

Makale Geliş Tarihi: 14.12.2019
Kabul Tarihi: 29.12.2019

TÜRKİYE’NİN BORÇ STOKU VE EURO

Dr. Öğr. Üyesi Ahmet OĞUZ
Karabük Üniversitesi İİBF
0000-0001-5291-2819
ahmetoguz@karabuk.edu.tr

Öz

Euro’ya geçişten sonra tüm ekonomik göstergelerin Euro ile ifadesi ile birlikte, Euro’nun kullanım alanı genişlemiş ve sayısal büyüklüğü de artmıştır. Ayrıca Avrupa Birliği’nde yerel para birimlerinin yerini Euro’nun alması da, Türkiye’nin Euro kullanımı öncesine göre daha etkin bir döviz kuru politikası izlemesini sağlamıştır. Çünkü etkin kur politikasının makro ekonomik açıdan daha istikrarlı bir yapıyı beraberinde getirdiği düşünülmektedir. Bu makro değişkenlerin içinde yer alan dış borç stoğundaki gelişmeler bu çalışmanın ana amacını oluşturmaktadır. Ayrıca çalışma da Avrupa Parasal Birliği’nin hayata geçirilmesi, buna bağlı olarak ortak para birimi Euro’nun tedavüle girmesi ile Türkiye’nin borç politikasının nasıl değiştiği ve Euro’ya geçişin Türkiye’nin borçlanma verileri üzerinde yarattığı etkileri tahmin edebilmek için ampirik uygulama yapılmış, sonuçlar ve öneriler ortaya konulmuştur.

Anahtar Kelimeler: Euro, Avrupa Birliği, Parasal Birlik, Para Politikası, Dış Borç.

TURKEY'S DEBT STOCK AND EURO

Abstract

After the transition to the Euro, the economic scope of the Euro has expanded and the numerical size has increased. Also Euro take local currencies’ place in the European Union, Turkey has provided a more efficient use of the exchange rate policy of the euro than before. Because the effective exchange rate policy is considered to be more stable in terms of macroeconomics. Developments in the external debt structure within these macro variables constitute the main objective of this study. Also at the paper, with the European Monetary Union’s implementation, hence the common currency, how it has changed Turkey’s debt policy with the introduction of the Euro and the Euro transition made empirical application to estimate the impacts on Turkey’s borrowing data, results and suggestions are put forward.

Keywords: Euro, European Union, Monetary Union, Money Politics, Foreign Debt.

Giriş

Avrupa'da 2002 yılında tedavüle sürülen ortak para birimi Euro, Parasal Birlik üyesi ülkelerin ve bu ülkelerle ilişki içerisinde olan diğer ülkelerin ekonomilerini etkilemiştir. Dış ticaretinin yarıya yakını Avrupa Birliği üyesi ülkeler ile yapan Türkiye de Euro'ya geçişten etkilenen ülkeler arasındadır. Euro'ya geçişle birlikte AB ülkelerinden borçlanan ülkelerin ve Türkiye'nin borç stoku kompozisyonları değişmiş ve diğer dövizlerin yerine Euro borç stokundaki yerini almıştır. Bu değişim ile birlikte birçok ülke borç stokunda ABD Doları payını azaltıp Euro payını artırmıştır. Böylece borç stokunu etkileyen ABD Doları-Euro çapraz kurları daha önemli hale gelmiştir. Euro'dan önce AB'ye üye ülkelerin Avrupa dâhilindeki dış ticaretlerinin büyük bir kısmı parasal birliğe geçişle birlikte, iç ticaret karakteri kazanmıştır (Kesgingöz ve Oğuz, 2016). Özellikle Orta ve Doğu Avrupa ülkeleri ile birçok Afrika ülkesinin AB ile ticaretlerinde ABD dolarının yerini Euro'nun alması bunu gözler önüne sermektedir. Tek para kullanımının üye ülkeler arasındaki işlemlerde kur riskini ortadan kaldırması ve alım-satım işlemlerinde maliyetlerin azalması nedeniyle, devlet tahvili arzında ve devlet tahvillerine yapılacak yatırımlarda maliyetlerin azalması olarak sonuçlanmıştır. Bu yüzden parasal birliğe üye ülkeler, daha geniş bir yatırımcı tabanına hitap eder duruma gelmişlerdir. Piyasa büyüklüğünün artması üye ülkelerdeki firmaların içsel ölçek ekonomilerinden yararlanmalarını sağlamakta ve tek paranın getireceği istikrar ile birlikte firmaların karlılıkları artmaktadır (Pehlivan Güreşçi ve Utkulu, 2015: 54). Günden güne derinlik kazanan sermaye piyasası sayesinde Euro alanına tahmin edilenden çok daha fazla alıcı girdiği gözlemlenmektedir. Bu durum planlanan ötesinde bir sermaye akımını ve cari hesap fazlasını beraberinde getirmiştir.

Tek paraya geçişle birlikte, kur ve faiz dalgalanmalarının etkisi büyük ölçüde ortadan kalkmıştır. Birlikteki ekonomik yaklaşma için sarf edilen çaba ile düşük enflasyon ve düşük dış borç oranları da yüksek kredi notlarıyla istikrarlı bir ilişki içerisinde.

