

Araştırma Makalesi

**Türkiye’de Dış Borçların Sürdürülebilirliği ve Ekonominin Finansal Kırılganlığı
Üzerine Analizler: 1989–2019**

*Analysis on the Sustainability of External Debt and the Financial Vulnerability of the
Turkish Economy: 1989-2019*

Umut ÇAKMAK

Doç. Dr. Hacı Bayram Veli Üniversitesi

İİBF, İktisat Bölümü

umut.cakmak@hbv.edu.tr

<https://orcid.org/0000-0003-4307-4264>

Makale Gönderme Tarihi	Revizyon Tarihi	Kabul Tarihi
27.06.2020	15.08.2020	23.08.2020

Öz

Makalenin amacı, Dünya Bankası’nın dikkate aldığı göstergeler yardımıyla 1989–2019 arasında Türkiye ekonomisinde dış borçların sürdürülebilirliğinin analiz edilmesi ve ekonominin finansal kırılganlık düzeyinin belirlenmesidir. Bu bağlamda, Türkiye ekonomisi için 13 temel makroekonomik değişken seçilerek üç farklı Finansal Kırılganlık Endeksi (FKE) türetilmiştir. Finansal kırılganlığın arttığını gösteren “eşik değeri” 0.35 olarak bulunmuş ve bu eşik değerin hem 1994, hem de 2001 krizlerini önceden tahmin etme gücü olduğu gözlenmiştir. Buna karşın, üç farklı FKE’den hiçbiri 2008–2009 krizini öngören bir sinyal üretmemiştir. Ama bu da, 2008–2009 krizinin yurtiçi değil yurt-dışı kaynaklı olduğu göz önüne alınırsa, olması gerektiği gibidir. 2010’lu yıllarda dış borçlarda meydana gelen hızlı artışlar, FKE’nin 2017 yılında bir kez daha eşik değeri geçmesine yol açmıştır. Dış borçların sürdürülebilirliği açısından son yıllarda zayıf bir görünüm sergileyen Türkiye’nin, bu sorunun çözümü için yöneleceği en iyi yol ihracattır.

Anahtar Kelimeler: Dış Borçların Sürdürülebilirliği, Finansal Kırılganlık Endeksi, İhracat

Abstract

The aim of this article is to analyze the sustainability of external debt in the Turkish economy between 1989-2019 with the help of indicators taken into account by the World Bank and to determine the level of financial vulnerability of the Turkish economy. In this context, 13 basic macro economic variables were selected for the Turkish economy and three different Financial Vulnerability Indexes (FVI) were derived. These indexes (FVI), the threshold-value of which is 0.35, were successful in predicting both the 1994 and 2001 currency crises for it has produced strong signals in the years immediately preceding the two “home-made” crises. However, none of the three different indexes value produced a signal predicting the 2008-2009 crises. But considering the fact that the said crises was “imported” and not “home-made”, this is neither surprising nor can be construed as a failure to predict. However, rapid increases in external debt in the 2010s led to FVI once again passing the threshold-value in 2017. As a result, exports are the best way for Turkey, which has shown a weak outlook in recent years in terms of sustainability of external debt, to solve this problem.

Key Words: Sustainability of External Debt, Financial Vulnerability Index, Export

1. Giriş

Önerilen Atıf/Suggested Citation

Çakmak, U. 2020. Türkiye’de Dış Borçların Sürdürülebilirliği ve Ekonominin Finansal Kırılganlığı Üzerine Analizler: 1989–2019, *Üçüncü Sektör Sosyal Ekonomi Dergisi*, 55(3), 1837-1862

Yakın tarihte Türkiye’de gerçekleşen en önemli ekonomik kırılmalardan¹ ilki 24 Ocak Kararları olmuştur. 24 Ocak 1980 yılında alınan kararlarla birlikte, ithal ikameci dış ticaret politikası yerini ihracata dayalı büyüme stratejisine bırakmış ve Türkiye’de serbest piyasa ekonomisinin kuralları işlemeye başlamıştır (Mumyakkmaz, 2019, s. 1900).

Belirtmek gerekir ki, 24 Ocak Kararları’nın kısa vadeli hedefler arasında, ödemeler bilançosundaki dış ödeme sorununu çözmek, 1970’lerin ikinci yarısından sonra hızla artan enflasyonu kontrol altına almak, ekonomideki atıl kapasiteleri harekete geçirerek büyüme hızını artırmak ve işsizlik oranını makul seviyelere indirmek yer almıştır. Uzun vadeli hedefler ise, kamu kesiminin küçültülmesi ve bütün kurum ve kurulları ile serbest piyasa ekonomisine işlerlik kazandırmak olmak üzere iki temel amaca odaklanmıştır (Kaya, 2013, s. 8).

24 Ocak Kararları sonrası 12 Eylül 1980 yılında askeri darbesi ile sarsılan Türkiye ekonomisi, yaklaşık 3 süren askeri yönetimi takiben 6 Kasım 1983 yılında yapılan Genel Seçimler sonrasında Anavatan Partisi ve Turgut Özal liderliğinde tekrar sivil yönetime geçmiştir.

1980’li yıllarda serbest piyasa ekonomisine işlerlik kazandırmaya çalışılan son önemli gelişme, 1989 yılında 32 Sayılı Karar ile sermaye hesabının serbest bırakılması ve TL’nin konvertibl hale getirilmesi olmuştur. 32 sayılı kararın temelinde, kamunun artan iç ve dış tasarruf açıklarını kapatmak için kaynak arayışı ve Türkiye’de 1980 yılı sonra uygulanan ekonomik reform sürecinin 1988 yılına geldiğinde hızını kaybetmiş olması yatmıştır. Böylece, 1980 yılında dış ticaret hesabının serbestleştirilmesi ile başlayan süreç, 1989 yılında sermaye hesabı ile devam etmiş ve Türkiye ekonomisi serbest piyasa ekonomisine tam entegre hale getirilmiştir.

Ancak ne var ki, 1980’lerin ikinci yarısından sonra 3 temel makroekonomik göstergede ortaya çıkan bozulma, 2001 krizine kadar sürecek olan uzun soluklu ekonomik sıkıntıların başlamasına neden olmuştur. Bu sorunlu 3 temel makroekonomik gösterge; enflasyon oranı, bütçe açığı ve dış ticaret açıklarıdır:

Enflasyon oranlarındaki keskin artışın başlaması esasen 1975 yılı sonrasıdır. 1975 yılında %10’larda gezinen enflasyon oranları, 2. Petrol Krizi’nin de etkisiyle 1980 yılında %100’lere kadar yükselmiştir. 1981–1983 döneminde ortalama %30’lara kadar inen enflasyon oranları, bu tarihten sonra tekrar artmaya başlamış ve 1985–2001 dönemi boyunca ortalama %60–70 bandında seyrederek kronik bir yapıya bürünmüştür. 2001 krizi sonrasında hızla düşen enflasyon oranları 2004 yılında tek haneye inmiş ve 2004–2019 dönemi boyunca da ortalama %9,48 oranında gerçekleşmiştir (TÜFE enflasyonu)².

