıca hızlı büyüme, gelir dağılımını düzeltmek, dış dengeyi sağlamak, işsizliği azaltmak vs gibi bazen birbirleriyle çelişen amaçların bir arada gerçekleştirilmek istenmesi işi daha da güçleştirmektedir. Bir yandan sanayileşmeyi hızlandırma, verimli yatırımlara öncelik vermek öte yandan örneğin konut sorununu çözmek ve döviz darboğazını dikkate almak, diğer bir açıdan hem ihracatı teşvik etmek hem de ithalatı ikame eden yatırımları desteklemek gibi bir arada halledilmesi gereken bir sıra problemin çözülmesi kolay değildir. Bu nedenlerden dolayı gelişmekte olan ülkelerin çoğu ellerindeki olanakları en iyi şekilde kullanabilmek amacıyla kalkınmalarını planlı bir şekilde yürütmektedirler (Alkin, 2011: 382).

Ancak kalkınmanın finansmanında ve ekonomik sorunların çözümünde gelişmekte olan ülkelerin en önemli sorunlarından biri iç tasarrufların yetersizliğidir. Yatırımların finansmanını iç kaynaklardan sağlama imkanının olmadığı ekonomilerde dış borç finansman ihtiyacının karşılanması için başvuru bir kaynak olarak ortaya çıkmaktadır. Ekonomik büyümenin sağlanması, hızla artan nüfusa istihdam sağlanması yatırımlarının finansmanını gerekli kılmaktadır. Bu noktada dış borcun ekonomik kalkınma açısından önemi büyüktür. Ancak bu önem, borçlanmadan sağlanan finansmanın verimli yatırımlara dönüştürülebilmesiyle değer kazanır (Zerenler, 2003: 202).

Bu açıdan finans sektörü modern piyasa ekonomilerinde kalkınmanın finansmanında kritik bir rol oynamaktadır. Temel ödeme ve işlem hizmetlerini sağlayarak, toplumun tasarruflarını en iyi şekilde kullanımlarına aracılık ederek, hanelere, işletmelere ve hükümetlere risk yönetimi araçları sunarak kalkınma için bir güç olabilirken, aşırı borçlanıldığı zaman bir kırılma kaynağı da olabilmektedirler (Beck, 2013: 4).

2. Ekonomik Kalkınmada Dış Finansman Kaynakları

2.1. Yabancı Özel Sermaye

Gelişmekte olan ülkelerin kalkınma sürecinde karşı karşıya kaldıkları temel sorunlardan birisi ulusal tasarrufların yeterli düzeyde olmamasıdır. Ulusal tasarrufların yetersiz olması kalkınmanın finansmanında dış tasarrufların önemine işaret etmekte ve bu tasarrufların ülkeye çekilmesini zorunlu kılmaktadır. Bu nedenle yabancı özel sermaye gelişmekte olan ülkelerin kalkınmasında bir dış finansman kaynağı olarak öne çıkmaktadır.

Yabancı özel sermaye ülkeye doğrudan sermaye yatırımı şeklinde gelebileceği gibi portföy yatırımı şeklinde de gelebilir. Bina, fabrika, arazi, tesis gibi fiziki değerlere karşılık gelen yatırımlar doğrudan sermaye yatırımları iken tahvil ve hisse senedi şeklindeki yatırımlar portföy (finansal) yatırımlardır (Taban & Kar, 2015: 187).

2.1.1. Doğrudan Yabancı Sermaye Yatırımları

Doğrudan yabancı sermaye yatırımlarını diğer yatırım türlerinden ayıran temel fark kalıcı çıkar sağlamasıdır. Ülkelerin ekonomik olarak gelişebilmelerinde önemli olan doğrudan yabancı sermaye yatırımları, tasarruf oranının düşüklüğü ve yatırımların az olması nedeniyle gelişmekte olan ülkeler açısından önem taşımaktadır. Doğrudan yabancı sermaye yatırımları kişi ve kuruluşların yatırılabilir kaynaklarını (portföy yatırımları dışında) başka ülkeye taşımalarını ifade etmektedir (Şaşmaz & Yayla, 2018: 256). İhracat ve doğrudan yabancı yatırımların herhangi bir ülkenin ekonomik büyümesinde en önemli faktörler olduğu bilinmektedir. Ekonomik büyüme sürecinde dışa açılan bir pazar, yabancı sermaye ve teknolojiyi transfer eder. İhracatçılar ve yabancı yatırımcılar üretim teknolojilerini ve rekabet güçlerini kullanarak bu yeni pazarlara girerler. Doğrudan yabancı yatırımlar, girdikleri bu yeni pazarlarda o ülkenin ihracat kabiliyetini artırır, yeni iş alanlarının ortaya çıkışını teşvik eder, teknoloji transferini güçlendirir ve toplam ekonomik büyümeyi artırır (Dritsakia & Stiakakisb, 2014: 181). Bunlara ilave olarak doğrudan yabancı yatırımlar üretim verimliliğini artırır ve ev sahibi ülkede uzmanlık ve verimliliği teşvik eder. Ayrıca, iş becerileri, yönetsel uzmanlık, ihracat pazarları ve vergi gelirlerinin artmasını sağlayarak ülke ekonomisine önemli katkılar sağlar (Mahmoodi & Mahmoodi, 2016: 939).

Doğrudan yatırımlar çok uluslu şirketler aracılığı ile gerçekleştirilmektedir. Çok uluslu şirketlerin diğer ülkelerde yatırım yapmalarının nedeni yatırımın kendi ülkelerine göre daha karlı olmasıdır. Ülkeye doğrudan yatırım amacıyla gelen çokuluslu şirketleri iki kategoride incelemek mümkündür. Pazar odaklı yatırımcılar ve maliyet odaklı yatırımcılar. Pazar odaklı yatırımcılar ilk önce nüfus sayısına bakarlar, yatırım kararlarında pazar büyüklüğü en önemli kriterdir. Üretim maliyeti odaklı yatırımcılar ise en çok ucuz işgücüne değer verir. Ancak her iki yatırımcı için de siyasi istikrarı ve yatırım öncesi yerel ortaklarla iyi ilişkiler içinde olmak çok önemlidir. Bunun yanında, bölgede yatırım önündeki ana engel, ekonomik istikrarsızlıktır. Pazar odaklı yatırımın önündeki bir diğer ciddi engel, düşük bir satın alma gücüne sahip olma ve talep zayıflığıdır (Szanyi, 1998: 38-39).

Kısıtlı sermayenin çok sayıda ülke tarafından paylaşılması sürecinde ülkeler çok güçlü rekabet şartları içinde mücadele etmektedirler. Günümüzde yabancı sermaye yatırımlarına verilen önemin artmasının nedeni, geçmişe göre doğrudan yabancı sermaye yatırımlarından beklenen faydaların artması ve çok çeşitli alanlara yayılmasından ileri gelmektedir. Doğrudan yabancı sermaye yatırımlarından beklenen faydalar, sermaye açığını kapatma etkisi, üretimi ve istihdamı artırması, döviz açığının giderilmesi ve kaynakların verimli kullanımının sağlanması olarak ifade edilebilir (Taban & Kar, 2015:188).

Doğrudan yabancı sermaye yatırımlarının uzun vadeli olmaları ve ülke ekonomilerine katkılarının boyutları bakımından diğer yatırım türlerine göre çok daha fazla tercih edilmektedir. Çünkü doğrudan yabancı sermaye yatırımı ile ülkeye sadece makine ve teçhizat gelmeyip aynı zamanda üretim teknolojisi, nitelikli işgücü ve teknik bilgi de gelmektedir. Doğrudan yabancı sermaye yatırımları teknoloji transferi yanında bir ülkenin istihdamına, üretimine ve ihracatına da katkı sağlamaktadır. Portföy yatırımlarının ise doğrudan doğruya böyle katkıları olmadığı gibi ülkeden faiz ve kar payı çıkışına yol açmaktadır (Gülmez, 2015: 140).

Doğrudan yabancı yatırım, özel sektör dış yatırımının en istikrarlı ve uzun vadeli kaynağıdır. Bununla birlikte, az gelişmiş ülkeler bu akımların sadece küçük bir kısmını yüzde 2'den azını almaktadır. Son yıllarda, doğrudan yabancı yatırımın bileşimi değişiyor gibi görünmektedir. Örneğin, dünya genelinde finans ve gayrimenkul yatırımları, 1985'te yüzde 28 iken, 2011 yılında toplam doğrudan yabancı yatırımın yaklaşık yüzde 50'sine yükselirken, imalat yatırımları bu süre içinde yüzde 43'ten yüzde 23'e düşmüştür (Nations, 2014: 11).

Doğrudan yabancı yatırımlarının, portföy yatırımları ve kalkınma kredileri gibi kaynaklara göre en büyük ve sürekli dış finansman kaynağı olmaya devam ettiği görülmektedir. 2016 yılında dünya genelinde doğrudan yabancı sermaye girişleri 1.746 milyar \$ olmuştur. Gelişmekte olan ülkelere yapılan doğrudan yabancı yatırımlar 2015 yılında 752 milyar \$ iken 2016 yılında %14'lük bir düşüş göstermiş ve 646 milyar \$'a gerilemiştir. Gelişmiş ülkelerde ise % 5 'lik bir artış göstererek 1 trilyon \$'a yükselmiştir (UNCTAD, 2017, s. 8). 2016 yılı içinde Amerika Birleşik Devletleri 391 milyar \$ ile doğrudan

yabancı yatırımları en çok çeken ülke olmuştur. İngiltere 254 milyar \$ lık yatırım ile ikinci, 134 milyar \$'lık yatırım ile Çin üçüncü olmuştur (UNCTAD, 2017: 6). Türkiye ise en çok yatırım çeken ilk 20 ülke içerisinde girememiştir.

Doğrudan yabancı yatırımlar gelişmekte olan ülkelere en istikrarlı ve uzun vadeli özel yabancı yatırım kaynağı olmayı sürdürmektedir ve sürdürülebilir kalkınmanın finansmanı için önemli bir rol oynar. Bununla birlikte, politika yapıcılar sürdürülebilir kalkınma üzerindeki etkisini en üst düzeye çıkarmak için doğrudan yabancı yatırımların kalitesini izlemelidir. Hükümetler, uygun şekilde, çok uluslu işletmeler ile yerel üretim faaliyetleri arasındaki bağlantıları teşvik eden, teknoloji transferini destekleyen, yerel işçilere ileri eğitim fırsatları sağlayacak politikalar benimsemeli ve yeni teknolojiyi etkili bir şekilde emmek ve uygulamak için yerel sanayinin kapasitesini güçlendirmelidir (Nations, 2014: 31).

Doğrudan yatırımların ekonomi üzerinde olumlu etkilerine rağmen olumsuz etkileri de vardır. Özellikle, doğrudan yatırımın geldiği ülkede dış ticaret dengesi negatif ise gelen firmaların kar transferleri net bir sermaye çıkışı yaratacağı için dış açığı daha da büyütecektir. İkinci olumsuz etki, çok uluslu firmalar özellikle gelişmekte olan ülkelerde büyük pazar paylarını hedefledikleri ve büyük bir sermaye birikimine sahip oldukları için zaman içinde bu güçlerini kötüye kullanmakta ve bunun neticesinde pazarda tekeli bir konuma sahip olarak yerli üreticiyi piyasa dışına itmektedirler. Bu etkilerin sonucusu olarak gelen firmalar üretimlerinde ya da kullanacakları ürünlerde ithal ürünleri tercih edebilir ve ithalatın artmasına neden olabilirler (Szanyi, 1998: 36).