Euro'nun yukarıda saydığımız olumlu etkilerini; üye ülkede mikro ekonomik etkinliği, makroekonomik istikrarı, ülke ve bölgeler arasında eşitsizliğin azalması gibi başlıklar altında toplayabiliriz. Euro'nun olumsuz etkilerinin başında Avrupa Merkez Bankasına devredilen yetkilerden dolayı, dışsal şoklar karşısında bir araç olarak kullanılacak döviz kuru ayarlaması aracının kaybedilmesi gelir.

Euro'nun Türkiye'nin Borçlanması Üzerine Etkileri

1999 yılından itibaren AB ülkelerine ihraç edilen tahviller Euro cinsinden yapılmaktadır. 1999 yılından önce çıkartılmış olup ödemesi 2002 yılını aşan enstrümanlar için Euro'ya dönüştürme olmuştur. Dönüştürme oranı 1 ECU=1 Euro olarak belirlenmiş ve Euro'ya geçiş sabit faizli enstrümanlar için uygulanacak faizlerde bir değişime yol açmadığı düşünüldüğünde, ulusal paraların dış borç açısından ek bir maliyet getirmemiştir. Ancak Türkiye'nin dış borçlarının büyük ölçüde ABD doları üzerinden değerlendiriliyor olması dolayısıyla ABD doları Euro arasındaki paritedeki değişimler özellikle Türkiye'nin dış borçlarının yükünü değiştirmiştir. Euro Dolar karşısında değer kaybettiğinde Türkiye'nin dış borçlarının yükü artmaktadır. Türkiye'nin döviz gelirlerini büyük ölçüde dolar üzerinden değerlendirmesi ve maliyet hesaplamalarının da yine dolar üzerinden değerlendirilmesi özellikle bütçe harcamalarının genişlemesi sonucunu doğurmaktadır. Çünkü dış borç faiz ödemelerinin bütçe kalemleri içerisinde yer alması dolayısıyla doların değerindeki yükselme ödenen faizin maliyetinin yükselmesini ortaya çıkarmaktadır. Faiz yükseldikçe bütçe harcamaları üzerindeki yük de yükselmektedir (Sakal, 2000: s. 1290-1291).

Tek paraya geçişle birlikte, AB içindeki mali piyasalar bütünleşmiş, işlem ve borçlanma maliyetleri düşmüştür. Euro ile bono getirileri daha da düşük seviyelere inmiştir. Bu atıl fonların para piyasalarından sermaye piyasalarına kayması sağlanmıştır (Bulgurlu, 2000: s. 1308).

Türkiye'nin borç yönetimi politikasına bakacak olursak; borç yönetimi politikası, para ve maliye politikaları gibi ülkenin ekonomik politikasının uygulanmasında ve ekonomiye müdahale edilmesinde kullanılan önemli bir enstrümandır. Borç yönetimi politikalarında kullanılan borç yönetimi faktörleri, borcun miktarı ve borçları bileşimidir. Borçların miktarı, borç yükünün ağırlığının ilk belirtisidir. Borç miktarı arttıkça yeni borçlanmalara başvurmak güçleşir. Borçların miktar yönünden büyümesi, aynı zamanda bileşimlerini de etkiler ve bileşimlerinin değişmesine yol açar. Borçların bileşimi; borçların süresi, faiz oranları, borç kaynakları, tedavül olanakları, garanti türleri gibi açılardan çeşitlilik yaratılmasıdır. Genel anlamda, borçların miktarı ile ilgili her değişim, borçların bileşiminde de bir değişmeye yol açar. Borçların bileşimini etkileyen birinci etken vadedir. Öte yandan erken ödeme ile borçların bileşimi değişebilir. Bunların dışında konsolidasyon ve konversiyon yoluyla da borçların bileşimi değişebilir.



Dış borçlar genellikle yabancı ülke parasıyla ödendiğinden, borcu sağlayan ülke ile borçlu ülke paraları arasındaki kur değişmesi, dış ödemeler üzerinde etki yaratacaktır. Diğer yandan, iç borçlanmaya kıyasla dış borçlanma, ekonominin dışsal etkilere karşı hassasiyetini artırır. Özellikle de değişken faizli dış borçlanma ile hem kur hem de faiz riskinin beklenmeyen etkiler yaratması mümkündür.

Borç yönetiminde göz önünde bulundurulması gereken iki önemli ölçüt kredi maliyetleri ve risk faktörüdür. Borçlanma için iki tür maliyet söz konusudur. Birincisi aktif maliyettir. Aktif maliyet; piyasadaki hareketlerden kaynaklanan maliyetlerdir. Borçlanmanın faizi, kurlardaki değişimler ve kredibilitenin nedeni ile borç yükünün değişmesidir. (Ateş, 2002: s. 4).

Borç yönetiminin ana maliyetini aktif maliyetler oluşturur. Aktif maliyetlerin düşüklüğü, borç yönetiminin başarısı oranında artar. Sabit faizli borçlanmalarda faizin düşük olması, tercih edilen bir durumdur. Değişken faizli borçlanmalarda ise piyasa faizindeki yükseliş yönündeki değişiklikler borç servisine ek maliyetler getirebilmektedir. Yabancı para cinsinden yapılan borçlanmalarda ise faiz maliyetinin yanında döviz kurundan kaynaklanan maliyetler de söz konusu olmaktadır.