Türkiye ekonomisinde 1980’li yıllarda başlayıp 1990’lı yıllarda sürdürülemez boyutlara ulaşan ve 2001 yılına kadar da ağırlaşarak devam eden bir diğer makroekonomik sorun sürdürülemez kamu tasarruf açıklarıdır. Daha başka ve kısa bir ifadeyle bütçe açıklarıdır. Bütçe açıklarının artışında kamunun savurgan ve hükümetlerin popülist politikalarının elbette önemli rolü olmuştur. Ancak bunlardan daha önemlisi, yüksek ve kronik enflasyonun bütçe açığı üzerine -- artan nominal ve reel faizler eliyle-- olan olumsuz etkisidir. Bu olumsuz etkinin bir süre sonra enflasyon-bütçe açığı sarmalına dönüşmesi, en son analizde iç borç stokunda hızlı bir artış olarak ekonomiye yansımıştır (Çakman ve Çakmak, 2007, s. 33–36).

2001 krizinden sonra büyük ölçüde düşen enflasyon oranlarına bağlı olarak kamunun faiz yükü ve bütçe açığı hızla azalmış ve kamu maliyesi alanında olumlu gelişmeler yaşanmıştır. Örneğin, 2005 yılında Maastricht Kriterleri olan bütçe açığının GSYİH içindeki payı %1’lere (2001 yılında %12,7’den); AB tanımlı kamu borç stokunun GSYİH içindeki payı da %50’ye kadar düşmüştür (2001 yılı sonunda %76’dan). 2005 yılından sonra da her iki değişken -2009 yılı küresel krizin

¹ “Kırılma” kelimesi sadece olumsuz anlamda kullanılmadı. Ekonomide yaşanan keskin bir yapısal dönüşüm ve/veya makroekonomik göstergelerde oluşan baskın bir değişim anlamında kullanıldı.

² Hesaplama tarafımdan yapılmıştır. Kaynak: <https://www.tcmb.gov.tr/> (Erişim, Haziran 2020).

etkisi hariç- literatürde belirlenen sınırlar içinde kalmıştır³. Bu gelişmelere bağlı olarak da Türkiye'nin iç borç stoku oranı (GSYİH'ye oranı) 2000'li yıllarda hızla düşüşe geçmiştir.

Türkiye ekonomisinin temel makroekonomik sorunlarından bir diğeri ise dış ticaret ve cari işlemler açıklarıdır. Ancak bu sorun, ne 1980 sonrası başlamış, ne de 2001 yılından sonra çözülebilmiştir. Cumhuriyet tarihi boyunca sadece 1930–1946 dönemi boyunca (sadece 1938 yılı hariç) dış ticaret fazlası veren Türkiye ekonomisi, 1947 yılı ve sonrasında sürekli dış ticaret açığı vermiştir⁴. Hatta 1950-1980 dönemleri arasında yaklaşık her on yılın sonunda döviz sıkıntısı yüzünden istikrar programları hazırlamak ve mali destek için IMF ve Dünya Bankası gibi kuruluşların “kapısını çalmak” zorunda kalmıştır⁵. Bu süreç 1980 sonrası da sürmüştür; 1994 ve 2001 krizinin en önemli temel nedenlerinden birisi, 1993 ve 2000 yıllarında yine sürdürülemez boyutlara ulaşan dış ticaret ve cari işlemler açıkları olmuştur. Üstelik Türkiye'nin 1980 sonrası ihracata dayalı büyüme modelini benimsemiş olmasına rağmen...

Türkiye ekonomisinde kırılma noktası olarak gördüğümüz ikinci gelişme ise, Cumhuriyet tarihinin en yüksek ekonomik daralmalarından birine yol açan 2001 krizidir (eski GSYİH serisine göre %-9,5). Önemle belirtmek gerekir ki; 2001 krizi sonrası yüksek ve kronik enflasyonun tek haneli rakamlara düşmesi, kamu tasarruf dengesinde sağlanan iyileşmeler sonrasında bütçe açığı ve iç borç stokunun azalma trendine girmesi ve de kamu bankalarının görev zararları kapatılıp, özel bankalar içindeki “çürüklerin” piyasadan tasfiye edilmesi, ekonomide güven ortamının artmasına ve bu sayede de finansal kırılganlığın önemli ölçüde azalmasına neden olmuştur. Ancak ne var ki, --bütün bu olumlu gelişmelere rağmen-- Türkiye'nin 1940'lı yılların sonlarında başlayan dış ticaret açığı sorunu, daha başka ve genel bir ifadeyle döviz açığı sorunu 2001 yılı sonrasında da artarak sürmüştür. Çünkü 1980 yılında uygulamaya konulan ihracata dayalı büyüme stratejisi, “24 Ocak Kararları'na” eklenmiş bir yan cümle olmaktan pek de öte gidememiş; istenilen başarıya bir türlü ulaşamamıştır. Örneğin, finansal krizlerin oluşumunda en önemli öncü göstergelerden birisi olan --belki de en önemlisi olan-- cari işlemler açığı/GSYİH oranının 1983–2001 dönemi ortalaması %-0,7 iken, 2002–2018 döneminde aynı oran ortalama %-4,5'e yükselmiştir. Hatta 2005–2018 dönemi ortalaması %-5,0 gerçekleşmiştir⁶. Ancak, yoğun sermaye girişleri sayesinde bu açığın finansmanında pek bir sorun yaşanmamıştır.

Üst paragraflarda anlatılan bütün bu gelişmelerin özeti şudur: Türkiye'nin 2000'li yıllar öncesinde uyguladığı kamu kesimi ağırlıklı, bütçe açığına dayalı ve kamu kesimi borçlanmasıyla yürütmeye çalıştığı ekonomi politikası terk edilerek, 2000'li yıllarda özel kesim ağırlıklı, özel kesim tasarruf-yatırım açığına ve dolayısıyla cari açığa dayalı yeni bir ekonomi modeline geçilmiştir. Bunun sonucu olarak da kamu kesimi borçlanma hızı azalırken, özel kesim dış borçlanma hızı artmıştır (Eğilmez, 2013). Dolayısıyla ekonomide yaşanan üçüncü kırılma noktası da, özellikle 2005 yılı sonrasında hem düzey, hem de GSYİH'ye oran olarak hızla artma trendine giren özel sektör dış borç stokudur.