Doğrudan yabancı yatırımlar ve ekonomik büyüme arasındaki ilişki ekonomistler ve uluslararası ekonomi alanında çalışan araştırmacılar arasında çok fazla çalışılan önemli bir konudur. Bu iki değişken arasında nasıl bir ilişkinin olduğu özellikle sermaye birikimi yeterli olmayan ve ihracat imkanlarını arttırmak zorunda olan gelişmekte olan ülkeler için daha da önemlidir. Doğrudan yabancı yatırımlar ve büyüme ilişkisi ile ilgili olarak yapılmış ampirik çok sayıda çalışmada doğrudan yabancı yatırımlar ile uzun dönemde nedensellik ilişkileri olduğu görülmüştür. Bu çalışmalar aşağıda verilmiştir.

2.1.1.1. Doğrudan Yabancı Yatırımlarının Ekonomik Büyüme Etkileri ve Ampirik Çalışmalar

Bağımsız yatırım harcamalarında meydana gelen bir artış efektif talep fonksiyonunu yukarı doğru kaydırarak denge milli gelir seviyesini yükseltir. Milli gelirdeki yükselme bağımsız yatırım harcamalarının birkaç katı olabilir. Milli gelirde bir dönemden öteki döneme meydana gelen artışlar tüketim harcamalarını genişletir. Tüketim harcamalarındaki genişleme ise girişimcilerin yatırım yapma arzularını uyuracak böylece bağımsız harcamalardaki artışlar bu kez de uyarılmış yatırım harcamalarını hızlandıracaktır. Sonuç olarak milli gelir artışı ve büyüme bir kat daha hız kazanacaktır. (Alkin, 2011: 188). Çarpan ve hızlandırıcı olarak ifade edilen bu etkileri aşağıda ayrıntılı bir şekilde inceleyelim.

Çarpan, yatırımın tüketimle birleşerek milli geliri ne büyüklükte değiştirmiş olacağını açıklayan katsayının adıdır. Keynes'in çarpan- hızlandırıcı ilkesi, yatırımların ekonomik büyüme üzerinde çarpan etkisi yarattığı ve milli geliri arttırdığı milli gelir artışının da tüketimi ve talebi uyurarak yatırımları hızlandırdığı şeklindedir (Song, Jiang, Song, & Wang, 2013: 1). Diğer bir ifadeyle her yatırım doğduğu yerden başlayarak etrafına derece derece yayılan bir harcama ve gelir akımına yol açar. Önce o yatırımla doğrudan doğruya alakalı olanların geliri ve satın alma kuvveti artar onların tüketim harcamaları ile gelirin bir kısmı ikinci ve oradan da aynı şekilde üçüncü v.d halkalara yayılır. Ekonomi eksik istihdam seviyesinde bulunuyorsa, istihdamın ve faktör gelirlerinin birbiri ardından genişledikleri görülür. O suretle ki, yaratılan gelirlerin toplamı neticede yatırım için sarfedilen miktarı birkaç kat fazlasıyla aşmış bulunur. Kısacası, her yeni yatırım bir katsayı ile çarpılmış olarak milli gelir ve istihdamı çoğaltır.

Çarpan, otonom yatırımda bir değişikliğin milli geliri ne büyüklükte değiştirmiş olacağını açıklayan katsayının adıdır. Buna göre çarpan formülü;

$$\Delta Y = k \cdot \Delta I \text{ olarak yazılabilir.}$$

Gelir seviyesinde meydana gelen bir değişikliğin tüketim harcamalarını arttırarak ne yatırımları bir katsayı büyüklüğünde arttırmasına hızlandırıcı etkisi ve bahsi geçen katsayıya da hızlandırıcı denir.

Hızlandırıcı prensibinde dikkat edilmesi gereken bir husus, tüketim değişikliği karşısında net yatırımın söz konusu olduğudur. Bu demektir ki, firmaların teçhizatından her yıl eskien ve aşınanı yerine koymak için yaptıkları yatırımlar (ikame yatırımları) üstünde, tüketim artışının net olarak uyardığı yatırımlar göz önüne alınmaktadır. Örnek olarak, herhangi bir tüketim malından yılda 1000 birim üretmek için 500 birim yatırım malına ihtiyaç duyulduğunu ve firmalardan her birinin tam kapasite çalıştığını farzedelim. Kullanılan makinelerin ortalama ömrü 10 sene olsun. Buna göre her yıl 50 birimin yenilenmesi gerekecek ve böylece mevcut teçhizat muhafaza edilmiş olacaktır. Tüketici talebinde %10 artış kaydedildiğinde talep 1000 birimden 1100 birime çıkacaktır. Talepteki %10 luk artışı karşılayabilmek için teçhizatı da aynı oranda arttırmak gerekecek ve ilave 50 birim yatırım yapılacaktır. Buna göre yatırım hacmi 50+50=100 birime çıkacak yani %100 yükselecektir. Böylece, tüketici talebindeki %10 yükseliş yatırımı 50 birimden 100 birime çıkarmış ve %100 arttırmış olacaktır. Eğer örneğimizdeki teçhizatın 10 yıl yerine yirmi yıl dayandığı farzedilirse, beher her yıl için ikame yatırımı 25 birim olacak buna yeni yatırım ilavesiyle toplam yatırım 75 birim olacaktır. Böylece, talepteki %10 artış yatırım malları

talebini %200 arttırmış olacaktır. İkame yatırım olan 25 birimin iki katı (%200) 50 birimlik yeni ilave yatırım yapılması gerekecektir (Ülgener, 1991: 323).

Doğrudan yabancı yatırımlar ile ilgili yapılan ampirik çalışmalarda, ağırlıklı olarak, doğrudan yabancı yatırımlarının ekonomik büyüme üzerine etkisi ele alınırken, doğrudan yabancı sermaye yatırımlarının istihdam üzerindeki etkilerine çok az değinilmiştir. Ekonomi teorisindeki genel kabule göre doğrudan yabancı sermaye yatırımlarının ekonomik büyümeye pozitif etkisi söz konusudur. Yapılan ampirik çalışmalar göz önüne alındığında, bu çalışmalarda pozitif etkiyi destekler yönde bulgulara ulaşılmıştır. Örneğin; Blomstörn(1992); Borensztein, De Gregoria & Lee(1998); Bosworth ve Collins(1999); Zhang(2001); Nair-Reichert ve Weinhold(2001); Campos ve Kinoshita (2002); Alfaro, Areendam, Kalemli & Sayek (2004); Makki&Somwaru (2004); Asheghian (2004); Khalig ve Noy (2007); Magnus ve Fosu (2008); Klein ve Olivei (2008) tarafından yapılan çalışmalarda benzer sonuçlara ulaşılmıştır. Doğrudan yabancı yatırımlar ve ekonomik büyüme arasında pozitif ilişki bulan çalışmaların aksine, bazı çalışmalarda iki değişken arasındaki ilişkinin önemsiz veya negatif olduğuna dair kanıtlar da mevcuttur. Fry (1993); Moran (1998); Yang(2002); Hermes& Lensink(2003); Gorg ve Greenaway(2004); Akinlo(2004); Kang ve Du (2005); Ayanwale (2007), Azman-Saini, Baharumshah ve Law (2010) tarafından yapılan çalışmalar bunlara örnek olarak gösterilebilir (Ekinci, 2011: 73-74).

Ayrıca, Said Jaouadi (2014), doğrudan yabancı yatırımların bu tür yatırımlara ev sahipliği yapan gelişmekte olan ülkeler üzerinde olumlu etkileri olduğunu bulmuştur. Şiraz han (2014), 1992'den 2010'a kadar küresel ekonomiyi temsil eden ülkeler arasında doğrudan yabancı yatırımların gayri safi yurt içi hasıla üzerindeki etkisini araştırmış ve değişkenler arasında anlamlı bir pozitif ilişki olduğunu bulmuştur. Anupam (2014) 2005-2013 döneminde BRICS ülkeleri arasında doğrudan yabancı yatırımlar ile GSYİH arasındaki ilişkiyi araştırmış, bu iki değişken arasında anlamlı bir ilişkinin olmadığı sonucuna varmıştır. Samuel ve Xicangzhao (2013), 1980'den 2010'a kadar Gana'da doğrudan yabancı yatırım ekonomik büyüme ve bağımlı değişken arasında uzun dönemli pozitif ilişkinin var olduğunu tespit etmiştir. Misbah Nosheen (2013), yaptığı çalışmada 1980-2010 döneminde doğrudan yabancı yatırımlar ile Pakistan'ın gayri safi yurtiçi hasılası arasında uzun dönemli pozitif bir ilişki olduğunu göstermiştir. Ali Rıza Sandalcılar (2012), Ekonomik İşbirliği Örgütü (Economic Cooperation Organisation-**ECO**) **ülkeleri arasında doğrudan yabancı yatırımların gayri safi yurtiçi hasıla üzerindeki etkilerini araştırmış ve doğrudan yabancı yatırımlar ile gayri safi yurt içi hasıla arasında güçlü bir pozitif nedensellik ilişkisi bulmuştur.** Thilakaweera (2012), Sri Lanka'daki doğrudan yabancı yatırımların kişi başına reel gayri safi yurt içi hasıla arasında uzun vadeli ve pozitif bir ilişki olduğunu ortaya koymuştur. Sarbapriya Ray (2012), 1991- 2011 yılları arasında Hindistan'a gelen doğrudan yabancı yatırım (DYY) ile Hindistan'ın ekonomik büyümesi arasındaki nedensellik ilişkisini ortaya koymuş ve doğrudan yabancı yatırımlar ile GSYİH arasında pozitif bir nedensellik ilişkisi olduğunu bulmuştur. Agbo Joel Christopher (2012), Nijerya için doğrudan yabancı yatırımlar (DYY)'nin ekonomiye olumlu etki yapma potansiyeli olduğunu, ancak incelenen dönemde Nijerya'da GSYİH'ya katkısının çok düşük olduğunu buldu. Gaurav (2011), 1993-2009 döneminde DYY'nin GSYİH üzerindeki etkisini incelemek için Çin ve Hindistan'ın karşılaştırmalı bir çalışmasını yaptı bu çalışmada, DYY'deki % 1'lik artışın, Çin'in GSYİH'sinde % 0,07'lik bir artış ve Hindistan'ın GSYİH'sinde % 0.02 artışa yol açtığını buldu. Sarumi Adewumi (2006), doğrudan yabancı yatırımın Afrika'daki ekonomik büyümeye katkısını incelemiş ve DYY'nin büyümeye katkısının çoğu ülkede olumlu olduğu ortaya koymuştur. Hansen ve Rand (2006), DYY'nin gelişmekte olan ülkelerin ekonomik büyümesini desteklediğini, ancak bir ülkenin doğrudan yabancı yatırımlardan ne ölçüde yararlandığının o ülkenin ticaret politikalarına, işgücünün kalitesine bağlı olduğunu belirtmiştir. Ahmad Zubaidi (2005), Doğu Asya ekonomilerinin büyüme sürecinde DYY olumlu katkısını gözlemlemiştir. Çalışma, doğrudan yabancı yatırımları cazip hale getiren ülkelerin, doğrudan yabancı yatırımları çekmede gerekli politika önlemlerini almayan ülkelere göre daha fazla yatırımı finanse ederek daha hızlı büyüyebileceklerini göstermektedir. Balasubramanyam, Salisu, (1996) doğrudan yabancı yatırım ve büyüme arasındaki ilişkiyi incelemiş ve doğrudan yabancı yatırımın ekonomik büyümenin artması açısından olumlu etkisinin bulunduğunu ortaya koymuştur (Tamilselvan & Manikandan, 2015: 226).