Borç yönetimi, borç portföyünü yönetirken pek çok risk ile karşı karşıya kalmaktadır. Bu risklerden bazıları; piyasa riski, borcu döndürme riski, likidite riski ve operasyonel risktir. Gelişmekte olan ülkeler için ilk iki risk çok büyük önem taşır.

Piyasa Riski: Piyasada oluşan ve tahmin edilemeyen negatif dalgalanmaların ortaya çıkardığı kayıplar ya da beklenen seviyenin altında kazanç sağlama durumudur. Piyasa göstergelerindeki değişimlerin ödeme ve borçlanma maliyetlerini artırma riski olarak tanımlanmaktadır. Borç yönetimi açısından bakıldığında ise piyasa riski, borçlanmanın başlangıcından, tamamının ödenmesine kadar geçen süre içerisinde, ödenecek toplam tutarı etkileyen parametreleri olumsuz yönde etkileyebilecek her türlü gelişme olarak tanımlanır. Piyasalarda meydana gelen değişiklikler döviz kuru, faiz oranı ve genel fiyat seviyesindeki dalgalanmalar nedeniyle ortaya çıkmaktadır. Dolayısıyla döviz kuru riski ve faiz oranı riski piyasa riskinin alt başlıklarıdır.

Döviz kuru riski, döviz kurunda olabilecek dalgalanmalar sonucunda, borcun piyasa değerinin ve bunun sonucu olarak geri ödemelerinin maliyetini artırmasıdır. Döviz cinsinden gelirlerin kompozisyonu ile dış borç portföyünün döviz kompozisyonunun belli bir paralellikte olmaması halinde borçlanan devlet, kur riskine maruz kalmaktadır.



Faiz oranı, borçlanma maliyetlerinin ana unsuru olduğundan, faiz oranı riski piyasa faiz oranındaki değişmelerin, borçlanma maliyeti üzerinde yarattığı belirsizliktir.

Borç Çevirme Riski: Borcu borçla kapatmak durumuna gelen ülkeler, yeni borçlanmalarını eskiye oranla daha zor koşullarla kabul ediyorlarsa; borcu çevirme riski ile karşı karşıya kalmışlar demektir. Bu da borçlanma maliyetlerinin daha yüksek seviyelere çıkmasına neden olmakta ve borç yönetimini borç çevirme riski ile karşı karşıya bırakmaktadır.

Likidite Riski: Likidite riski, borçlunun, borca ilişkin yükümlülüklerini zamanında yerine getirebilmesi için gerekli olan nakit ya da likit değerlerinden mahrum kalma riskidir. Buna bağlı olarak Almanya, Japonya, Amerika gibi bazı gelişmiş ülkeler yabancı para cinsinden borçlanmayı tercih etmemektedirler. Ayrıca, dış sermaye akışının yüksek olduğu ülkelerin likidite riski, diğerlerine göre çok daha düşüktür.

Operasyonel Risk: Borç yönetim birimlerinde çalışan kişilerin yaptıkları yanlış hesaplamalar, kullanılan sistemlerden kaynaklanan hatalar ya da beklenmedik olaylar sonucu eldeki borç yönetimine ilişkin verilerin kaybedilmesi gibi risklerdir. Etkin bir borç yönetiminde, borç yönetim birimleri, eğitim, sağlıklı kayıt tutma ya da verileri yedekleme gibi yöntemlerle bu riskleri minimize edeceklerdir.

Türkiye’de Borç Yönetiminin Gelişimi

Kurulduğundan beri borçlanma sorunuyla karşı karşıya kalan Türkiye Cumhuriyeti ilk iç borçlanmasını 1933 yılında gerçekleştirmiştir. İç ve dış borçların yönetimi Hazine Müsteşarlığı tarafından yönetilir. İç borç yönetimi olarak Hazine Merkez Bankasıyla koordineli olarak devletin ihtiyacı olan finansmanını sağlar. Dış borçların yönetimi konusunda da Hazine, anapara ve faiz ödemelerinin döviz cinsinden izlenmesini yürütür. Türkiye’nin ABD doları dışındaki yabancı paralarla aldığı krediler, Dolar paritesi ile hesaplanmaktadır. Dolayısıyla, toplam dış borçların ABD Doları ile birlikte diğer yabancı paralar yönünden kompozisyonu Dolar üzerinden hesaplanmaktadır. Diğer yabancı paraların Dolar karşısında değer kaybı ya da kazanması, dış borçların kompozisyonuna göre, dış borçlarımızı da artırmakta ya da azaltmaktadır. Hazine, dış borçların sürelerinin, faiz oranlarının, efektif maliyetlerinin analizini, desteklenmesini ve gerektiğinde gerekli ayarlamaların yapılmasını sağlar. Bunları yaparken Merkez Bankası’nın destek ve yardımlarından yararlanır (Kaya, 2006: s. 52).