Bu çalışmanın amacı da, 1989–2019 dönemi dikkate alınarak, Türkiye'de dış borçların gelişiminin ve sürdürülebilirliğinin değerlendirilmesi ve Türkiye'nin finansal kırılganlığının ağırlıklı olarak dış borç rasyoları kullanılarak analiz edilmesidir. Başlangıç olarak 1989 yılının seçilmesinin nedeni de, Türkiye'nin bu tarihte sermaye hesabını serbest bırakarak küresel ekonomiye tam entegre olmasıdır.

³ Bütçe açığı/GSYİH oranının 2005–2019 dönemi ortalaması %1,85; 2019 yılında ise %2,9 gerçekleşmiştir. Avrupa Birliği tanımlı kamu borç stoku/GSYİH oranı da 2019 yılı sonunda %33,1'e kadar gerilemiştir. Kaynak: <https://www.hmb.gov.tr/kamu-finansmani-istatistikleri> (Erişim, Haziran 2020).

⁴ Kaynak: http://www.tuik.gov.tr/PreTablo.do?alt_id=1046/

⁵ 4 Ağustos 1958, 10 Ağustos 1970 ve 24 Ocak 1980 kararları bunlara örnektir.

⁶ Belirtmek gerekir ki, aynı oran 2011 yılında %-8,9'a kadar yükselmiştir. Kaynak: <http://www.sbb.gov.tr/ekonomik-ve-sosyalgostergeler/#1540021488947-36394c03-3282;Tablo:3.1> (Erişim, Haziran 2020).

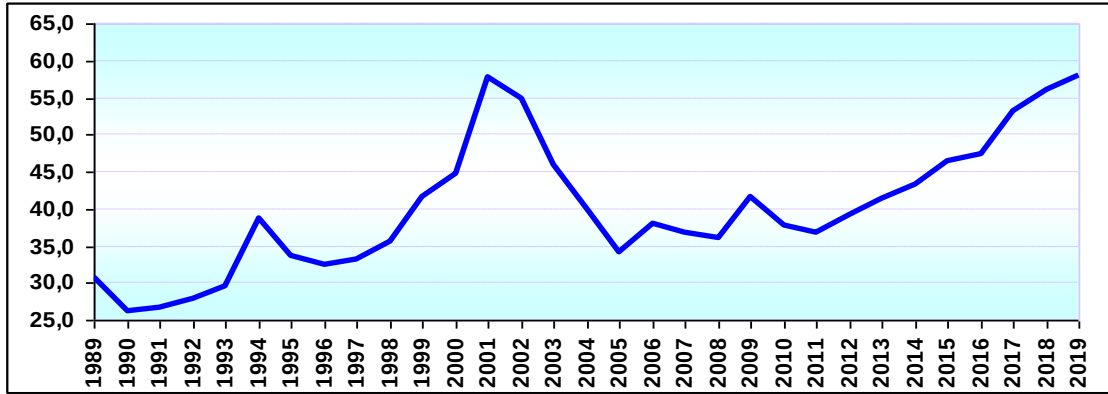
2. Türkiye'nin Dış Borçlarının Gelişimi ve Dış Borcun Sürdürülebilirliği: 1989–2019

Devletin, Hazine Bonosu ve Devlet Tahvili gibi araçlarla yurtiçine borçlanmasına iç borçlanma; birikmiş olan iç borçlanmanın toplamına da iç borç stoku deniyor. Dış borçlar ise, yurtiçinde yerleşik olan kişi veya kurumların yurtdışında yerleşik olan kişi veya kurumlara olan borçları olarak tanımlanıyor. Bu borcun dövizle veya TL ile olması fark etmiyor. Borcun hangi parayla olduğu değil, alacaklının kim olduğu önem taşıyor. Bunun yanı sıra, kamu kesimi, Merkez Bankası ve özel kesimin belirli bir tarih itibarıyla birikmiş dış borçlarının toplamına dış borç stoku; bu toplam dış borç stokunun o yılın GSYİH'sine oranına da dış borç yükü deniyor. Birikmiş dış borçlardan bir indirim yapılmıyorsa, buna brüt dış borç stoku; brüt dış borç stokundan Merkez Bankası ve bankacılık kesiminin dış borç stoku ile katılım ve yatırım kalkınma bankalarının net varlıkları düşülüyorsa, buna da net dış borç stoku deniliyor (Eğilmez, 2017).

2.1. Türkiye'nin Dış Borçlarının Gelişimi

2000'li yıllardan önce Türkiye'nin en önemli makroekonomik sorunlarından birisinin kamu tasarruf açığı olduğunu giriş bölümünde vurgulamıştır. Artan kamu tasarruf açıkları ise, iç borç stokunun 1980'li yıllardan 2001 yılına kadar önemli oranda artmasına neden olmuştur⁷. 2001 kriz yılı sonrası düşme eğilimine giren iç borç stoku oranı, 2015 yılında yaklaşık %18 düzeylerine inmiş ve 2019 yılına kadar da %15–18 aralığında dalgalanmıştır. Kısaca, 1990'larda ağırlaşan iç borç sorunu 2010'lu yıllarda büyük ölçüde hafifletilmiştir.

Benzer şekilde, 1989 yılından 2001 yılına kadar dış borç oranı da artış göstermiştir. 1990 yılında %26,1 olan brüt dış borç stokunun GSYİH içindeki payı 2001 yılında tepe yaparak %57'ye kadar yükselmiştir. 2002 yılından sonra düşüşe geçen aynı oran 2005 yılında %34,2 ile dip yapmıştır. Bu düşüşte Türkiye'nin 2004 yılı sonrası AB ile adaylık müzakerelerinin başlamasının etkisi de büyüktür. Bu müzakereler ile Türkiye'ye olan doğrudan yabancı sermaye girişi artarak borçlanmanın yerini almıştır⁸. Ancak 2009 yılından sonra adaylık sürecinin ilk yıllardaki ciddiyetinin kaybolması, yabancı kaynak girişinin doğrudan yabancı sermayeden yeniden borç biçimine dönüşmesine neden olmuş ve dış borç oranı 2011 yılından sonra sürekli artarak 2019 yılında neredeyse %60'lara ulaşmıştır (Eğilmez, 2016). Dış borçlardaki bu hızlı yükseliş ise, gerek siyasi gerekse de akademik çevrelerde dış borcun sürdürülebilirliğine ilişkin tartışmaların başlamasına neden olmuştur.