2.1.2. Portföy Yatırımları

Yabancı portföy yatırımları kısaca, yabancı tasarruf sahiplerinin kazanç elde etmek amacıyla çeşitli riskler üstlenerek ülke şirketlerinin ve devletin çıkarmış oldukları borç senedi ve hisse senedi şeklindeki sermaye piyasası araçlarına yaptıkları yatırımı ifade etmektedir. Yabancı portföy yatırımı, bir ülkede dış finansman ihtiyacı duyan şirketlerin ihraç ettiği tahvil ve hisse senedi ile devletin ihraç ettiği devlet tahvilini yabancıların satın alması şeklinde gerçekleşir (Gülmez, 2015:140).

Gelişmiş ülke ekonomilerindeki durgunluk ve faiz oranlarında meydana gelen düşüşler, gelişmekte olan ülkelerin finansal piyasalarındaki getiri oranlarının yüksekliği gibi etmenler, adı geçen yatırımlardaki artışın nedeni olarak gösterilmektedir. (Taban & Kar, 2015, s. 188). Yabancı portföy yatırımlarının gelişmekte olan piyasalara akışında yatırımcılar için kritik faktör, yatırımın riskine karşı varlıkların beklenen getiri oranının ne olacağıdır (Mosley 2003: 743). Bu kritik riskleri üç grupta incelemek mümkündür. Temerrüt riski, kur riski ve enflasyon riski. Cari açıklar , bir ülkenin enflasyon ve kur risklerinin (döviz kuru rejimine ve para otoritesinin bağımsızlığına bağlı olarak) sinyalleri olarak görülmektedir. Reintert ve Rogoff (2004), cari açıkların gelişmekte olan bir çok ülkede borçların geri ödenememesi riskini oluşturduğunu ve borçlarını

geri ödeyemeyen ülkelerin uluslararası piyasalardan yeni borç bulmalarını zorlaştırarak temerrüde düşmelerine sebep verebileceğini vurgulamaktadır. Temerrüt riski ise yatırımcıları endişelendirir ve tersine fon çıkışı başlayabilir (Ahlquist, 2006: 685). Kur riski ise özellikle cari açık problemi ile birlikte yukarıda bahsedilen borçlarını geri ödeyememe riski veya konjonktürel bir ekonomik istikrarsızlık döneminin yaşanması halinde döviz kurlarında ortaya çıkan artışlardır. Bu dönemlerde yatırımcı borsadan çıkarken elde ettiği karın önemli bir kısmını veya tamamını kur artışı nedeniyle kaybedebilir.

Yatırımcılar açısından gelişmekte olan ülkelerin piyasalarına fon akışı bazı riskleri taşımasına rağmen yüksek oynaklığı sebebiyle oldukça karlı da olabilmektedir. Fon akışının olduğu ülke açısından bakacak olursak, yapılan ampirik çalışmalar portföy yatırımlarının makro ekonomik göstergeler ve ekonomik büyüme üzerinde olumlu ve olumsuz etkilerinin olduğunu göstermektedir. Olumlu etkileri ile ilgili olarak; Levine ve Zervos (1996), artan yabancı portföy yatırımlarının sermaye piyasasında daha fazla likiditeye yol açtığını bunun da daha derin ve daha geniş bir pazara neden olduğunu belirtmiştir. La Porta, et al. (1998); Bekaert ve Harvey (2003), Sermaye piyasasında artan likiditenin aynı zamanda daha düşük sermaye maliyetiyle finansmana erişim anlamına geldiğini belirtmiştir. Laeven (2003); Knill (2004); Beck, Demircuc-Kunt ve Maksimovic (2005), borsaya giren firmaların, banka ve finans kuruluşlarından kredi temin etme noktasındaki kısıtlama ve sınırlamaları aşarak yeni likidite imkanına kavuştuklarını bunun da firmaların büyümesine olanak sağladığını ve neticede ekonomik büyüme üzerinde olumlu etkiler sağladığını ortaya koymuştur. Buna benzer bir çalışma Patro ve Wald (2005); Kim ve Singal (2000) tarafından yapılmış yabancı portföy yatırımlarının iç borsayı desteklediği görülmüştür. Wurgler (2000); Love (2003); Rajan and Zingales (1998), yabancı portföy yatırımları ile gelen sermayenin ülke borsasında çarpan etkisi yaptığını ve borsanın büyümesini olumlu yönde etkilediğini belirtmiştir. Gelen sermayenin ekonomik büyümeyi hızlandırdığını ve bu sayede mili gelirin artmasına katkıda bulunduğunu ifade etmiştir. Ayrıca, portföy yatırımları vasıtasıyla gelen fonların finansmana daha iyi erişim sağlayarak sermayenin verimli bir şekilde firmalara tahsisine katkıda bulunduğunu ortaya koymuştur.

Çok sayıda olumlu tarafına rağmen yabancı portföy yatırımları ev sahibi ekonomi üzerinde olumsuz etkilerde neden olabilmektedir. Yabancı portföy yatırımlarının potansiyel olarak zarar verici yönleri, kısa vadeli ve dolayısıyla da oynak olan doğasında yatmaktadır. Ekonomik ve siyasal istikrarsızlık durumunda hızla ülkeyi terk etmesi kurlar üzerinde dalgalanmalara neden olmaktadır. Özellikle, yabancı portföy yatırımlarının oynaklığı (fonların kısa vadede borsaya sık giriş ve çıkış yapması) çoğu kez yaşanan finansal piyasa krizlerinin arkasındaki ana neden olarak belirtilmiştir ve bu da özellikle az gelişmiş ve gelişmekte olan ülkelerde finansal krize yol açmaktadır (Duasa & Kassim, 2009: 109-110). Yurtdışından gelen sermaye kısa ve uzun vadeli fon akışlardan oluşabilir. Uzun vadeli fon akışları stratejik yatırımcılardan veya portföy yatırımcılarından kaynaklanabilir. Portföy yatırımcıları ile spekülative yatırımcılar arasında net bir ayırım yapmak önemlidir. Portföy yatırımcıları yüksek riskli olsalar da, esas olarak uzun vadeli kar beklentisine yönelik olarak, kurumsal menkul kıymetlere ve orta ila uzun vadeli devlet menkul kıymetlerine yatırım yapar. Spekülative yatırım (sıcak para) ise temelde kısa süre için yapılan bir yatırımdır (Szanyi, 1998: 31-32). Yatırımcının yüksek kar gördüğü hisse senetlerine yatırım yapması ve kısa vadede tekrar sermaye çıkışının yaşandığı spekülative yatırımlar ülkeye giriş ve çıkışlarında döviz kuru üzerinde dalgalanmalara sebep olurlar. Kur üzerindeki bu istikrarsızlıklar dış ticaret firmalarının karlılıklarında ve özellikle döviz kredisi kullanmış firmalar üzerinde olumsuz etkiler yaratır.

Portföy yatırımlarının, büyümeyi negatif etkilediği ile ilgili yapılan bir çok çalışma vardır. Knill (2004); Sula ve Willet (2006), portföy yatırımının büyük ve ani olarak çıkışının finansal krizin yaklaşmakta olduğunu bir göstergesi olarak ele alındığını, bununda finansal piyasada sıklıkla paniğe neden olduğunu belirtmiş 1997-1998 Asya mali krizini buna bağlamıştır. Henry (2003) ve Demircuc-Kunt ve Detragiache (1999) aynı şekilde, finansal kriz yaşayan birçok ülkenin deneyimlerine dayanarak, portföy yatırımının oynaklığının bir finansal krizin etkisini daha da arttırdığını vurgulamışlardır. Patro ve Wald (2005), yabancı portföy yatırımlarındaki oynaklığın yani sık sık fon akışının girişi ve geri çıkışının, politika yapıcılar tarafından makroekonomik istikrar politikalarının uygulanmasını zorlaştırdığını, para arzı, döviz kuru seviyesi ve iç borsadaki dalgalanmaların öngörülemediğini belirtmişlerdir. Bank Negara Malaysia (2006) , yüksek sermaye hareketliliğinden kaynaklanan aşırı sermaye girişleri dönemlerinde varlık balonlarının oluştuğunu (yani firmaların bilanço değerlerinin olduğundan çok yüksek fiyatlanması) belirtmiştir. Bunun sonucu olarak da yabancı portföy yatırımlarındaki ani çıkışların varlık fiyatlarında büyük düzeltmelere gidilmesini gerekli kıldığını bunun da ekonomide ciddi risk oluşturabileceğini vurgulamıştır.

Sınırsız sermaye akımlarının büyümeyi zorunlu olarak artırmadığı görülmektedir (Durham, 2004: 301). Portföy yatırımları neticesinde yabancı sermaye ülkeye girerken döviz arzını arttırması sebebiyle döviz kurlarında bir miktar aşağı yönlü harekete neden olabilir ancak bunun ekonomik büyüme üzerindeki etkisi sermaye girişinin uzun süreli olması halinde mümkündür. Bu etki, gelişmekte olan ülke parasının değer kazanması sonucu buna paralel olarak faizlerde meydana gelen düşüşün yatırımlar üzerindeki olumlu etkisi ile ortaya çıkmaktadır. Bu noktada ülke parasının değer kazanması ve döviz kurlarındaki düşüşün gelişmekte olan ülkelerde önemli bir diğer etkisi de ithalatın ucuzlaması buna karşılık ihracatın pahalılaşmasıdır. Bunun sonucu ise dış ticaret açığı veren ülkelerde bu açığın daha da büyümesi şeklinde olmaktadır. Cari

açık problemi yaşayan ülkelerde bu açık dış borçlarla finanse edilmekte dış borçların faiz ve anapara ödemeleri zamanı geldiğinde döviz kurları artmakta bu dalgalanmalar ekonomi üzerinde daha ağır sonuçlara sebep olmaktadır.

Sonuç olarak, faydaları ve maliyetleri göz önüne alındığında, bir dizi çalışma, yabancı portföy yatırımlarının, faydalarının uzun vadeli olduğu ve sürecin ilk aşamasında bazı olumsuz etkiler olduğu görüşünü desteklemektedir. Yabancı portföy yatırımlarının uzun vadeli kazanımları kısa vadeli olumsuz etkilerinden daha ağır basmakta ve iç finansal piyasaların büyümesine ve gelişmesine gerçek faydalar sağlamaktadır (Duasa & Kassim, 2009: 110).