Türkiye’de 1980’den Euro’nun uygulanmasına kadar iç ve dış borçlanmanın gelişimin de ise en önemli değişiklik, Hazine’nin Maliye Bakanlığı’ndan ayrılarak, Hazine ve Dış Ticaret Müsteşarlığı olarak ayrı bir yapıya kavuşmasıdır. Bu döneme bakıldığında iç borçlanmanın sürekli artış gösterir bir seyir izlediği ve başarılı politikaların izlenemediği görülmektedir. 1980 sonrası dönemin başlarında iç borç stokunun artış oranı yüzde 20’ler seviyesinde iken ilerleyen yıllarda Türkiye’deki liberalleşme akımlarının etkisiyle bu oranın hızla arttığı görülür. 1990’lı yıllarla birlikte hızla yükselişe geçen iç borç stoku 1994 krizi nedeniyle yaklaşık 800 trilyon TL seviyelerine gelmiştir. 1994 ve 1996 yıllarında iç borç stokunda bir önceki yıla göre patlama yaşanmıştır (yüzde 124 ve yüzde 131). 1994 yılından sonra iç borç stoku devamlı artarken GSMH içindeki payı da sürekli artmıştır. Genel olarak 1980 sonrası dönemdeki iç borçlanma politikaları incelendiğinde, iç borçlanmanın hiçbir şekilde frenlenmeye kalkışılmadığı görülmektedir.

1980’li yıllarda dışa açılmacı büyüme yaklaşımının ekonomik politika olarak ortaya konması, gittikçe derinleşen bir borç yükü sorununu ortaya çıkarmıştır. Toplam dış borç stokunun GSMH içindeki payı 1970’li yıllarda yüzde 20 civarında iken 1990’ların başında yüzde 26,1’lere ulaşmıştır. 2002’de yüzde 54,8, 2010’da yüzde 37,8, 2017 yılında ise Türkiye’nin brüt dış borç stoku GSYH’nin yüzde 51,9’a olmuştur. 2017 yılında net dış borç stoku ise GSYH’nin yüzde 33,4’üne denk gelmektedir. 1999 yılına kadar Türkiye’nin dış borçlanmasında en büyük pay ABD Doları’na aittir. ABD Doları’ndan sonra en çok borçlanılan döviz cinsi ise Alman Markı’dır. 1999 yılına yaklaşıldığında, ECU cinsinden borçların Türkiye’nin borç portföyündeki payı artmıştır. SDR (Special DrawingRights) olarak belirtilen Özel Çekme Hakları cinsinden borçlanmalar IMF’den yapılmış olup payının az olduğu görülür.

Euro sonrasında Türkiye’nin iç ve dış borç kompozisyonuna bakıldığında iç borçlanmada ağırlığın TL cinsi kâğıtlarda olduğu ve payının sürekli arttığı görülmektedir. Döviz cinsi DİBS’ler içinde en büyük payın ABD Doları’nda olduğu görülür. İkinci sırayı Euro almaktadır.

Dış borç stokunun döviz kompozisyonuna bakıldığında; 2002 yılında ABD dolarının payı yüzde 46.8 iken 2005 yılı birinci döneminde yüzde 50.7’ye çıkarak ilk sırada yer almış, yine aynı dönemde Euro’nun payı da yüzde 30.6’dan yüzde 33.2’ye yükselmiştir. 2005 yılı birinci dönemi döviz kompozisyonu 2004 sonu ile kıyaslandığında ise ABD Dolarının payı yüzde 49.2’den yüzde 50.7’ye yükselirken 2017 de bu pay yüzde 58,7’ye çıkmıştır. Euro’nun



payı 2005 yılında yüzde 33.8'den 33.2'ye gerilemiş ve 2017'de %32'ye düşmüştür. Türkiye'nin dış borç stokunun kompozisyonunda en büyük paya sahip olan ABD Doları'nın payının günümüzde de devam ettiği yukarıda verilen verilerden de anlaşılmaktadır.

Parasal birliğe geçişle birlikte Euro cinsinden borçlanma kâğıtlarının, parasal birlik öncesi dönemde bireysel olarak üye ülkelerinin kullandıkları ulusal paralar cinsinden borçlanma kâğıtlarından çok daha fazla olması; Euro'nun dünya finans piyasalarında, Avrupa kıtasının tek para birimi olarak görülmesinin ötesinde, uluslararası bir para olarak algılandığını göstermektedir. Parasal birliğe geçiş tarihi olan 1999 yılının rakamlarına bakıldığında, dünya piyasalarında Euro cinsinden borçlanma kâğıtlarının payı bir önceki yıla göre yüzde 10 artmış, ABD Doları cinsinden borçlanma kâğıtlarının payı yüzde 10 düşmüştür. Kreditörler ellerinde bulunan Alman Markı, Fransız Fransı gibi Avrupa'nın eski paraları cinsinden sunulan kâğıtları, Euro cinsinden olanlarla değiştirmekle kalmamış, portföylerindeki ABD Doları paylarını da düşürüp Euro cinsinden kâğıtlarla doldurmuşlardır. Dolayısıyla ülkelerin borç portföylerinde bir takım değişiklikler yaşanmıştır.

Avrupa Parasal Birliğe geçişle birlikte Türkiye'de de yeni duruma geçiş aşamaları başlamış ve bazı hazırlıklar ve parasal dönüşümler yapılmıştır. 1999 yılında Hazine Müsteşarlığı tarafından yapılan dönüşüm çalışmasında Euro'ya geçişle birlikte kamu sektörü dış borç stoku içinde Euro'ya dönüşen dövizlerin 13.3 milyar ABD Doları olduğu, bu miktarın içerisinde en büyük payın yüzde 76.55 ile Alman Markı cinsinden kredilerin olduğu, daha sonra yüzde 12.88 ile Euro ve ECU cinsinden kredilerin ve yüzde 5.75 ile Fransız Fransı cinsinden kredilerin geldiği tespit edilmiştir. Diğer para birimlerinin toplam payı ise yüzde 4.8'dir. Euro'ya dönüşüm sonucu aynı yıl orta ve uzun vadeli dış borçlarda ilk pay yine yüzde 42.05 ile ABD Dolarına aittir. Bunu yüzde 33.96 ile Euro cinsinden dış borçlar ve yüzde 17.45 ile Japon Yeni izlemiştir.