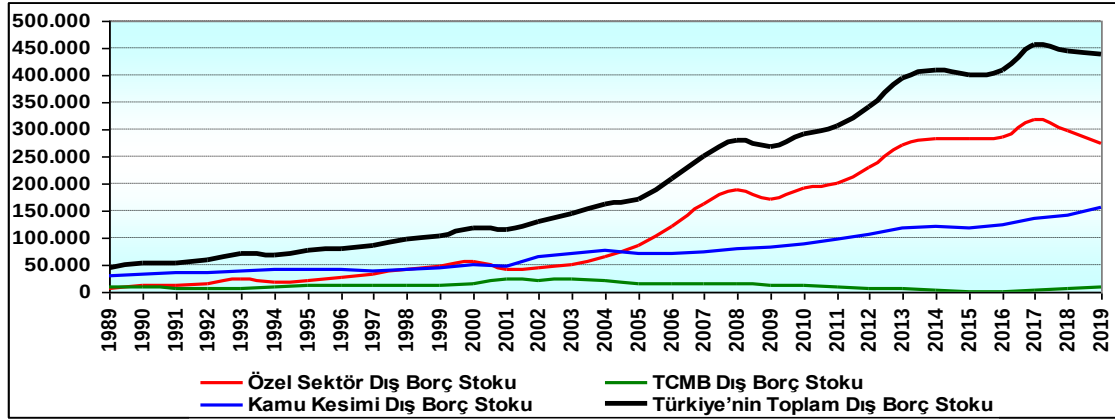
Grafik 1: Türkiye'nin Dış Borç Stoku/GSYİH Oranı, %, 1989–2019

Kaynak: http://www.sbb.gov.tr/ekonomik-ve-sosyal_gostergeler/#1540021488947-36394c03-3282 (Tablo 3.11); 2018 ve 2019: <https://www.hmb.gov.tr/kamu-finansmani-istatistikleri> (Erişim, Haziran 2020).

⁷ 1990 yılında %10,5 olan iç borç stokunun GSYİH içindeki payı 2001 yılında tepe yaparak %49,8'e kadar yükselmiştir.

⁸ 2003–2009 döneminde toplam 75,7 milyar Dolar doğrudan yabancı sermaye (net) girişi olmuştur. Kaynak: http://www.sbb.gov.tr/ekonomik-ve-sosyal_gostergeler/#1540021488947-36394c03-3282; Tablo:3.8 (Erişim, Haziran 2020).

Türkiye'nin dış borç stokunun artışında dikkat çeken bir diğer gelişme de, dış borcun borçlulara göre dağılımında ortaya çıkan keskin değişimdir. Aşağıda yer alan Grafik 2, 1989–2019 dönemindeki brüt dış borç stokunun borçlulara göre dağılımını göstermektedir:



Grafik 2: Türkiye'nin Brüt Dış Borç Stokunun Dağılımı, Milyon \$

Kaynak: <https://www.hmb.gov.tr/kamu-finansmani-istatistikleri/>Türkiye Dış Borç İstatistikleri/Türkiye Brüt Dış Borç Stoku (Erişim, Haziran 2020).

Grafik 2'ye göre, TCMB'nin dış borç stoku, 1989–2019 dönemi boyunca hem özel sektör hem de kamunun dış borç stokunun sürekli altında kalmış ve bu dönem boyunca ortalama 11,1 milyar Dolar gerçekleşmiştir. Kamunun dış borç stoku ise bu dönem boyunca tedrici olarak artmıştır. 1989 yılında yaklaşık 30 milyar Dolar olan kamunun dış borç stoku 2019 yılında 154 milyar Dolar'a ulaşmış ve yaklaşık 5,1 kat artmıştır. Aynı dönem boyunca GSYİH'inde yaklaşık 146 milyar Dolar'dan 750 milyar Dolar'a ulaştığı dikkate alınırsa (5,1 kat), kamunun dış borç stokunun GSYİH içindeki payının bu dönem boyunca aynı düzeyde kaldığını söylemek yanlış olmayacaktır.

Özel sektörün dış borç stokunun değişimine gelince durum biraz farklılaşmaktadır. Özel sektörün dış borç stoku 2005 yılına kadar --1998, 1999 ve 2000 yılları hariç-- kamu sektörü dış borç stokunun altında kalmıştır. Ancak, 2005 yılı ve sonrasında kamu sektörü dış borcunu aşan özel sektör borcu, bu tarihten sonra çok hızlı bir artış trendine girmiştir. Daha önce de vurguladığımız gibi, bunun temel nedeni, Türkiye'nin 2000'li yıllar öncesinde uyguladığı kamu kesimi ağırlıklı, bütçe açığına dayalı ve kamu kesimi borçlanmasıyla yürütmeye çalıştığı ekonomi politikasını terk ederek, özel kesim ağırlıklı, özel kesim tasarruf-yatırım açığına ve dolayısıyla cari açığa dayalı yeni bir ekonomi modeline geçmiş olmasıdır. Bu gelişmeler sonucunda, 2004 yılında yaklaşık 64 milyar Dolar olan özel sektör dış borcu, 2017 yılında 316,5 milyar Dolar'a kadar yükselmiştir. Takip eden iki yılda düşme trendine giren dış borçlar 2019 yılı sonunda 273,7 milyar Dolar gerçekleşmiş ve 2004–2019 dönemi boyunca yaklaşık 4,2 kat artmıştır. Ancak 1989–2019 dönemi dikkate alındığında, 6,6 milyar Dolar'dan 273,7 Milyar Dolar'a yükselen özel sektör dış borçları bu dönem boyunca tam 41 kat artmıştır. Bütün bu gelişmeler sonucunda Türkiye'nin toplam brüt dış borç stoku, 1989–2019 dönemi boyunca yaklaşık 10 kat artarak 43,9 milyar Dolar'dan 436,9 milyar Dolar'a yükselmiştir.

Dış borçların son yıllardaki hızlı artışıyla ilgili olarak şu önemli noktanın vurgulanması yerinde olacaktır: Brüt Dış Borç Stoku/GSYİH oranının özellikle 2010'lu yılların ikinci yarısından sonra yükselmesinde, TL'nin hızlı değer kaybı sonucunda GSYİH'nin Dolar bazında gerilemiş olmasının da payı vardır. Çünkü GSYİH TL ile hesaplanıp, daha sonra Dolar'a çevrililmektedir. Buna karşın dış borçlar doğrudan Dolar cinsinden hesaplanmaktadır. Dolayısıyla TL değer kaybettikçe, kur yükseldiği için GSYİH gerilemekte; buna karşın Dolar ile hesaplanan dış borç miktarı değişmemektedir. Ancak yine de böyle gelişme, 2011 yılından sonra yükseliş trendine girerek sürekli artan dış borç oranının topyekün bir izahatı olamaz...

2.2. Türkiye'nin Dış Borçlarının Sürdürülebilirliği Üzerine Analizler

Borçlanma, olağan üstü giderlerin finansmanı, büyük reform ve yatırımların finansmanı, bütçe açıklarının finansmanı, süresi gelmiş borçların finansmanı ve özellik arz eden ihtiyaçların finansmanı gibi çeşitli nedenlerle yapılabilir. Borçlanma, iç borçlanma yoluyla yapılacağı gibi, ülke içinde yeterli kaynak bulunmaması durumunda ülke dış borçlanmaya da yönelebilir (Söyler, 2001, s. 16).