2.2. Dış Borçlar

Birinci Dünya Savaşı'nın sona ermesinden bu yana, "zengin" ülkeler "fakir" ülkelere yatırımlarını yapabilmeleri ve ithalatlarını devam ettirebilmeleri için maddi yardımda bulunuyorlardı. Bu nedenle, yabancı ülkelerin borçları yeni bir sorun olarak kabul edilemez. 1950'lerde ve 1960'larda yabancı kaynaklar daha az gelişmiş ekonomilerin kalkınması ve ekonomik büyümesi için önemli olarak kabul edildi. Dış borç, sermaye birikimi, insan kaynakları gelişimi ve altyapı iyileştirmesi üzerindeki etkisi ile gelişmekte olan ekonomiler için önemli bir ekonomik büyüme kaynağı olarak görülmüştür. Dış yardım ve / veya dış borç neredeyse kaçınılmaz olarak görüldüğü için, birçok gelişmekte olan ülke dış kaynakları artan oranda kullandı. Bu ülkelerin çoğu, yurt içi tasarrufların yetersizliğini telafi etmek ve ara ve sermaye malları ithalatı için yabancı para ihtiyacını karşılamak için borç aldılar. Sonuç olarak, borçlulukları yoğunlaştırılmış ve kritik seviyelere ulaşmış, sonuçta 1970'lerin sonunda veya 1980'lerin başında bir dizi ekonomide dış borç krizlerine yol açmıştır (Soydan & Bedir, 2015: 500).

Literatürde, fenomen genellikle petrol ihraç eden ülkelerin uluslararası özel bankacılık sistemi sayesinde gelişmekte olan ülkelere kredi vermek için kullandıkları çok miktarda para kaynağına sahip oldukları yetmişli yıllara dayanmaktadır. 1973 yılında yaşanan enerji krizi ve bunun sonucu olarak emtia fiyatlarındaki düşüş gelişmekte olan ülkelerin ihracat gelirlerini düşürmüştür. Petrol şokları, yüksek faiz oranları, sanayileşmiş ülkelerin durgunluğu ve yüksek ticaret açığı doğal bir sonuç olarak, gelişmekte olan ülkelerin uluslararası piyasalardan borç alma taleplerinde bir artışa yol açmıştır. O yıllarda yukarıda saydığımız bu olumsuzluklar, borç veren uluslararası finans kurumlarının borçların geri ödenmesi noktasında kaygılanmalarına neden olmuştu. Finans kurumları bu kaygılarında 1982'de Meksika'nın ardından Brezilyanın temerrüde düşmesiyle haklı çıkmışlardır. Bugün Latin Amerika'nın orta gelirli ülkelerinin yanı sıra, çoğunlukla Afrika'da bulunan düşük gelirli ülkelerde ciddi bir borç krizi beklentisi vardır (Aversa, 2019). Özellikle Sahra altı Afrika ülkeleri borç aldıkları fonları gelir getirici faaliyetlere yatırmakta başarısız olmuşlar ve bu nedenle birikmiş borçlarını geri ödeme kabiliyetlerini geliştirememişlerdir (Siddiquea, E.A.Selvanathanb, & Selvanathanb, 2016: 878). Gelişmekte olan ülkeler hedefledikleri kalkınma hızına ulaşabilmek için yeterli düzeyde iç tasarruflara sahip olamadıklarından ve ihracat olanakları sınırlı olduğundan yabancı özel sermayenin yeterince ülkeye çekilemediği durumlarda zorunlu olarak dış borçlanmaya ihtiyaç duymaktadırlar. Ekonomik teori, makul seviyede bir dış borcun ekonomik büyümeyi ve kalkınmayı pozitif yönde etkileyeceğini ortaya koymaktadır. Dış borçların vadeleri dolduğunda doğal olarak anapara ve faiz geri ödemeleri gündeme gelecektir. Dolayısıyla dış borçların bu ödemeleri karşılayacak verimli yatırımlarda kullanılması gelişmekte olan ülkeler için büyük önem taşımaktadır (Taban & Kar, 2015: 191).

Neo-Klasik büyüme teorilerinde dış borçlanma, sermaye ve döviz kıtlığının ortaya çıkardığı darboğazları gidermek şeklinde ifade edilmiştir. Dinamik bir büyüme süreci içinde, bu fonksiyon; kısa dönemde üretimin artırılması için gerekli olan yatırımların finansmanına yardımcı olmak, uzun dönemde ise ithalat talebini azaltmayı ve ihracat gelirlerini arttırmayı hedef alan bir ekonomik yapıyı gerçekleştirmektir. Bunun sonucu olarak da ekonomik kalkınmanın dış kaynaklara ihtiyaç duymadan sürdürülmesini sağlamaktır. Bilindiği gibi Harrod-Domar büyüme modeli, milli gelirden yaratılmak istenen artışın, ancak mevcut sermaye stokuna yeni bir ilave ile mümkün olacağını varsaymaktadır. Böyle bir varsayımdan hareket eden model, dış borçlanmayı kalkınmayı hızlandırıcı bir model olarak ele almakta, belirli bir gelir seviyesinden sonra bu kaynaklara duyulan ihtiyacın kalmayacağını ifade etmektedir. R.Rodan, kalkınmanın hızlı ve bir an önce sağlanması için, ekonominin bir itişe ihtiyacı olduğunu öne sürmekte ve dış borçları bu itişe sağlamada önemli bir unsur olarak görmektedir. Rodan'a göre dış yardıma ülkeler arasında gelirleri eşitlemede gerekli bir transfer gözüyle bakmamak gerekir. Dış yardım, her ülkeye kendi kendine yeterliliği sağlama sürecine geçmede gerekli bir transfer olarak görülmelidir. Rodan'a göre borcun iktisadi kalkınmadaki rolü miktarı ile değil, yardımın yarattığı "ilave gelir" in büyüklüğü ile ölçülmeli ve kendi kendine yeterli büyüme için gerekli sermaye birikimi sağlanıncaya kadar dış borç alınmasına devam edilmelidir.

Dış borçlanma belli bir gelir seviyesine ulaşmanın aracı değil, kendi-kendine yetebilir bir ekonomik güce kavuşmanın kaçınılmaz bir aracıdır. Az gelişmiş ve gelişmekte olan ülkeler için önemli olan, iktisadi gelişmelerin hızlanmasıdır. Bu hızlandırıcı etkinin büyüklüğü ise, dış borçlanma ile gelen fonların etkin bir biçimde yatırımlarıyla sağlanacak net sermaye birikiminin büyüklüğü ile ölçülecektir (Ertüzün, 1971: 166).

Teorik literatür, dış borçlanmanın yatırım ve büyüme üzerinde belirli bir eşik seviyesine kadar olumlu bir etkisi olduğunu göstermektedir; Ancak, bu seviyenin ötesinde, etkisi olumsuzdur. Borç fazlalığı, belirsizliği artırarak yatırım ve büyümeyi de engelleyebilir. Kamu borcunun büyüklüğü arttıkça, hükümetin borç geri ödeme yükümlülüklerini yerine getirmek için başvuracağı eylem ve politikalar, borcu karşılamak için vergilerde artış olması durumu veya özel sektörün büyük bir

devalüasyondan endişe etmesinin yatırımlar üzerindeki etkileri olumsuz olabilir. (Clements, Bhattacharya, & Nguyen, 2003: 4).

Büyük borç stoku büyümenin önünde bir engel olmaktadır. Yüksek borçlu az gelişmiş ülkelerin içinde buldukları fiili durum bunu kanıtlamaktadır. Aslında, dış borçlar ülke içindeki yatırımların desteklenmesi ve gerçekleştirilmesi için alınmalıdır. Ancak, zayıf ekonomik politikalar neticesinde alınan borçlar yatırım yanında önemli oranda tüketim harcamalarında kullanılmakta ve dış borçlanmadan beklenen faydaların elde edilmesini önlemektedir. Devam eden borçlanmalar ve zayıf ihracat performansı bu ülkelerde borcun birikmesine ve belli bir süre borç geri ödemelerinde sorun yaşamalarına neden olmaktadır. Borcun alındığı ilk dönemlerde yüksek büyüme oranları yakalayan bu ülkelerin ilerleyen dönemlerde yatırımları azalır ve büyüme de negatif değerlere inebilir (Pattillo, Poirson, & Ricci, 2002: 5).

1971- 1990 döneminde 32 Sahra altı Afrika ülkesinin karşılaştığı dış borç sorunlarını analiz edilen bir çalışmada bildirilen sonuçlara dayanarak, aşağıdaki üç temel bağımlı faktörün dış borç birikimine katkıda bulunduğunu belirtmiştir.

Birincisi, genişleyen dış borcu azaltmak isteyen hükümetlerin, borç yükümlülüklerini yerine getirmek veya uzun vadede toplam dış borç stokunu azaltmak için önemli ölçüde ihracat kazancı sağlayamamaları olmaktadır..

İkincisi makroekonomik politikadır. Sürdürülebilir olmayan genişlemeci para politikası, kronik bir cari hesap açığına ve dış borç birikimine yol açan mali dengesizliğe neden olmaktadır. Gerçekçi olmayan makroekonomik politikaların hedeflenmesi yatırımcılara güven vermediği için sermaye çıkışına sebebiyet vermekte ve açık daha da büyümektedir.

Üçüncüsü dış ve küresel şoklardır. Küresel anlamda siyasi ve ekonomik krizlerin yaşandığı dönemlerde yüksek borçlu gelişmekte olan ülkeler ihracatlarında yaşanan azalma ve döviz sıkıntısı ile karşı karşıya kalmaktadırlar.

Yapılan araştırmalar, dış borç yükünün yüksek olmasının, makroekonomik istikrarsızlıkla birlikte gelişmekte olan ülkelere yatırım yapılmasını engellediğini göstermiştir. 95 gelişmekte olan ülkede 1976-1985 dönemini kapsayan bir çalışma yapılmış, döviz kuru değişkenliği ve reel döviz kuru bozulma endeksi uzun vadeli ekonomik büyüme ile negatif ilişkili olduğunu göstermiştir (Chirwa & Odhiambo, 2016: 35). Bu konuda yapılan bazı ampirik çalışmalara aşağıda yer verilmiştir.