1999 yılı başında Euro'nun yürürlüğe girmesiyle birlikte, bu para birimi cinsinden borçlanmalara başlanmış olup 1999 yılı başından 2000 yılı sonuna kadar Euro cinsinden sağlanan orta ve uzun vadeli krediler toplamı 6.8 milyon ABD Doları eşdeğerine ulaşmıştır. Bununla birlikte, 2002 yılında Euro'nun hukuki olarak tek para birimi haline gelmesiyle, tek para birimini kabul eden 11 AB üyesi ülkenin para birimi cinsinden sağlanan borçlar, Euro'ya çevrilmiştir. Euro'ya dönüşümle birlikte dış borçların döviz kompozisyonunda yer alan Alman Markı, Fransız Fransı, Hollanda Florini, Avusturya Şilini, Belçika Fransı, İrlanda Lirası, İtalyan Lireti, Fin Markası, İspanya



Pesetası, Portekiz Eskudosu ve Lüksemburg Frangı cinsinden yükümlülükler arasında kur riski kalkmıştır. Böylelikle, yönetilmesi gereken kur risklerinin sayısında azalma olmuş, döviz kuru riski yönetimi üç temel para birimine (ABD Doları, Euro, Japon Yeni) odaklanmıştır (Kaya, 2006: s. 90).

Dış borçlanmanın döviz kompozisyonundaki değişiklikler ele alındığında, tüm seviyelerin APB öncesi ve sonrası önemli derecede değişmediği görülür. Parasal birlik sonrasında kısa vadeli borçlarda Euro'nun toplam payında bir miktar artış gözlenmiştir. Diğer bir ifade ile APB sonrası Türkiye, kısa vadeli olarak Euro cinsinden daha çok borçlanabilme imkânı bulmuştur. 1999 yılına kadar orta ve uzun vadeli borçlar arasında ikinci büyük paya sahip olan Alman Markı da dahil olmak üzere Euro alanı ülke paraları cinsinden olan borçlanma, ortalama 30 milyar ABD Doları civarındayken, 2003 yılında Euro cinsinden olan orta-uzun vadeli dış borçlanma düzeyi 41 milyar \$'a, 2007 yılında ise 73 milyar \$'a geldiği görülmektedir. Bu durum, APB sonrasında Türkiye'nin Avrupa piyasalarından çok daha fazla borçlanma imkânı bulabildiğidir.

Kendi para birimi uluslararası işlemlerde kullanılmayan ülkeler için döviz kurlarındaki değişiklikler dış borç stok rakamları üzerinde büyük etki yaratabilmektedir. Türkiye'nin dış borçlanma kayıtlarında ve göstergelerin ifadesinde kullanılan rakamlar ABD Doları cinsindedir. Dolayısıyla, Euro ve ABD Doları arasındaki çapraz kur hareketleri, Türkiye'nin dış borç stok rakamlarında değişikliklere neden olur. Euro'nun değerinin ABD Doları'na karşı artması Türkiye'nin dış borç stoku rakamlarını artırıcı etki yaratır. 2002 yılından itibaren Euro'nun ABD Doları karşısındaki değerinin artması ve Euro cinsinden dış borçların ABD Doları cinsinden ifade edilmesi dış borç stokunun yüksek görünmesine yol açmıştır. 1998-2002 arası Euro'nun ABD Doları karşısında değer kaybetmesi ise dış borç stokunu negatif etkilemiştir (<http://www.hazine.gov.tr/stat/ti88.htm>). 2016 yılının sonlarında meydana gelen kur artışı sonucunda özel sektörün yurtdışından sağladığı uzun vadeli borç 1 milyar dolar arttı. Bu artış 2017 yılının başlarında doların türk lirası karşısında değer kazanması sonucunda borcumuzun 1.7 milyar dolar daha fazla olmasına sebebiyet verdi. Euro'nun bu dönemde TL karşısında dolara göre daha fazla değer kazanması dış borcumuzu 1.8 milyar dolara ulaştırdı. Bunun sebebi ise uzun vadeli dış borcumuzun 3/1'i euro'dan oluşmasıydı. Kur farkı olmasaydı bu rakamlar artış yönde değil 600 milyon dolar azalış yönünde olacaktı.



Risk faktörlerinin durumundan da bahsetmek gerekirse; Euro cinsinden borçlanma enstrümanları, ABD Doları cinsinden borçlanma enstrümanları karşısında ikame etkisi yaratmaktadır. Bu ikame durumu, ABD Doları cinsinden olan borçlanma enstrümanlarının faiz oranlarında ortaya çıkacak dalgalanma riskine karşı bir telafi etkisi doğurabilecektir.