Borç sürdürülebilirliği kavramı ise, bir ülkenin yurt içi veya yurt dışı alacaklılara yapacağı ödemelerini gerçekleştirebilecek durumda olmayı sürdürmesi olarak tanımlanmaktadır. Sürdürülebilir borçlanma; milli gelir artışı, reel faiz oranları, faiz dışı bütçe dengesi, enflasyon gibi birçok unsurun doğrudan etkilediği bir kavram olması nedeniyle borçluluğa ilişkin küresel ölçekte geçerli bir eşik değer belirlenmesini zorlaştırmaktadır. Başka bir ifadeyle, her ülkenin kendine özgü makroekonomik dengelere sahip olması, ülkelerin borçlarını çevirmede sıkıntı yaşamayacağı borç stoku seviyesi için küresel çapta kullanılabilecek bir üst limit oluşturulmasını güçleştirmektedir. Ancak yine de borçların sürdürülebilirliğinin belirlenmesi için çeşitli gösterge/oran veya bu göstergelerin bileşimlerinden yararlanılmaktadır (Demir ve Can, 2015, s. 2).

Bir ülkenin dış borcunun sürdürülebilirliği üzerine kullanılan en genel tanım IMF'nin tanımıdır (IMF, 2018, s.5). *“Eğer bir ülke şimdiki ve gelecekteki dış borç servisi yükümlülüklerini tamamen karşılıyor, borcunun ödemesini ertelemek için herhangi bir başvuruda bulunmuyor ve büyüme oranından ödün vermiyorsa, o ülkenin dış borçlarının sürdürülebilir düzeyde olduğu anlaşılabilir”*⁹. Esasında, dış borcun sürdürülebilirliği geri ödeme yeteneği ve likidite kavramları ile açıklanmaktadır. Geri ödeme yeteneği, bir ülkenin uzun dönemde dış yükümlülüklerini tam olarak karşılama yeteneği iken; likidite, bir ülkenin acil dış yükümlülüklerini karşılama yeteneği olarak tanımlanabilir (Önel ve Utkulu, 2006, s. 670).

Bu bağlamda, 2010'lu yıllarda özel sektör kaynaklı toplam dış borçlardaki hızlı artış trendi, dış borçların sürdürülebilirliği üzerine bir takım tartışmalara yol açmıştır. Çok açıktır ki, bu tartışmaların şiddeti ne denli artarsa, ekonominin genelinde oluşacak olan finansal kırılganlık da o denli yükselecektir.

Peki, gerçekten Türkiye'nin dış borç stoku sürdürülebilirlik sınırlarına ulaşmış mıdır ve dış borçlarındaki bu hızla artış ekonominin finansal kırılganlığını ne ölçüde etkilemiştir? Şimdi bu soruların cevaplarını bulmaya çalışalım...

Soruların cevaplarına geçmeden önce, Türkiye'nin dış borcunun sürdürülebilirliğine ilişkin literatürde yer alan bazı ampirik çalışmalara kısaca göz atılmıştır¹⁰. Ancak hemen belirtmek gerekir ki, çoğu ampirik çalışmada olduğu gibi, bu çalışmalarda da her iki yönde sonuçlara rastlanmıştır. Uygulanan ekonometrik yöntem ve seçilen dönem, bu farklılığın oluşmasındaki temel neden olarak görülebilir.

Çuylucaıyr (2014), Birim Kök ve Eş-bütünleşme analizi kullanarak yaptığı çalışmada, 1980–2010 döneminde Türkiye'nin dış borçlarının sürdürülebilir olduğu sonucuna ulaşmıştır.

Önel ve Utkulu (2006), Zamanlar-Arası Bütçe Kısıtı Yaklaşımı'ndan yola çıkarak (Hakkio ve Rush, 1991) yaptıkları çalışmada Türkiye'nin dış borçlarının zayıf bir sürdürülebilirlik düzeyinin bulunduğu sonucuna ulaşmışlardır.

⁹ “A country's external debt can be considered sustainable if it can meet its current and future external debt service obligations in full, without recourse to debt rescheduling or the accumulation of arrears and without compromising growth”.

¹⁰ Makalenin konusu, sadece dış borçların sürdürülebilirliği olmadığı için, dış borçların sürdürülebilirline ilişkin ekonometrik bir çalışmaya makalede yer verilmemiş; ancak dış borcun sürdürülebilirliğine ilişkin Dünya Bankası'nın oran analizleri yardımıyla değerlendirmeler yapılmıştır.

Yılcı ve Özcan (2008), Türkiye'nin dış borcunun sürdürülebilirliğini 1990:Q1–2007:Q2 dönemi boyunca Eşik Otoregresif Model yardımıyla incelemişler ve adı geçen dönem boyunca Türkiye'nin dış borçlarının sürdürülemez olduğu sonucuna ulaşmışlardır.

Kıran (2012), 1970–2010 dönemi boyunca Türkiye'nin dış borcunun sürdürülebilirliğini Kesirli Bütünleşik Yaklaşım yardımıyla incelemiş ve Türkiye de dış borçların sürdürülemez olduğu sonucuna ulaşmıştır. Ayrıca, Türkiye'nin dış borcunu sürdürebilmesi için dış ticaret kapasitesinin geliştirilmesinin önemli olduğu ve de Türkiye'nin borç yönetimi için, finans bakanlığı ve borç yönetimi ajansı gibi kurumsal bir yapının kurulmasının ve geliştirilmesinin de yerinde olacağı çalışmada belirtilmiştir (Kıran, 2012, s. 31).

Vurgulamak gerekir ki, iktisat yazılı literatüründe bir ülkenin dış borcunun sürdürülebilirliğine ilişkin birçok gösterge/oran mevcuttur. Aynı zamanda bu göstergelerin birçoğu --hatta hemen hemen hepsi-- ekonomide finansal kırılganlığı ölçmek için kullanılan finansal kriz öncü göstergeleri olarak da kullanılmaktadır. Bu göstergeler/oranlar arasında en çok dikkate alınanlar şunlardır (Bajpai, 1992; Frankel ve Rose, 1996; IMF, 2018; IMF, 2000; Kaminsky, Lizondo ve Reinhart, 1998; Milesi-Ferretti ve Razin, 1998; R. Boote ve Thugge, 1997 ve United Nations, 2016):

Toplam Dış Borç Stoku/GSYİH; Toplam Dış Borç Stoku/İhracat; Toplam Dış Borç Servisi/İhracat; Toplam Dış Borç Faiz Servisi/İhracat; Toplam Dış Borç Faiz Servisi/GSYİH; Toplam Dış Borç Servisi/GSYİH; Toplam Dış Borç Servisi/Toplam Döviz Gelirleri; Uluslararası Rezervler/Toplam Dış Borç Stoku; Uluslararası Rezervler/İthalat; Kısa Vadeli Dış Borç/Toplam Dış Borç; Kısa Vadeli Dış Borç/Merkez Bankası Rezervleri; Cari İşlemler Dengesi/GSYİH; İhracat/İthalat; Reel Döviz Kuru Endeksi ve Büyüme Oranı.