Qureshi ve Ali (2010) yüksek kamu borç yükünün Pakistan ekonomisi üzerindeki etkisini, 1981-2008 dönemi zaman serisi verilerini kullanarak analiz etmiş kamu borçlarının Pakistan ekonomisi üzerinde büyük olumsuz etkileri olduğunu bulmuşlardır. Malik, Hayat ve Hayat (2010) 1972-2005 döneminde dış borç ve ekonomik büyüme arasındaki ilişkiyi zaman serisi ekonometrik tekniği kullanarak incelemişlerdir. Dış borcun ekonomik büyüme ile negatif ve anlamlı bir ilişkisi olduğunu bulmuşlardır. Ayrıca borç servisinin GSYİH büyümesi üzerinde önemli ve olumsuz etkileri olduğunu ortaya koymuşlardır. Hameed, Ashraf ve Chaudhary (2008) dış borç ile Pakistan'ın ekonomik büyümesi arasındaki uzun ve kısa vadeli ilişkileri analiz ettiler. Çalışma, 1970-2003 dönemi üretim fonksiyon modelini yıllık verilere dayandırarak GSYİH, borç servisi, sermaye stoku ve işgücünün ülkenin ekonomik büyümesi üzerindeki dinamik etkisini incelemektedir. Borç yükünün emek ve sermayenin verimliliği üzerinde olumsuz bir etkisi olduğu ve bu nedenle ekonomik büyümeyi olumsuz etkilediği sonucuna varmışlardır. Sonuçlar, ayrıca borç yükünün GSYİH'yı olumsuz etkilediğini bu nedenle de uzun vadede düşen ekonomik büyüme oranı ve milli gelir azalışının borçların geri ödenme kabiliyetini azalttığını ortaya koymuştur. Adesola (2009), dış borç yükünün sürdürülebilir ekonomik büyüme ve kalkınma üzerindeki etkisini, özellikle Nijerya'ya vurgu yaparak incelemiş ve analiz etmiştir. Çalışmada, GSYİH ile dış borç arasında negatif anlamlı bir ilişki olduğu sonucuna varılmıştır. Frimpong ve Oteng-Abayie (2006), Gana'da 1970-1999 arasındaki borç yükünün GSYİH büyümesini olumsuz yönde etkilediğini göstermişlerdir. Cholifihani (2008) 1980-2005 yılları arasında zaman serisi modeli analizini uygulayarak Endonezya'daki kamu borç servisi ile GSYİH arasındaki uzun vadeli ve kısa vadeli ilişkileri analiz etmiştir. Sonuçta, kamu dış borç servisinin artırılmasının ekonomik büyümeyi yavaşlattığı için Endonezya'nın uzun vadede borç geri ödeme problemi ile karşı karşıya olduğunu ortaya koymuştur. Ayadi ve Ayadi (2008), büyük dış borcun, Nijerya ve Güney Afrika ekonomilerinin ekonomik büyümesi üzerindeki etkisini araştırmıştır. Nijerya ve Güney Afrika'nın dış borçları geleneksel fakat yenilikçi modeller ve ekonometrik teknikler kullanılarak analiz edilmiştir. Borcun büyüme üzerindeki doğrusal ve doğrusal olmayan etkisini araştırmak için ve bazı makroekonomik değişkenleri içeren Neo-klasik büyüme modeli kullanılmıştır. Sonuçta, borcun, büyüme üzerindeki etkisinin negatif olduğu sonucuna varılmıştır (Rahman & Bashar, 2012: 28-29). Al-Refai (2015), Ürdün'deki borç ve ekonomik büyüme arasındaki ilişkiyi Cobb-Douglas üretim fonksiyonunu kullanarak 1990-2013 yılları arası incelemiş, dış borç ile ekonomik büyüme arasında negatif ve önemsiz bir ilişki olduğunu göstermiştir. Babu (2014), Doğu Afrika Topluluğu'nda (1970-2010) dış borç ve ekonomik büyüme arasındaki ilişkiyi araştırmıştır. Veri analizi için Johansen ko-entegrasyon testi kullanılmıştır. Sonuçlar, Doğu Afrika Topluluğu'ndaki dış borç ve ekonomik büyüme arasında negatif, istatistiksel olarak anlamlı bir ilişki olduğunu göstermiştir (Al-Fawwa, 2016: 119). Enrique R. Casares (2015), tarafından yapılan bir çalışmada düşük borçluluk seviyelerinde, dış borç / GSYİH oranının artmasının büyümeyi destekleyebileceği, bununla birlikte, yüksek borçluluk seviyesiyle, dış borç / GSYİH oranındaki bir artışın ekonomik büyümeye zarar verebileceği belirtilmiştir (Casares, 2015, s. 242). Kameru'nun dış borç GSYİH arasındaki ilişkisini analiz eden Njimanted; Mukete;Forbe (2014), dış borcun Kamerun'daki ekonomik büyümeyi

önemli ölçüde desteklemediğini, dış borcun Kamerun'daki ekonomik büyüme düzeyini düşürdüğü bu nedenle iyi bir ekonomik yönetim gerektirdiğini belirtmişlerdir (Njimanted, Mukete, & Forbe, 2014: 14).

3. Türkiye'nin Dış Borç ve Büyüme İlişkisi

3.1. Osmanlı Dönemi Dış Borçlanma

Osmanlı İmparatorluğu ilk Dış borçlanmasını 1854 yılında gerçekleştirmiştir. 1854 yılında Osmanlı İmparatorluğu'nda hızlı fiyat artışları yaşanmakta dış ticaret dengesi açık vermekte ve ciddi düzeyde bir bütçe açığı vermektedir. İmparatorluğun borcu 15 milyon sterlin kadardır. Mali kaynak ihtiyacının çok artmasına rağmen Sultan Abdülmecit dış borç fikrine bir süre karşı çıkmış ancak Kırım Savaşı'nın (1853-1856) sebep olduğu yeni harcamalar sonucunda Mısır'dan alınacak vergilerin teminat olarak gösterilmesi karşısında 3.000 milyon sterlin borç alınmasına karar vermiştir. Alınacak dış borç için tahvil satış maliyetleri ve komisyonlar düşüldükten sonra ancak kalan 2,3 milyon sterlin ise hazineye girmiştir. Osmanlı İmparatorluğunun dış borçlanma süreci çok hızlı gelişmiştir 21 yıllık bir dönemde 15 dış borç sözleşmesi imzalanmış ve 220 milyon sterlin borç alınmıştır. Ancak bu borçlanmalar sonucunda Osmanlı hazinesine sadece 116 milyon sterlin girmiştir.

1875 yılında Osmanlı İmparatorluğunun dış borç ödemeleri 200 milyon sterlin civarında Osmanlı maliyesinin tüm gelirleri 18 milyon sterlin civarındadır. Dış borç anapara ve faiz ödemeleri ise yılda 11 milyon sterlindir. Osmanlı İmparatorluğu'nun dış borçlarının sürdürülebilmesi için gelirlerinin %61'ini dış borç ödemelerine yönlendirmesi gerektiği görülmektedir. 1876 yılına gelindiğinde Osmanlı İmparatorluğu moratoryum ilan eder. İngiliz, Fransız, Alman ve diğer alacaklıların temsilcileriyle başlayan görüşmeler 20 Aralık 1881'de imzalanan anlaşmayla sonuçlanmıştır ve Duyun-u Umumiye İdaresi (Genel Borçlar İdaresi) kurulmuştur. Duyun-u Umumiye İdaresi'ne başlangıçta Osmanlı gelirlerinin %20'si, ilerleyen yıllarda %30-35'i bırakılmıştır. Türkiye Cumhuriyeti'nin kurulmasından sonra toplam borcun üçte ikisi olan 85 milyon altın lira yüklenmiş yıllık borç ödemeleri de 6 milyon lira olarak belirlenmiştir. Türkiye'ye devrolan borçlara ait son borç taksiti 1954 yılında ödenmiştir (Bingöl, 2014: 211-217).

3.2. 1923-2018 Dönemi Türkiye'nin Dış Borçlarının Gelişimi

Türkiye'de Cumhuriyet tarihindeki ilk iç borçlanma girişiminin 1933 yılında yapıldığı görülmektedir. Cumhuriyetin ilk yıllarında genel olarak devletin borçlanmasına karşı çok çekingen bir tavır vardı. Çünkü, Osmanlı imparatorluğu'ndan çok kötü bir miras devralınmıştı ve bu kötü manzara bu konuda yeni girişimlerin önünde engelleyici bir unsur olarak durmaktaydı. Cumhuriyetin ilk 10 yıllık döneminde T.C. hükümeti, bir taraftan da dış borç yükü altında bulunduğu borçlanmayı uygun görmemiş, borçlanma için gerekli şartların oluşumunu, bankaların sermaye piyasalarının gelişmesini ve özellikle bu hususta halkın güvenini kazanmayı beklemiştir. 1923'ten 1933'e kadar geçen devre borçlanma için gerekli siyasi, iktisadi, mali ve psikolojik şartları hazırlamış ve ilk borçlanma 1933 yılında bütün ülke ekonomisinde önemli rolü olan ve kalkınmanın ilk safhasında ön planda yer tutan demiryolu inşasında kullanılmak amacıyla yapılmıştır (Yavuz, 2009: 208).

İkinci Dünya Savaşı sonunda Marshall Planı kapsamında alınan dış yardımlar ve borçlanma 1940'lı yılların ikinci yarısında temel finansman kaynağı olmuştur. 1950'li yıllar dış borçlanmanın hızla arttığı ve dış ödemelerin zora girdiği bir dönem olmuştur (Karagöl, 2010: 9). 1950'li yılların ikinci yarısına kadar önemli bir dış borç sorunu yoktur. Bu yıllarda uygulanmakta olan liberal politikalar tıkanıklığa uğramış, ekonominin iç ve dış dengeleri bozulmuştur. Bu bağlamda belki en önemli sorun da, iç tasarruf açığını gidermek için gerekli dış borçların bulunamamasıdır. Bu dönem, Cumhuriyetin başından beri dış borçların en yüksek hızla arttığı bir dönemdir. Nitekim, 1958'e gelindiğinde "moratoryum" ilan edilmiştir (Dönek, 2019).

1970'li yıllar Türkiye ekonomisi için bir dizi sıkıntıların yaşandığı bir dönem olmuştur. Alınan borçların ve faizlerinin ödenememesi sonucu 1978 yılına gelindiğinde Türkiye borçlarını ödeyemez hale gelmiştir. Bunun üzerine IMF ile anlaşma yapılmış ve TL (1 Dolar önce 25 TL daha sonra 35 TL'ye çıkarılmıştır) devalüe edilmiştir (Olcay, 2013: 57).

1980'li yıllardan sonra ise, Türkiye ekonomisinde, dışa açık sanayileşme stratejisi izlenmeye başlanmıştır. Türkiye, 1980 sonrası dönemde dışa açık bir piyasa ekonomisi olmanın koşullarını geliştirmiş ve uygulamıştır. Bu dönemde dış ticaret serbestleştirilmiş, ihracata yönelik sanayileşme stratejisi benimsenmiş, mali piyasaların yeniden yapılandırılması ve geliştirilmesi yönünde önemli adımlar atılmıştır. 1989 yılında uluslararası sermaye hareketleri tamamen serbest bırakılmış, kamu kesiminin yeniden yapılandırılması çerçevesinde özelleştirme girişimleri hızlandırılmıştır. Bütün bu yapısal değişimlerin istikrarlı bir politik ortamda yapılmaması değişim sürecini geciktirmiş, bu dönemde makroekonomik sorunların yanında çeşitli yapısal sorunların da ortaya çıkmasına neden olmuştur. Bu sorunların en önemlileri; kronik yüksek enflasyon, imalat sanayindeki yatırım eksikliği, kamu finansman dengesindeki bozulma sonucu mali piyasaların baskı altında kalması ve reel faizlerin yükselmesidir (Hepaktan, 2020).