APB öncesinde çok sayıda para birimi cinsinden borçlanma yapmak ve bu para birimlerinden ayrı ayrı kur riski taşımak yerine tek bir kur riskine (Euro riskine) yoğunlaşmak olumlu sonuçlar doğurmaktadır. Böylece daha az sayıda dövizden oluşan borç portföyü Euro-TL ilişkisine bağlı olarak olumlu şekilde etkilenir. Buna bağlı olarak, 1999, 2000 ve 2001 yıllarındaki kur etkisinin, Türkiye'nin ABD Doları cinsinden ifade edilen dış borç stokunu azalttığı görülür. Önel ve Utkulu'nun yaptığı araştırmaya göre Türkiye'nin dış borcunun sürdürülebilirliği, en fazla finansal kriz yılları olan 2000 ve 2001 yıllarında etkilenmiştir (Önel ve Utkulu, 2006: s.680).

Türkiye'de mevduat araçlarının çeşitlenmesi, döviz tasarrufuna yönelik kısıtların ortadan kaldırılması ve iç piyasalarla dış piyasaların bütünleşmesi kısmen de olsa finansal derinleşme sağlarken, bu gelişmelerin gerekli kurumsal altyapı olmaksızın hayata geçirilmesi ve dış piyasa orijinli sermaye hareketlerine karşı korunmasız olması, finansal kırılganlığın iyice artmasına yol açmıştır. Euro piyasalarından borçlanmanın daha kolay ve düşük maliyetle sağlanması, borç çevirme üzerinde olumlu etkiler yaratırken, sayılan sebeplerden dolayı, Euro alanından gelen sermayenin spekülasyon etkileriyle hareketli olması, Türkiye'nin kırılgan finans piyasasında borç çevirme riskini anlık olarak artırabilecektir.

Birincil piyasalarda belli oranda sürekli talebin sağlanması ve ikincil piyasalarda sürekli işlem ve fiyat oluşumunun sağlanması amacıyla Hazine Müsteşarlığı'nca piyasa yapıcılığı çalışmaları başlatılmıştır. Bu kapsamda Müsteşarlık seçilen bankalara piyasa yapıcılığı yükümlülüğü vermiştir. APB sonucunda, Türkiye'nin borçlanmasında önemli yer tutan Euro piyasalarını da kapsayan düzenlemeler sonucu piyasa yapıcılığı sisteminin kapsamının geliştirilmesi, hem iç hem de dış borçlanmada likidite riskinin önlenmesinde önemli rol oynamaktadır.

Operasyonel risk göz önüne alındığında, çok sayıda dövizle ilişkin olarak oluşabilecek operasyonel riskin daha az sayıda dövizle oluşturulmuş bir kompozisyona göre daha yüksek olacağı düşünülebilir. Ancak, operasyonel riskin, insan faktöründen ya da kullanılan sistemlerden kaynaklanan hataların oluşma riski olduğu

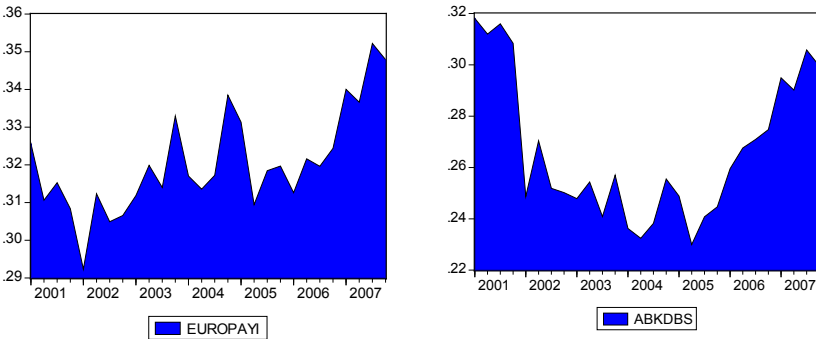


düşünüldüğünde Parasal Birlik'in bu alanda çok somut ve kesin bir risk azaltıcı etkisinden söz etmek mümkün olmayabilir.

Uygulama ve Sonuçları

Türkiye'nin dış borç stoku kompozisyonu incelendiğinde Euro'ya geçiş tarihi olan 2002 yılından önce döviz kompozisyonunda yer alan Alman Markı, Fransız Frangı, Hollanda Florini, Belçika Frangı, ve İtalyan Lireti gibi paralar, Avrupa Parasal Birliği'nin oluşturulmasıyla birlikte 2002 yılından itibaren yerini Euro'ya bırakmıştır. Bu çalışmada esas üzerinde durulan nokta Avrupa Parasal Birliği'nin bir sonucu olan Euro'ya geçişle birlikte borç stoku yapısının değişip değişmediğidir. Bu anlamda bu çalışmada incelenecek olan dış borç stoku içerisinde 2002 yılı öncesinde yer alan yukarıda söz edilen AB ülkeleri paraları ile 2002 yılından sonra yer alan Euro'nun payları Hazine Müsteşarlığı verilerinden 2001-2007 yılları arası çeyreklik olarak elde edilmiştir. Eviews 5.0 programı yardımıyla yukarıda sözü edilen testler bu seri üzerinde uygulanmıştır. Uygulamada öncelikle serilerin durağan olup olmadıkları araştırılmıştır. Bunun için bu çalışmada seriler üzerinde üç farklı birim kök testi yapılmış ve seri durağan hale getirilmiştir. ADF ve PP testlerinin sıfır hipotezi serilerin birim köke sahip oldukları, KPSS testinin sıfır hipotezi ise serilerin durağan olduğudur. Daha sonra AB paralarının (2002'den sonra Euro'nun) kamu dış borç stokundaki payı ile toplam brüt dış borç stoku kompozisyonunda Euro'nun payı arasında uzun dönem ilişkiyi gösteren model kurulmuştur. Burada EUROPAYI ifadesi toplam brüt dış borç stoku kompozisyonunda Euro'nun payını, ABKDBS ifadesi ise AB paralarının (2002'den sonra Euro'nun) kamu dış borç stokundaki payını göstermektedir.