Bu oranlar arasından ilk 4'ü, Dünya Bankası tarafından belirli eşik değerler tanımlanarak düşük ve orta gelirli ülkelerin dış borcunun sürdürülebilirliğinin ölçülmesinde kullanılmaktadır. Bu 4 değişkenin 3'ü yüksek borçluluk eşik değerinin üzerindeyse, o ülke yüksek borçlu olarak kabul edilmektedir (Bajpai, 1992, s. 905).

Esasen, bu 4 değişkenden 3'ünün "yüksek derecede borçlu" kategorisine dahil olmasının anlamı şudur: Artık ülkenin dış borçların sürdürülebilirliği konusunda temkinli olması gerekir. Çünkü böyle bir durumda ülkenin kredibilitesi zarar görebilir ve borçlanma maliyeti artabilir. Bu da dış borçların sürdürülebilirliğini zorlaştıracaktır.

Bu 4 değişken ve sürdürülebilirlik düzeyleri (borçluluk dereceleri) Tablo 1'de sunulmuştur:

Tablo 1: Dış Borç Stoku Borçluluk Dereceleri				
Borçluluk Dereceleri	Toplam Dış Borç Stoku/GSYİH	Toplam Dış Borç Stoku/İhracat*	Toplam Dış Borç Servisi/İhracat*	Toplam Dış Borç Faiz Servisi/İhracat*
Düşük	%30 aşağısı	%165 aşağısı	%18 aşağısı	%12 aşağısı
Orta	%30–50 arası	%165–275 arası	%18–30 arası	%12–20 arası
Yüksek	%50 üzeri	%275 üzeri	%30 üzeri	%20 üzeri

Kaynak: Bajpai, 1992, s. 905.

*: Mal ve hizmet ihracatı

• **Toplam Dış Borç Stoku/GSYİH:** Toplam dış borçların GSYİH içindeki payı, bir başka ifadeyle dış borç yükü, ülkelerin dış borç düzeyinin ve geri ödeme kapasitelerinin belirlenmesinde kullanılan en yaygın ve en önemli ölçüttür (Frankel ve Rose, 1996, s. 5 ile IMF, 2000). Söz konusu ülke kaynaklarının dış borçları karşılama oranını göstermesi sebebiyle, ülkenin uzun dönem kredi değerliliğinin ölçülmesinde kullanılan önemli bir orandır.

Belirmek gerekir ki, bu oranın istikrarlı olması, dış borçların sürdürülebilirliğinin veya ülkenin herhangi bir spekülasyon atak yaşamamasının ve sermaye çıkışının yaşanmamasının garantisini yine de sağlamaz. Çünkü ülkenin likit değerleri bazı durumlarda daha önemli hale gelmektedir. Örneğin, ülkenin toplam borç düzeyi yükselmemiş olsa dahi, kısa dönemli borçların yüksek oranı ülkeyi borçların sürdürülebilirliği konusunda sıkıntıya sokabilir (IMF, 2018, s. 12).

Esasen, uluslararası kriterlere göre GSYİH'ye oranla %30 düzeyindeki bir dış borç stoku seviyesi sürdürülebilirlik için en ideal düzeylerdir. Ancak, 1994 Meksika krizi incelendiğinde, krizden önceki 1992, 1993 ve 1994 yıllarında Toplam Dış Borç/GSYİH oranının sırasıyla %31,8, %26,9 ve %27,1 gerçekleştiği görülür (<https://www.theglobaleconomy.com/Mexico/>) Hatta diğer bölge ülkelerinde de durum benzer şekildedir (Örneğin, Brezilya). Dolayısıyla, bir üst paragrafta da belirtildiği üzere, dış borçların sürdürülebilirliği konusunda sadece bu oranı dikkate almak yeterli değildir.

• **Toplam Dış Borç Stoku/İhracat:** Bu oran, bir ülkenin toplam dış borçlarının ihracat gelirleri içindeki ağırlığını ve ihracattan elde ettiği kaynakların toplam dış borç yükünü karşılama oranını gösterir. Ülkenin borç ödeme kapasitesini gösteren bu oran, ihracat gelirlerinin toplam borç stoku üzerindeki uzun dönemli etkileri konusunda da bazı ipuçları verebilmektedir (IMF, 2000, Tablo 1).

Boote ve Thugge'ye (1997) göre; Dış Borç/İhracat oranı dış borcun sürdürülebilirliği konusunda anahtar göstergelerden birisidir ve bu oranın % 200–250 arasında değerler alması dış borcun sürdürülebilirliği için yeterlidir (Boote ve Thugge, 1997, s. 17).

• **Toplam Dış Borç Servisi/İhracat:** Dış borç servisi, bir ülkenin bir yıl içindeki dış borç anapara ve faiz ödemeleri toplamını ifade eder. Borç servisi oranı olarak da anılan Toplam Dış Borç Servisi/İhracat oranı ise, herhangi bir borçlu ülkenin kısa dönemli likidite değerliliğinin ölçülmesine imkan tanımaktadır. Bu oran, dış borçlanma dahil ülkenin uluslararası likidite sorunlarının analizi ve dış borçların sürdürülebilirliği için önemli bir göstergedir (United Nations, 2016, s. 104). Yine, Boote ve Thugge'ye (1997) göre, bu oranın %20–25 arasında olması, dış borcun sürdürülebilirliği için yeterlidir (Boote ve Thugge, 1997, s. 17).

• **Toplam Dış Borç Faiz Servisi/İhracat:** Bu oran, bir ülkenin ihracat gelirlerinin yıllık dış borç faiz ödemelerinin ne kadarını karşıladığını gösterir. Daha çok dış borçlanmanın maliyetini ölçmek için kullanılan bu oranın belirlenmesinde, dış borcun ortalama faiz oranı en önemli değişken haline gelmektedir.

Diğer oranlarla ilgili kısa değerlendirmeler, daha sonraki bölümde oluşturulan “Finansal Kırılganlık Endeksi” kısmında yapılacaktır. Şimdi ise, 1989–2019 döneminde Türkiye'nin dış borçlarının sürdürülebilirliği ile ilgili olarak fikir vermesi amacıyla --Tablo 1'i referans alarak oluşturulan-- Tablo 2'ye yer verilmiş ve çıkan borçluluk derecelerine göre de yorumlanmıştır.