1980'lerden 2001 yılına kadar olan süreçte hükümet politikaları, iç ekonomik altyapının sorunlarını dünya kapitalizminin koşullarına ve çıkarlarına uygun bir biçimde çözmeye yönelik olarak şekillendirilmiştir. Bu politikaların devlet bütçesine yansımaları ise vergilerin hafifletilmesi sonucunda giderek artan bütçe açıkları biçiminde ortaya çıkmıştır. Bütçe giderleri kısılmadan vergi gelirlerinde yaşanan aşırı daralma kronik bütçe açığını oluşturmuştur. Daha önce emisyon yoluyla kağıt para basma maliyeti ve enflasyon pahasına karşılanabilen kamu açıkları iç/dış borçlanma yoluyla bu kesimlere yüksek faizler ödenerek sağlanabilir hale geldi. Ayrıca, kamu açıklarını kapatmak için alınan dış borçlar döviz açığını daha da arttırmıştır. Toplam faiz ödemelerinin GSMH'ya oranına baktığımızda 1985 yılında 1,91 düzeyinde olan bu oran kriz yılı olan 2001 döneminde %23,7 lik bir oranla toplam faiz ödemeleri GSMH'nın dörtte birine yaklaşmıştır (Bingöl, 2014: 268-271). 19 Şubat 2001 tarihinde ise bir Milli Güvenlik Toplantısında Cumhurbaşkanı ve Başbakan arasında yaşanan bir tartışma, ekonominin siyasetten bağımsız olmaması ve siyasetlerin tutum ve davranışlarına yön bulmaya çalışmasından dolayı Şubat 2001 krizini tetiklemiştir. Bu tartışma Enflasyon Düşürme Programına olan güveni tamamen sarstı ve bu tarihte dövize olan talep 7,6 milyar doları buldu. Yaşanan bu iki krizle birlikte ekonomi % 8,5-9 oranında daralmış, ulusal gelir 51 milyar dolar ve kişi başına düşen gelir 725 dolar azalmıştır. Ayrıca 19 banka kapanmış, 1,5 milyon kişi işsiz kalmış, enflasyon %30'lardan %70'lere kadar çıkmış, hazinenin faiz ödemeleri %101 oranında artmış ve iç borç stoku 2000 yılına istinaden 4 kat artmıştır (Bağcı, 2016: 49). Şubat 2001 krizinde, ortalama gecelik faizler yüzde 4000'ler seviyesine tırmanmış, döviz rezervi erimiş ve bunun üzerine Merkez Bankası, uygulanan ekonomik istikrar programında öngörülen para ve kur politikalarını terk ederek, 22 Şubat 2001 tarihinde dalgalı kur rejimine geçildiğini ilan etmiştir (Yiğit, 2018: 62).

2001 yılında yaşanan ekonomik sorunların ardından 2002 yılında krizden çıkma yönünde önemli adımlar atan Türkiye ekonomisi, 2003 yılından itibaren güçlü bir büyüme dönemine girmiştir. Makroekonomik istikrarı sürekli kılacak, ekonomiyi esnek, etkin ve üretken bir yapıya kavuşturacak yapısal reformlarla birlikte uygulamaya konulan sıkı para ve maliye politikaları, ekonomide güven ve istikrarı büyük ölçüde sağlamıştır. 2002-2007 döneminde yüksek büyüme oranları gerçekleşmiş, ihracatta ve üretimde yüksek oranlı artışlar sağlanmış, enflasyon oranları düşmüş, mali disiplin göreceli de olsa sağlanmıştır. Yapısal olarak büyüme dönemlerinde cari açığı da artan Türkiye ekonomisinde, kriz öncesi dönemde küresel likidite bolluğu sayesinde finansman sorunu yaşanmamıştır (Acar, 2013:17).

Tablo 1. 2001-2018 Yılları Arası Ekonomik Göstergeler

Yıllar	Enflasyon Oranı (%)	İşsizlik Oranı (%)	GSYİH (\$) Büyüme (%)	Brüt Dış Borç Stoku/ GSYİH (%)	Cari Açık (Milyar \$)	İhracatın İthalatı Karşılama Oranı (%)
2001	68,5	8,4	-5,9	56,5	3,8	75,7
2002	29,7	10,3	6,4	54,8	-0,62	69,9
2003	18,4	10,5	5,6	45,9	-7,6	68,1
2004	9,3	10,8	9,6	40,0	-14,2	64,8
2005	10,53	10,6	9	34,2	-21	62,9
2006	9,65	10,2	7,1	38,0	-31,2	61,3
2007	8,39	10,3	5	36,9	-36,9	63,1
2008	10,06	11,0	0,8	36,2	-39,4	65,4
2009	6,53	14,0	-4,7	41,6	-11,4	72,5
2010	6,40	11,9	8,5	37,8	-44,6	61,4
2011	10,45	9,8	11,1	36,7	-74,4	56,0
2012	6,16	9,2	4,8	39,3	-47,9	64,5
2013	7,40	9,7	8,5	41,4	-63,6	60,3
2014	8,17	9,9	5,2	43,4	-43,6	65,1
2015	8,81	10,3	6,1	46,5	-32,3	69,4
2016	8,53	10,9	3,2	47,5	-32,6	71,8
2017	11,92	10,9	7,4	53,4	-47,1	67,1
2018	20,30	11,0	2,8	56,3	-27,6	75,3

Kaynak: TUIK, www.tuik.gov.tr

2002 sonrası ihracat artışında önemli gelişmeler kaydedilmiş, 1980'lerde yaklaşık 80 dolayında ülke ile dış ticaret ilişkisi söz konusu iken 2011 yılı itibarıyla yaklaşık 190 dolayında ülke ile ticari ilişki söz konusu olmuştur. Bu durum, dış ticarete fasıl bazında değişimi beraberinde getirmekle birlikte, ticaret partnerlerinde de bir dönüşümü beraberinde getirmiştir. Tarım ve konfeksiyon ağırlıklı dış ticaret yapısı, daha çok sanayi ürünlerine doğru kaymış olup, dış ticaret açığı verilmesine karşın dış ticaret hacmi artmıştır (Karakaş, 2012: 8).

2002-2007 döneminde Türkiye ekonomisi oldukça iyi bir performans göstermiş ancak 2008 yılında ABD'de başlayan ekonomik kriz ile tüm dünya bu krizin etkilerini derin bir şekilde hissetmiştir. Krizin en ağır etkileri Euro bölgesinde hissedilmiş ve bölge ekonomisinde ciddi şekilde daralma yaşanmıştır. Yaşanan kriz ortamında Türkiye'nin de bölge ülkeleri

ile olan ihracatında azalmalar olmuş ve ülkeye sermaye girişinde düşüşler yaşanmış ve dolayısıyla dış talep daralmasıyla karşı karşıya kalınmıştır (Özdemir, Yiğit, & Oral, 2016: 167). Ancak, Türkiye bu krizin etkilerini en hızlı atlatan ülkelerden biri olmuştur. 2009 yılında krizin etkisi nedeniyle -4,7 küçülen ekonomi 2010 yılında % 8,5 gibi oldukça yüksek bir büyüme göstermiş 2011 yılında da büyüme devam etmiş ve %11.1 olmuştur.

Türkiye'nin 2002-2018 arası ekonomik performansına baktığımızda 17 yıllık bu dönemde enflasyon ortalama %11,2, işsizlik %10,6, büyüme %5,6 olmuştur. Bu rakamlara bakıldığında yıllarca kronik enflasyonla boğuşan ve istikrarlı bir büyüme gösteremeyen bir ülkede enflasyonun ortalama %11,2 'ye düşürülmesi ve bunun ortalama %5,5 gibi bir büyümenin gerçekleştirilerek sağlanması oldukça önemli bir başarı olarak görülmektedir. Ancak Türkiye'nin cari açık problemi ve GSYİH/dış borçlanma oranı dikkat edilmesi gereken önemli kırılganlık noktalarıdır. İstatistiki bilgiler aşağıda verilmiştir.

Tablo 2. 2002-2018 Yılları Arası Kamu ve Özel Sektör Brüt Dış Borç Stoku ve Oranlarının Karşılaştırılması

Yıllar	Brüt Dış Borç Stoku (Milyar \$)	Kamu+ TCMB Dış Borç Stoku ve Payı (%)	Özel Sektör Dış Borç Stoku ve Payı (%)
2002	130	87- % 67	43- % 37
2018 (3.çeyrek)	448	142- % 32	306- % 68

Kaynak: Hazine ve Maliye Bakanlığı, <https://ms.hmb.gov.tr/pdf>

Tablo 3. Türkiye'nin Toplam Dış Borç Stoku (1989-2018) (Milyon ABD\$)

Yıllar	Toplam Dış Borç Stoku Kamu+Özel+TCMB (milyar\$)	Brüt Dış Borç Stoku/ GSYİH (%)
1989	43.911	30,8
1990	52.381	26,1
1991	53.623	26,7
1992	58.595	27,8
1993	70.512	29,6
1994	68.705	38,8
1995	75.948	33,6
1996	79.299	32,6
1997	84.356	33,2
1998	96.351	34,7
1999	103.123	40,7
2000	118.602	43,6
2001	113.592	56,5
2002	129.601	54,8
2003	144.179	45,9
2004	161.160	40,0
2005	170.780	34,2
2006	208.006	38,0
2007	249.932	36,9
2008	280.878	36,2
2009	268.886	41,6
2010	291.861	37,8
2011	305.544	36,7
2012	342.407	39,3
2013	392.984	41,4
2014	406.015	43,4
2015	400.503	46,5
2016	409.764	47,5
2017	455.082	53,4
2018	444.561	56,3

Kaynak:Hazine ve Maliye Bakanlığı, <https://ms.hmb.gov.tr/pdf>

4. Yabancı Sermaye Yatırımları ve Dış Borç ile Büyüme İlişkisinin Analizi

Bu çalışmanın amacı dış borçlar, doğrudan yabancı yatırımlar ve yabancı portföy yatırımlarının ekonomik büyümeye olan etkisinin 1986- 2018 dönemi için incelenmesidir. Çalışmada kullanılan değişkenler ise tablo 3'de olduğu gibidir.

Tablo 4. Değişken Tablosu

Değişkenin Adı	Kod	Hesaplanma	Veri Kaynağı
Ekonomik Büyüme	GDP	GSYİH'ta meydana gelen artış	Dünya Bankası
Dış Borçlar	Debt	Dış Borçlar/GSYİH	Dünya Bankası
Doğrudan Yabancı Yatırımlar	FDİ	Doğrudan Yabancı Yatırımlar/GSYİH	Dünya Bankası
Portföy Yatırımları	Portfolio	Net Portföy Yatırımları/ GSYİH	Dünya Bankası

Analiz kısmında ilk olarak değişkenlerin durağanlıkları ya da diğer bir ifade ile birim kök içerip içermedikleri Lee-Strazicich (2003) birim kök testi ile analiz edilmiştir. Kırılmalı testin tercih edilme nedeni ise incelenen dönemin birçok kriz (2001,2008 vb.) içermesidir. Lee-Strazicich(2003) birim kök testi için düzeyde ve eğimde kırılmaya izin veren C Modeli dikkate alınmıştır. Lee-Strazicich(2003) birim kök testinde temel hipotez yapısal kırılmalar altında birim kökün varlığını varsaymaktadır. Hesaplanan test istatistiklerinin kritik değerlerden büyük olması durumunda temel hipotez ret edilir ve değişkenin durağan olduğu kabul edilir (J.Lee & M.C.Strazicich, 2003: 1082-1089).

Tablo 5. Lee-Strazicich CC Model Sonuçları

Değişkenler	I(0)	Kritik Değer (%5)	Kırılma Tarihleri		I(1)	Kritik Değer (%5)	Kırılma Tarihleri		
			Test İst.				Test İst.		
Bağımlı Değişken	GDP	-5.385	-6.175	2000	2007	-11.027	-6.175	1998	2007
Bağımsız Değişkenler	Debt	-6.148	-6.185	2000	2010	-8.234	-6.312	1999	2005
	Debt ²	-6.094	-6.185	2000	2010	-8.329	-6.175	1999	2006
	FDİ	-5.684	-6.446	2004	2010	-9.917	-6.152	1999	2012
	Portfolio	-5.619	-6.185	1996	2010	-7.742	-6.312	2008	2013

Lee-Strazicich(2003) birim kök testi sonuçlarına göre seviye değerinde değişkenlerin iki kırılma tarihi ile birlikte düzeyde birim köklü olarak tespit edilmiştir. Değişkenlerin birinci farkları alındığında ise tüm değişkenler için yapısal kırılma olmayan birim kökün varlığı ret edilmiştir. Daha açık bir ifade ile değişkenlerin I(1) seviyesinde durağan olduğu tespit edilmiştir.