Şekil 1: EUROPAYI ve ABKDBS



Öncelikle, EUROPAYI serisinin durağan olup olmadığı birim kök testi ile araştırılmıştır. Düzey durağan olarak yapılan ilk testte hesaplanan t değeri yüzde 5 anlamlılıkta tablodaki t değerine göre H_0 hipotezi kabul edilmiştir. Sıfır hipotez birim kök var olduğundan bu seri $I(1)$ 'dir denilir. Böylece seri anlamlı çıkmamış ve serinin birim köke sahip olduğu görülmüştür. Bu birim kök testleri bir de serilerin farkını alarak yapıldığında serilerin durağan olduğu görülmüştür. Bununla birlikte, KPSS testi ve diğer testler arasındaki farklılıklar değişkenlerdeki yapısal kırılmalara işaret edebilir.

Tablo 1: Birim Kök Testi Sonuçları

	EUROPAYI		ABKDBS	
	Trendli	Trendsiz	Trendli	Trendsiz
ADF	- 3.603202*(1)	- 2.981038*(1)	- 7.691415*(1)	- 6.393617*(1)
PP	- 12.58719*(1)	- 8.769506*(1)	- 15.35099*(1)	- 6.375868*(1)
KPSS	0.500000(0)	0.475393(0)	0.178627(0)	0.0181314(0)

Not: * %5 önem düzeyinde H_0 hipotezinin ret edildiğini ifade etmektedir. Parantez içindeki rakamlar AIC'ye göre belirlenen en uygun gecikme değerlerini gösterir, kritik değerler MacKinnon (1991)'a dayanır.

Buradaki birim kök testlerinin ortak sonucu serilerin birinci farklarının durağan olduğudur ($I(1)$). Daha sonra ABKDBS ile EUROPAYI arasında bir model kurulmuştur. ABKDBS bağımlı değişken olarak alınmıştır. Tablo 2'de yer alan uzun dönem modelde c katsayısı anlamsız çıkmış, Durbin-Watson istatistiği sifıra yakın çıkmıştır. Bu, modelde oto korelasyon olduğunun bir işaretidir. Bununla birlikte, Engle-Granger Metoduna ilişkin bir değerlendirme yapıldığında; uzun dönem denklemin R kare değerinin DW değerinden büyük olması nedeniyle sahte ilişkiyi yansıttığı söylenebilir. Değişkenlerin $I(1)$ olmaları Engle –Granger metodu için ilk aşamayı ifade ederken, hata teriminin ADF testi de ikinci aşamasını göstermektedir. Hata teriminin ADF istatistiğine bakıldığında; değişkenler arasında uzun dönemli bir ilişkinin varlığından söz edilemeyeceği açıktır. Yine hata düzeltme mekanizması denkleminde; da kısa dönemli ayarlanma sürecinin çalışmadığını ifade etmektedir.



Tablo 2: Engle-Granger Eşbütünleşme Testi Sonuçları

$ABKDDBS = \beta_1 + \beta_2 EUROPAYI$			
β_1	0.016935	β_2	
β_2	0.778968		
R Kare	0.720784	CRDW	0.182183
ECM (Hata Düzeltme Mekanizması)			
$\Delta ABKDDBS = \alpha_0 + \alpha_1 U(-1) + \alpha_2 \Delta EUROPAYI + DABKDDBS(-1)$			
α_1	-0.17752	α_2	1.201444
ADF	-2.7571*	k	1

* %5 önem düzeyinde H_0 hipotezinin ret edilmediğini ifade etmektedir.

Sonuç ve Öneriler

Ekonomik bütünleşme türlerinin en ileri aşaması olan ekonomik birlik aşamasına ulaşmada yerine getirilmesi gereken kriterlerden birisi de parasal birliği sağlamaktır. Avrupa Birliği ekonomik birlik aşamasına ulaşmak için gereken tüm ölçütleri sağlayamamasına rağmen parasal birlik oluşturma aşamalarını başarıyla tamamlamıştır. 2002 yılında tedavüle sürülen tek para Euro, Avrupa Parasal Birliği'nin bir ürünüdür. Buna rağmen, Euro Optimum Para Sahasının tüm ölçütlerini yerine getirememiştir.

Euro'nun üye ülke ekonomileri üzerinde olumlu ve olumsuz etkileri bulunmaktadır. Euro'nun başlıca olumlu etkileri üye ülkede mikro ekonomik etkinliği, makroekonomik istikrarı, ülke ve bölgeler arasında eşitsizliğin azalmasını sağlamak, işlem maliyetlerini ve döviz kuru belirsizliğini ortadan kaldırmak ve ekonomik büyümeyi sağlamak olmuştur. Böylece, reel ekonomide çıktı ve istihdam düzeyinde daha az dalgalanma yaşanması sağlanacaktır. Euro'nun başlıca olumsuz etkileri ise Euro alanına dâhil ülkelerin para politikalarının belirlenmesinde yetkilerini Avrupa Merkez Bankası'na devretmeleri ile dışsal şoklar karşısında bir araç olarak kullanılacak döviz kuru ayarlaması araçlarını kaybetmeleri ve bütçe açıklarının finansmanı yöntemlerinin yaratacağı refah kaybıdır.