Tablo 2: Türkiye'nin Dış Borcunun Borçluluk Dereceleri (%), 1989–2019				
Yıllar	Toplam Dış Borç Stoku/GSYİH	Toplam Dış Borç Stoku/İhracat	Toplam Dış Borç Servisi/İhracat	Toplam Dış Borç Faiz Servisi/İhracat
1989	30,8	241,3	39,0	16,0
1990	26,1	248,9	35,3	15,5
1991	26,7	243,3	37,6	15,6
1992	27,8	241,2	37,4	14,2
1993	29,6	268,5	32,8	13,6
1994	38,8	235,4	35,1	13,4
1995	33,6	207,6	31,3	11,8

1996	32,6	175,6	24,2	9,3
1997	33,2	163,7	23,1	8,9
1998	35,6	178,0	27,6	8,9
1999	41,7	226,7	40,9	12,0
2000	44,7	235,5	41,1	12,5
2001	57,7	227,4	44,7	14,3
2002	54,8	236,7	50,7	11,7
2003	45,9	204,5	39,9	9,9
2004	40,0	175,3	35,4	7,8
2005	34,2	160,6	38,9	7,6
2006	38,0	173,5	34,3	7,8
2007	36,9	171,9	33,9	7,4
2008	36,2	157,5	31,4	6,7
2009	41,5	184,4	43,2	7,2
2010	37,8	185,1	37,7	5,5
2011	36,7	166,1	31,6	4,8
2012	39,3	166,4	27,7	4,6
2013	41,3	188,0	30,4	4,6
2014	43,3	184,5	26,4	4,5
2015	46,3	200,9	28,1	4,9
2016	47,3	217,4	40,5	5,5
2017	53,3	216,2	41,2	5,7
2018	56,2	198,6	37,7	6,1
2019	58,0	192,8	36,9	6,4

Kaynaklar:

1. Toplam Dış Borç Stoku ve Toplam Dış Borç Stoku/GSYİH: <http://www.sbb.gov.tr/ekonomik-ve-sosyal-gostergeler/#1540021488947-36394c03-3282> (Tablo 3.11); 2018 ve 2019 yılları için <https://www.hmb.gov.tr/kamu-finansmani-istatistikleri>.
2. İhracat (mal ve hizmet): <https://www.indexmundi.com/facts/turkey/exports-of-goods-and-services> (IMF).
3. Dış Borç Servisi: <https://data.worldbank.org/indicator/DT.TDS.DECT.CD?locations=TR>, 2019 yılı için <https://www.tcmb.gov.tr/>
4. Dış Borç Faiz Servisi: <http://www.sbb.gov.tr/ekonomik-ve-sosyal-gostergeler/#1540021488947-36394c03-3282> (Tablo 3.11); 2018 ve 2019 için <https://www.tcmb.gov.tr/> (Erişim, Haziran 2020).

Tablo 2’den çıkan sonuçlara ilişkin aşağıdaki yorumlar yapılabilir:

- Dünya Bankası’nın belirlediği bu dört temel değişken ve borçluluk dereceleri dikkate alındığında, Türkiye ekonomisi 1989–2019 dönemi boyunca büyük çoğunlukla “orta derecede

borçlu” bir yapı sergilemiştir. Tabloda yer alan 124 kutucuğun 29’u “düşük derecede borçlu”, 30’u “yüksek derecede borçlu”, 65’i de “orta derecede borçlu” aralığa dahil olmuştur.

- Ancak yine de şu gelişme dikkat çekicidir: 2015 yılından sonra Dış Borç Faiz Servisi/İhracat oranı “düşük derecede borçlu”, Toplam Dış Borç Stoku/İhracat oranı da “orta derecede borçlu” aralığa dahil olmuşken; iki değişken, Toplam Dış Borç Stoku/GSYİH ile Toplam Dış Borç Servisi/İhracat oranı “yüksek derecede borçlu” konumunda yer almıştır. Dünya Bankası’nın tanımına göre, eğer bir değişken daha “yüksek derecede borçlu” aralığa dahil olursa (4 orandan 3’ü yani), o ülke dış borçlar açısından yüksek derecede borçlu ülkeler tanımına girmekte ve dış borçların sürdürülebilirliği açısından riskli bir konuma gelmektedir.

- Belirtmek gerekir ki, ülkelerin dış borçlarının sürdürülebilirliğinde ve geri ödeme kapasitelerinin belirlenmesinde en çok dikkate alınan değişken --daha önce de belirttiğimiz üzere-- toplam dış borcun GSYİH içindeki payıdır. Bu oran, 1989–2019 dönemi boyunca 2001 krizi esnasında ve 2016 yılından sonra olmak üzere iki dönemde “yüksek derecede borçlu” konumuna ulaşmış; diğer yıllarda ise genelde “orta düzeyde borçlu” bir yapı sergilemiştir. Son yıllarda bu oranın artışında --daha önce de vurguladığımız üzere-- döviz kurlarında meydana gelen artışların da payı vardır. Ancak bu oranın 2019 yılında %60’lar düzeyine ulaşmasını sadece kur artışlarıyla açıklamak yanıltıcı olabilir. 2011 yılında %36,7 gerçekleştikten sonra sürekli artarak 2019 yılında %60’lara dayanan Toplam Dış Borç Stoku/GSYİH oranının bundan sonraki seyrinin dikkate izlemesi ve hatta şimdiden gerekli önlemlerin alınması elzemdir.

- Toplam Dış Borç Servisi/İhracat oranı bakımından da durum pek iç açıcı değildir. Hemen hemen bütün yıllarda “yüksek düzeyde borçlu” sinyali oluşmuştur. Bu oranın yüksekliği dış borçlanmanın vadesinin yeterince uzun olmadığını ve/veya Türkiye’nin ihracat kapasitesinin düşük olduğunu ifade etmektedir. Bu oranın da seyrinin takip edilmesi Türkiye için önemlidir.

- Toplam Dış Borç Stoku/İhracat oranı neredeyse bütün yıllarda “orta düzeyde borçlu” aralığında kalmıştır.

- Toplam dış borç faizi servis oranı açısından ise, 2001 krizine kadar genelde “orta düzeyde borçluluk” gerçekleşmişken, 2001 yılından sonra azalan risklere ve düşen faizlere bağlı olarak “düşük düzeyde borçlu” bir yapı oluşmuştur.

- Vurgulamak gerekir ki, dış borcun sürdürülebilirliğine ilişkin Dünya Bankası’nın dikkate aldığı bu 4 oranın 3’ünde ihracat kalemi doğrudan yer almaktadır. Toplam Dış Borç Stoku/GSYİH oranında ihracat doğrudan yer almamasına rağmen, ihracattaki bir değişim GSYİH’yi etkileyeceği için, bu oranın seyrinde de ihracat dolaylı yoldan önemli hale gelmektedir. Dolayısıyla, dış borçların sürdürülebilirliğini belirleyen en önemli değişkenlerden birisi ihracattır, denilebilir.