Değişkenler arasındaki uzun dönem ilişkisi ise Maki (2012) yapısal kırılmalı eş bütünleşme testi ile incelenmiştir. Maki (2012) analizinin modelleri ise aşağıdaki gibidir, (A.Barut, S.Karaoğlan, & Karabayır, 2017: 503);

Model 0: Sabit terimde kırılma var, trendsiz model.

$$y_t = \mu + \sum_{i=1}^k \mu_i K_{i,t} + \beta x_t + u_t$$

Model 1: Sabit terimli ve eğimde kırılma var, trend yok.

$$y_t = \mu + \sum_{i=1}^k \mu_i K_{i,t} + \beta x_t + \sum_{i=1}^k \beta_i x_i K_{i,t} + u_t$$

Model 2: Sabitli ve eğimde kırılma var, trend var

$$y_t = \mu + \sum_{i=1}^k \mu_i K_{i,t} + \gamma x + \beta x_t + \sum_{i=1}^k \beta_i x_i K_{i,t} + u_t$$

Model 3: Sabit terimli, eğimde ve trendde kırılma var.

$$y_t = \mu + \sum_{i=1}^k \mu_i K_{i,t} + \gamma t + \sum_{i=1}^k \gamma_i t K_{i,t} + \beta x_t + \sum_{i=1}^k \beta_i x_i K_{i,t} + u_t$$

Maki (2012), kukla değişken olan K_i şöyle tanımlanmıştır: $K_i = \begin{cases} 1 & t > T_B \text{ iken} \\ 0 & \text{diğer durumlarda} \end{cases}$,

T_B ; yapısal kırılma tarihini belirtmekte olup testin boş hipotezi şöyledir:

H_0 : Yapısal kırılmalar altında eş-bütünleşme yoktur (D.Maki, 2012: 2011-2015).

Bu bağlamda beş kırılmaya kadar izin veren Maki (2012) analizi sonuçlarına göre tüm modellerde test istatistikleri kritik değerlerden büyük olduğu, dolayısıyla ekonomik büyüme, dış borçlar ve yatırımlar arasında uzun dönem ilişki olduğu kabul edilmiştir.

Tablo 6. Maki Eş Bütünleşme Analizi Sonuçları

Modeller	Test İst.	Kritik Değer (%5)	Kırılma Tarihi
Model 0	-6.866	-6.306	2009
Model 1	-6.976	-6.494	2001
Model 2	-9.809	-8.869	2001
Model 3	-10.121	-9.482	1996

Çalışmanın modeli aşağıdaki gibi olup, uzun dönem katsayıları DOLS yöntemi ile tahmin edilmiştir.

$$GDP_{i,t} = a_0 + \beta_1 DEBT_{i,t} + \beta_2 DEBT_{i,t}^2 + \beta_3 FDI_{i,t} + \beta_4 PORTFOLIO_{i,t} + \beta_5 Kukla1996 + \beta_6 Kukla2001 + \beta_7 Kukla2009 + \theta$$

Çalışmada dış borçların karesel formunun kullanmasının nedeni ise dış borçların hangi eşik noktaya kadar ekonomik büyüme etkisinin olumlu yönde olacağını tespit edilmesidir. Modelin kukla değişkenleri ise Maki (2012) testi sonucunda elde edilen kırılma tarihleridir.

Tablo 7. Uzun Dönem Katsayıları Tahmin Sonuçları

Değişken	Katsayı	Std. Hata	t-Statistic	Prob.
DEBT	0.760231	0.009476	3.580561	0.0080***
DEBT ²	-0.007202	0.014109	-2.510484	0.0435**
FDI	50.06706	2.49778	5.076762	0.000***
PORTFOLIO	-134.3796	60.75263	-2.211914	0.0388*
C	-15.84912	29.74262	-0.532876	0.6000
KUKLA1996	3.409899	1.127109	3.025349	0.0067***
KUKLA2001	-5.088605	4.699513	-1.082794	0.2918
KUKLA2009	-5.826815	2.010735	-2.897853	0.0089***

Not: ***, **, * sırası ile değişkenlerin %1, %5 ve %10 önem düzeyinde anlamlı olduğunu ifade etmektedir. Standart sapma ve otokorelasyona karşı ise dirençli bir tahminci olan Newey-West tercih edilmiştir.

Uzun dönem katsayıları incelendiğinde dış borçların (debt) belli bir eşik değere kadar ekonomik büyümeyi pozitif yönde etkilediği ancak eşik değerden sonra ise (debt²) ekonomik büyümeyi olumsuz etkilediği tespit edilmiştir. Bu eşik değer ise $(-0.760231)/(2*-0.007202) = 52.779$ 'dur. Yani dış borç /GSYİH oranının %52 üzerine çıkması durumunda dış borçlar ekonomik büyümeyi olumsuz etkilemeye başlayacaktır. Doğrudan yatırımların ise beklentiler ile uyumlu olarak ekonomik büyümeyi olumlu etkilediği tespit edilmiştir. Portföy yatırımlarının ise ekonomik büyümeyi olumsuz etkilediği tespit edilmiş olup, bu bulgunun nedeninin ise bu yatırımların spekülasyon hareketlerinin olmasından kaynaklandığı düşünülmektedir. Kukla değişkenler incelendiğinde ise 1996 yılındaki krizin ekonomik büyümeyi olumlu etkilediği tespit edilmiştir. Bu bulgunun ise 1996 yılında AB ülkeleri ile imzalanan gümrük birliği antlaşmasının bir yansıması olduğu düşünülmektedir. 2001 krizinin ise istatistiki olarak anlamsız olduğu, buna karşın 2008 yılında başlayıp etkisini 2011 yılı başlarına kadar devam ettiren küresel krizin ise (kukla2009) ekonomik büyümeyi olumsuz etkilediği tespit edilmiştir.

Sonuç ve Değerlendirme

Gelişmekte olan ülkelerin en önemli problemlerinden biri kalkınmanın sağlanması için gerekli finansmanın iç tasarruflarla sağlanamamasıdır. Bu noktada, kalkınmanın sürdürülebilmesi için doğrudan yabancı yatırımların ve portföy yatırımlarının ülkeye çekilmesi ve dış borç alınması gerekli görülmektedir. Ancak, geçmişte bir çok gelişmekte olan ülke aşırı borçlanmış daha sonra borçlarının ödeyemez duruma düşmüş ve tüm makroekonomik göstergeleri bozulmuştur. Bu bize borçlanmanın belli bir düzeyde tutulmasının önemli olduğunu göstermektedir. Borçlanma seviyesi ne olmalıdır sorusu ise pek çok gelişmekte olan ülke için çok önemlidir. Çalışmamızda, Türkiye için dış borçlanmanın ne düzeyde tutulması gerektiği ve büyüme üzerindeki etkileri ortaya konulmuş, doğrudan yabancı yatırımların ve portföy yatırımlarının da etkileri araştırılmıştır. Dış borçlar konusunda elde edilen sonuçlar bu konuda yapılan çalışmalarla son derece uyumludur. Türkiye'de dış borçların belli bir eşik değere kadar büyümeyi pozitif etkilediği ve bu değerden sonra ise olumsuz etkilediği sonucuna varılmıştır. Yaptığımız analiz çalışmasına göre bu eşik değer dış borç/GSYİH oranının %52'nin üstüne çıktığı noktadır. Gelişmekte olan ülkeler için ağır borçluluk durumu dış borç/GSYİH oranının %50'si olarak kabul edilmektedir. Bu noktada Türkiye'nin durumuna baktığımızda ise 2008 yılında dış borçların GSYİH'ya oranının %36,2 olduğunu 2018 yılına geldiğimizde ise bu oranın %56,3'e çıktığını görmekteyiz. Dış borçlanma, yeni yatırımların ülkeye kazandırılması noktasında bizim gibi gelişmekte olan ülkeler için bir zorunluluk olarak kabul edilebilir. Ancak, Türkiye 2017-2018 yıllarında borçların büyümeyi olumsuz etkilediği borç stoku seviyesini aşmış görünmektedir. Alınan dış borçların tüketim harcamalarının finansmanında değil yatırımların finansmanında kullanılması, gerçekleştirilen yatırımların neticesinde elde edilecek gelir ve ihracat artışı ile dış geri ödemelerin yapılması ve zaman içinde borçların GSYİH'ya oranının azaltılması gerekli görülmektedir. Doğrudan yabancı yatırımların büyüme üzerindeki etkileri ise pozitif ve bu konuda yapılan çalışmalarla uyumlu bir netice vermiştir. Türkiye için doğrudan yabancı yatırımların ülkeye girişinin artırılması oldukça önemlidir. Doğrudan yabancı yatırımların ülkeye girişinin artması ise ancak ekonomik istikrarla mümkün olabilir. Aşırı borçlanmanın ekonomik istikrarın sağlanmasındaki etkisi ise negatiftir. Ağır borç yükü, ülkenin borç geri ödeme kredibilitésini olumsuz etkilemekte ve dış borç geri ödemelerini yapabilmek için yeni finans kaynakları bulmasını zorlaştırmaktadır. Bu nedenle doğrudan yabancı yatırımların ülkeye girişinin artırılabilmesi için analizimizde belirtilen borç eşik değerinin aşılmaması ve makroekonomik göstergelerde bir bozulmaya izin verilmemesi gerekli görünmektedir. Yabancı portföy yatırımlarının ise büyüme üzerindeki etkisi negatiftir ve bu konuda yapılan bir çok ampirik çalışma ile uyumlu bir netice vermiştir. Yabancı portföy yatırımlarının büyüme üzerindeki olumsuz etkisi bu yatırım türünün kısa süreli olması ve fon akışının sık giriş çıkışından kaynaklanmaktadır. Fon giriş ve çıkışlarının sık ve ani olması para arzı, döviz kuru seviyesi ve iç borsada dalgalanmalara sebebiyet vererek makroekonomik istikrar politikalarının uygulanmasını zorlaştırmaktadır.

Kaynakça

- A.Barut, S.Karaoğlan, & Karabayır., M. (2017). Faiz oranı- döviz kuru ve BİST 100 etkileşimi: Makro eş-bütünleşme analizi. *Kafkas Üniversitesi İktisadi ve İdari Bilimler Fakültesi*, 8(16), 503.
- Acar, F. (2013). Türkiye Ekonomisine Genel Bakış (2001 - 2013). *Çalışma Dünyası Dergisi*, 1(2), 17.
- Ahlquist, J. S. (2006). Economic policy, institutions, and capital flows: portfolio and direct investment flows in developing countries. *International Studies Quarter*, 50(3), 685.
- Al-Fawwa, T. M. (2016). Determinants of external debt in Jordan: An empirical Study (1990–2014). *International Business Research*, 9(7), 119.
- Alkin, E. (2011). *İktisat*. İstanbul: Filiz Kitabevi.