Euro'nun piyasalara sürüldüğü 2002 yılından sonra ki Türkiye'nin borçlanma verilerinde (özellikle dış borç stokunda)



Euro'nun payında yapısal bir değişikliğin olup olmadığını incelenmiş ve inceleme sonucunda, Euro'ya geçilmeden önce AB ülkelerinin para birimlerinin Türkiye'nin borç stokundaki toplam payının Euro'ya geçildikten sonra yapısal bir kırılmaya uğramadığı ve payın ciddi bir biçimde değişmediği görülmüştür. Yapılan eş bütünleşme test sonucuna göre de iki değişken arasında bir ilişki bulunamamıştır. Bu da uzun dönem denkleme dayanarak yorum yapılmasını güçleştirmektedir.

Kaynakça

- Ateş, G., (2002), Borç Yönetim Ofisi ve Türkiye Uygulaması Üzerine Bir Çalışma, Hazine Müsteşarlığı Ekonomik Araştırmalar Genel Müdürlüğü, Ekim.
- Ayhan, R., (2000), Avrupa Parasal Birliği, Euro ve Etkileri, Yeni Türkiye (AB Özel Sayısı 2), Yıl:6, Sayı:36, S. 1243-1247.
- Bulgurlu, (2000), “Küreselleşme Sürecindeki Avrupa Para Birliği, Euro'nun Beklenen Etkileri ve Türkiye”, Yeni Türkiye (AB Özel Sayısı 2), Yıl:6, Sayı:36, S. 1297-1310.
- Dickey, D.A. ve Fuller, W.A.(1979), “Distribution of TheEstimatorsforAutoregressive Time Series with a UnitRoot”, Journal of TheAmerican Statistical Association, Vol: 74, ss. 427-431.
- Eğilmez, M., (2001), “Kur Rejimiyle Dış Borçlanma İlişkisi”, Köşe Yazıları ve Makaleler, Aralık 2001, <http://www.mahfiegilmez.com.tr>, Erişim Tarihi: 10.11.2015
- Ekmekçiler, Ü. S., (2007), “Avrupa Para Sistemi ve AB-Türkiye İlişkilerinin Türk Para Sistemine Etkileri”, Elektronik Sosyal Bilimler Dergisi, S.22, 362-394.
- Engle, R.F. andGranger, C.W.J. (1987), “CointegrationandErrorCorrection: Representation, EstimationandTesting”, *Econometrica*, Vol: 55, ss.251–276.
- Granger, C.W. J. (1986), “Developments in TheStudy of CointegratedEconomicVariables”, *Oxford Bulletin of EconomicsandStatistics*, Vol: 48, ss. 213–228.
- Gregory, A. W. andHansen, B. E. (1996), “Residual-BasedTestsforCointegration in ModelsWithRegimeShifts”. *Journal Of Econometrics*, Vo: 70, pp. 99–126.
- Hazine Müsteşarlığı, (Mayıs 2008), Kamu Borç Yönetimi Raporu, No:34.
- Kaya, B., (2006), Avrupa Para Birliği ve Türkiye'nin Borç Yönetimi Politikası Üzerine Etkileri, SPK Yayınları, Ankara.

- Kesgingöz, H., ve Oğuz, A. (2016). Seçilmiş Bazı Afro-Avrasya Ülkelerindeki Finansal Gelişmenin Dış Ticaret Üzerine Etkisi, *Dumlupınar University Journal of Social Science/Dumlupınar Üniversitesi Sosyal Bilimler Dergisi*, Special Issue, p295-303.
- Maliye Bakanlığı, Araştırma Planlama ve Koordinasyon Kurulu Başkanlığı, Kısa Rapor, Borçlar:46/9, 1 Temmuz 2005.
- Önel, G., Utkulu, U., (2006), “Modeling The Long-Run Sustainability Of Turkish External Debt With Structural Changes”, *Economic Modelling*, 23(4), July, 669-682.
- Pehlivan Güreşçi, G. ve Utkulu, U. (2015). Ekonomik Entegrasyon ve Büyüme, Ankara: Nobel Yayınevi.
- EU member-states, *Journal of Policy Modeling* 28, 595–602.
- Sakal, M., (2000), “Avrupa Para Birliği’ndeki Gelişmeler ve Türkiye’de Mali Politikalar”, *Yeni Türkiye (AB Özel Sayısı 2)*, Yıl:6, Sayı:36, S. 1281-1296.
- Saraçoğlu, F., (2002), “1980-2001 Yılları Arasında Türkiye’de İç Borçların Yapısal Gelişimi ve Değerlendirilmesi”, *Ekonomik Yaklaşım Dergisi*, s. 45.
- Tonus, Ö. (2000), *Avrupa Birliği’nde Ekonomik ve Parasal Birlik ve Türkiye*, İKV Yayın No: 163, İstanbul.
- Zengin, A., (2000), “Reel Döviz Kuru Hareketleri ve Dış Ticaret Fiyatları (Türkiye Ekonomisi Üzerine Ampirik Bulgular)”, *C.Ü. İktisadi ve İdari Bilimler Dergisi*, Cilt 2, Sayı 2, 27-41.