- Aversa, G. (2019, 12 07). <http://www.bankpedia.org/index.php/en/100-english/f/23873-foreign-debt-overhang-of-developing-countries-encyclopedia>. 05 22, 2019 tarihinde www.bankpedia.org. adresinden alındı
- Bağcı, S. A. (2016). Kasım 2000 ve Şubat 2001 Ekonomik Krizlerinin Dış Ticarete Etkileri. *Aksaray Üniversitesi İktisadi ve İdari Bilimler Fakültesi Dergisi*.
- Başkol, M. O. (2016). Türkiye'nin ihracatının ithalata bağımlılığının dahilde işleme rejimi açısından analizi. *Ekonomik ve Sosyal Araştırmalar Dergisi*, 12(2), 10.
- Beck, T. (2013). *Finance for Development: A Research Agenda*. London: DEGRP Research Report:.
- Bingöl, Ö. (2014). *Dış Borç Sorunu; Küreselleşme Sürecinde Gelişmekte Olan Ülkeler ve Türkiye*. İstanbul: Derin Yayınları.
- Casares, E. R. (2015). A relationship between external public debt and economic growth. *Estudios Económicos*, 30(2), 242.
- Chirwa, T. G., & Odhiambo, N. M. (2016). Macroeconomic Determinants of Economic Growth:A Review of Internationale Literature. *South East European Journal of Economics and Business*, 11(2).
- Clements, B., Bhattacharya, R., & Nguyen, T. Q. (2003). *External Debt, Public Investment, and Growth in Low-Income Countries*. IMF.
- D.Maki. (2012). Tests for cointegration allowing for an unknown number of breaks. *Economic Modelling*, 29(5), 2011-2015.
- Dönek, E. (2019, 11 21). *Türkiye'nin Dış Borç Sorunu ve 1980 Sonrası Boyutları*. 05 30, 2019 tarihinde <http://dergiler.ankara.edu.tr/dergiler/42/468/5388.pdf>: <http://dergiler.ankara.edu.tr/dergiler/42/468/5388.pdf> adresinden alındı
- Dritsakia, C., & Stiakakis, E. (2014). Foreign direct investments, exports, and economic growth in croatia: A time series analysis. *Procedia Economics and Finance*, 14, 181.
- Duasa, J., & Kassim, S. H. (2009). Foreign Portfolio Investment and Economic Growth in Malaysia. *The Pakistan Development Review*, 48(2), 109-110.
- Durham, J. (2004, April). Absorptive Capacity and the Effects of Foreign Direct Investment and Equity Foreign Portfolio Investment on Economic Growth. *European Economic Review*, 48(2).
- Ekinci, A. (2011). Doğrudan yabancı yatırımların ekonomik büyümeye ve istihdama etkisi: Türkiye uygulaması (1980-2010). *Eskişehir Osmangazi Üniversitesi İİBF Dergisi*, 6(2), 73-74.
- Ertüzün, T. (1971). Türk Ekonomisinin 1923-1973 Döneminde Dış Yardım İlişkileri. *İstanbul Üniversitesi İktisat Fakültesi Mecmuası*, 30(1-4), 166.
- Gülmez, A. (2015). Türkiye'de dış finansman kaynakları ekonomik büyüme ilişkisi:ARDL sinir testi yaklaşımı. *Ekonomik ve Sosyal Araştırmalar Dergisi*, 11(2), 140.
- Hepaktan, E. (2020, 02 15). *Türkiye'nin Dönüşüm Sürecinde Dış Ticaret Politikaları*. 02 15, 2020 tarihinde http://debis.deu.edu.tr/userweb/iibf_kongre/dosyalar/hepaktan.pdf: http://debis.deu.edu.tr/userweb/iibf_kongre/dosyalar/hepaktan.pdf adresinden alındı
- J.Lee, & M.C.Strazicich. (2003). Minimum lagrange multiplier unit root test with two structural breaks. *Review of Economics and Statics*, 85(4), 1082-1089.
- Karagöl, E. T. (2010). Geçmişten Günümüze Türkiye'de Dış Borçlar.
- Karakaş, A. (2012). Türkiye Ekonomisinde Yapısal Değişim: Dış Ticarete Fasil Bazlı Yapısal Dönüşüm Analizi. *Kafkas Üniversitesi Sosyal ve Beşeri Bilimler Dergisi*, 4(1), 8.
- Mahmoodi, M., & Mahmoodi, E. (2016). Foreign direct investment, exports and economic growth: evidence from two panels of developing countries. *Economic Research-Ekonomska Istraživanja*, 29(1), 939.
- Nations, U. (2014). *Report of the Intergovernmental Committee of Experts on Sustainable Development Financing*. New York: United Nations Publication.
- Njimanted, F., Mukete, M., & Forbe, N. (2014). External debt, domestic investment and economic growth in cameroon" A system estimation approach. *Journal of Economics Bibliography*, 1(1), 14.
- Olcara, A. (2013). *Türkiye'nin Dış Borç Sorunu ve Kriz Etkileri*. Çorum.

- Özdemir, Ü., Yiğit, G. K., & Oral, M. (2016). Cumhuriyetten Günümüze Ekonomi Politikaları Bağlamında Türk Dış Ticaretinin Gelişimi. *Karabük Üniversitesi Doğu Coğrafya Dergisi*, 21(35), 167.
- Pattillo, C., Poirson, H., & Ricci, L. (2002). *External Debt and Growth*. New York: IMF.
- Rahman, M. M., & Bashar, M. A. (2012). External debt and Gross Domestic Products in Bangladesh A co-integration Analysis. *Management Research and Practice*, 4(4), 28-29.
- Siddiquea, A., E.A.Selvanathanb, & Selvanathanb, S. (2016). The Impact of External Debt on Growth: Evidence From Highly Indebted Poor Countries. *Journal of Policy Modeling*, 38(5), 877.
- Siddiquea, A., E.A.Selvanathanb, & Selvanathanb, S. (2016). The Impact of External Debt on Growth: Evidence From Highly Indebted Poor Countries. *Journal of Policy Modeling*, 38(5), 877.
- Song, Y., Jiang, Y., Song, G., & Wang, P. (2013). The Empirical research on the relationship between fixed assets investment and economic growth. *Research and Applications in Economics*, 1(1), 1.
- Soydan, A., & Bedir, S. (2015). External Debt and Economic Growth: New Evidence for an Old Debate. *Journal of Business, Economics & Finance*, 4(3), 500.
- Szanyi, M. (1998). Experiences with Foreign Direct Investment in Eastern Europe: Advantages and Disadvantages. *Eastern European Economics*, 36(3), 38-39.
- Şaşmaz, M. Ü., & Yayla, Y. E. (2018). Ekonomik Kalkınmanın Belirleyicilerinin Değerlendirilmesi: Ekonomik Faktörler. *International Journal of Public Finance*, 3(2), 256.
- Taban, S., & Kar, M. (2015). *Kalkınma Ekonomisi*. Bursa: Ekin Basım Yayın Dağıtım.
- Taban, S., & Kar, M. (2015). *Kalkınma Ekonomisi*. Bursa: Ekin Basım Yayın Dağıtım.
- Tamilselvan, M., & Manikandan, S. (2015). A study on impact of foreign direct investment on gross domestic production in india. *International Journal of Academic Research in Business and Social Sciences*, 5(10), 226.
- UNCTAD. (2017). *World Investment Report 2017, Investment and Digital Economy; Key Messages and Overview*. Geneva.
- Ülgener, S. (1991). *Milli Gelir, İstihdam ve İktisadi Büyüme*. İstanbul: Der Yayınevi.
- Yavuz, A. (2009, Aralık). Başlangıcından Bugüne Türkiye'nin Borçlanma Serüveni. *SDÜ Fen Edebiyat Fakültesi Sosyal Bilimler Dergisi*, 1(20), 208.
- Yiğit, h. (2018). *Türkiye'de Cari İşlemler Açığı Sorunu: Nedenleri, Ekonomiye Etkileri ve Çözüm Önerileri*. Çorum.
- Zerenler, M. (2003). Devletin dış Borçlanmasının Türkiye ekonomisi üzerine etkileri. *Selçuk Üniversitesi İİBF Sosyal ve Ekonomik Araştırmalar Dergisi*, 3(5), 202.

Extended Abstract

Aim and Scope

The purpose of this study; To examine the impact of econometric capital flows and external debt growth of Turkey for the period 1986-2018. One of the most important problems of the developing countries like Turkey is the lack of the resources needed to grow domestic savings and capital accumulation. Employment becomes an important problem, especially if sufficient resources are not available to ensure development and growth. Therefore, developing countries have to grow at certain rates. The resources required for development can be solved by borrowing foreign debt, attracting foreign direct investments to the country and foreign portfolio investments. As investment expenditures are made to increase production, the level of employment increases, capital accumulation expands and consequently national income increases. External debt is also seen as an important source for developing countries. However, the important point here is the level of foreign debt and the purpose of this debt. Because excessive external borrowing affects growth negatively. In the analyzes, the stationarity of the variables was first analyzed with the unit root test Lee-Strazicich (2003). Afterwards, Maki (2012) analyzed whether there is a long-run relationship between capital movements and external debt and growth. Finally, Stock and Watson (1993) estimated the long-term coefficients with DOLS. According to the analysis findings, it was determined that capital movements, external debt and growth, act together in the long term. According to the long-term coefficient estimator results, while direct investments affect economic growth positively, the effect of portfolio investments on

economic growth is negative. On the other hand, the effect of foreign debts on economic growth up to the threshold value (52%) was positively affected, however, if this threshold was exceeded, it was found to affect growth negatively.

Methods

The place and foreign scientific sources were scanned. Analytical studies on the subject were examined. Analytical work was done on the subject. In the analyzes, the stationarity of the variables was first analyzed with the unit root test Lee-Strazicich (2003). Afterwards, Maki (2012) analyzed whether there is a long-run relationship between capital movements and external debt and growth. Finally, Stock and Watson (1993) estimated the long-term coefficients with DOLS.

Findings

As a result of many studies, it has been revealed that foreign direct investments have a positive effect on the development of developing countries. It has been observed that there is a positive effect between foreign debt and growth depending on the level of foreign debt. However, there was no positive relationship between portfolio investments and growth, on the contrary, it was observed that it caused macroeconomic imbalances. On the other hand, the effect of foreign debts on economic growth up to the threshold value (52%) was positively affected, however, if this threshold was exceeded, it was found to affect growth negatively.

Conclusion

As a result, Turkey is carrying out the growth with foreign borrowing for failing to provide the necessary financing to ensure the development of domestic savings. External borrowing, foreign direct investment and foreign portfolio investment can be considered as an imperative for developing countries like us in developing country. Many studies show that foreign direct investments and foreign borrowing up to a certain threshold positively affect growth. However, the impact of foreign portfolio investments on growth is negative. Our analysis also gave a consistent result with these studies. According to the analysis findings, it was determined that capital movements, external debt and growth, act together in the long term. According to the long-term coefficient estimator results, it was found that direct investments positively affect economic growth, portfolio investments negatively affect economic growth. On the other hand, the effect of foreign debts on economic growth up to the threshold value (52%) was positively affected. However, if this threshold was exceeded, it was found to affect growth negatively. As seen in our analysis unlimited borrowing is an obstacle to steady growth. Turkey's ratio of external debts to GDP in 2008 is 36.2%. When we came out in the year 2018, we see that this ratio rise 56.3. This threshold value is exceeded for turkey between 2017 and 2018. Increasing inflows of foreign direct investments into the country can only be possible with economic stability. The heavy debt burden negatively affects the debt repayment credibility of the country and makes it difficult to find new sources of finance in order to repay foreign debt. Therefore, in order to increase the entry of foreign direct investments into the country, it seems necessary that the debt threshold value specified in our analysis should not be exceeded and a deterioration in macroeconomic indicators should not be allowed.