- Özetle; Türkiye ekonomisinde 1989–2019 dönemi boyunca “*dış borçlar sürdürülebilir bir yapı sergilememiştir*” ifadesi pek de yanlış olmaz. Ancak, 2011 yılından sonra dış borçların GSYİH içindeki payının sürekli artarak 2019 yılında %60’lı düzeylere dayanması ve Toplam Dış Borç Servisi/İhracat oranının da 2015 yılından sonra “yüksek derecede borçlu” tanımlamasına dahil olması, gelecek dönemde dış-borç-çevrim-sorununu gündeme getirebilir. Bu yüzden de, dış borçlarda son yıllarda gerçekleşen hızlı artışın dikkatle izlenmesi ve gerekli önlemlerin alınması yerinde olacaktır.

3. Türkiye Ekonomisinin Finansal Kırılganlığına İlişkin Bir Değerlendirme

Hem iç açık, hem de dış açık sorunu eşanlı olarak ve temelden çözülemediği veya kesin olarak çözüm yoluna girilmiş olduğuna dair algı piyasalarda iyice yerleşmediği sürece, bir finansal kriz olasılığı hep yüksek kalacaktır. Çünkü risklerin ve risk algılamasının artması veya azalması, hep bu iki temel unsura ilişkin bir iki düzine makro değişkenin orta ve uzun vadedeki hareketi hakkında beklentilere bağlıdır. Krizleri tetikleyen davranışlar ise, bu beklentiler ve algılamalardan kaynaklanır.

Daha önce de vurguladığımız üzere, Türkiye ekonomisi 2000’li yıllarda iç açık sorununu büyük ölçüde çözüme kavuşturmuş iken, dış açık sorununu halen çözüme kavuşturamamıştır. Dış açık sorunu ise; gerek iç gerekse de dış kaynaklı politik, ekonomik, askeri, vb. diğer olumsuz faktörlerle birleştiğinde, ekonomide risklerin ve dolayısıyla finansal kırılganlığın artmasına neden olmaktadır. Bunun ilk yansıması ise, döviz kurlarında meydana gelen sert yükselişler ve belirsizlik yaratan dalgalanmalardır.

Bu bölümde, 1989–2019 dönemi boyunca Türkiye ekonomisinin gidişatı hakkında öngörülse bir işleve de sahip olacağı düşünülen bir Finansal Kırılganlık Endeksi’ni (FKE), ağırlıklı olarak dış borcun sürdürülebilirliğinde dikkate alınan değişkenleri kullanarak türetilmiştir. Önemle belirtmek gerekir ki; FKE’de kullanacağımız bu değişkenler, dış borcun sürdürülebilirliğinin yanı sıra finansal krizlerin oluşumunda da öncü göstergeler olarak kabul edilen temel değişkenlerdir¹¹.

3.1. Finansal Kırılganlık Endeksi’nde Kullanılacak Değişkenler

Belirtmek gerekir ki, bir FKE’nin ürettiği öngörülerin gerçekleşme olasılığına ait güvenilirliğinin yüksek olması için veri setinin geniş tutulması gerekir. Bu yüzden, dış borcun sürdürülebilirliğine ilişkin Bölüm 2.2’de yer verilen 15 değişken içinden en önemli görülen 11 temel değişken endeksin hesaplanmasına dahil edilmiştir. Daha sonra bu 11 değişkene, temel makroekonomik göstergelerden ikisi olan enflasyon oranı ve bütçe açığı dahil edilerek endeksin veri seti 13 değişkene çıkartılmış ve analiz genişletilmiştir. Çalışmada değişken sayısının 13’e çıkartılmasının amacı, 1990’lı yıllar için “ekonomik açıdan kayıp yıllar” yakıştırmasında çok büyük pay sahibi olan enflasyon ve bütçe açığının, 2000’li yıllarda hızla düşmesi ve bu gelişmenin de ekonominin finansal kırılganlığı üzerine olumlu etki yaratmasıdır.

Finansal Kırılganlık Endeksi’nde kullanılan 13 temel değişken ve gerekçeleri şunlardır:

- **Toplam Dış Borç Stoku/GSYİH, Toplam Dış Borç Stoku/İhracat, Toplam Dış Borç Servisi/İhracat ve Toplam Dış Borç Faiz Servisi/İhracat:** Dış borcun sürdürülebilirliğine ilişkin Dünya Bankası’nın dikkate aldığı bu 4 değişken FKE’ye dahil edilmiştir. Bu değişkenlerle ilgili gerekli açıklamalar bir önceki bölümde yapıldığı için burada tekrar etme gereği duyulmamıştır.
- **Toplam Dış Borç Servisi/GSYİH:** Bu oran, bir ülkenin belirli bir dönemde elde ettiği toplam üretim değerinin ne kadarının dış borç geri ödemelerinde kullandığını göstermektedir. Dış borçların geri ödeme kapasitesinin belirlenmesi anlamında literatürde yer alan önemli bir göstergedir.
- **Net Uluslararası Rezervler/Toplam Dış Borç Stoku:** Bu oran, ülkenin mevcut uluslararası ödeme vasıtaları ile toplam dış borçlarının ne kadarını karşılayabildiğini göstermektedir. Özellikle rezervlerin kısa vadeli dış borca oranı, bir ülkenin rezerv yeterliliği için en önemli göstergelerden birisidir. Ayrıca bu oran, bir ülkenin potansiyel likidite problemi hakkında da bilgi vermektedir (IMF, 2000).
- **Net Uluslararası Rezervler /İthalat:** Bu oran, ihracatın ithalatı karşılama oranının yetersiz kaldığı durumlarda, ülkelerin sahip olduğu döviz rezervleri ile ödeme gücünün belirlenmesinde kullanılmaktadır. Oranın yükselmesi dış borç geri ödeme kapasitesinin artması anlamına gelmektedir.
- **Kısa Vadeli Dış Borç/Toplam Dış Borç:** Bu oran, özellikle finansal krizlerin oluşumunda önemli bir öncü göstergedir. Bu oranın yükselmesi, yabancı para cinsinden borç çevrim sorununun gündeme gelmesine yol açmakta; bu ise döviz piyasalarında baskı oluşturarak ekonomide finansal kırılganlığın artmasına yol açmaktadır.
- **Kısa Vadeli Dış Borç/TCMB Brüt Döviz Rezervleri:** Kısa vadeli dış borçların, bankacılık sektörünün yurt dışından sağladığı kısa vadeli sendikasyon kredilerini de içermesi, finansal krizlerin tahmininde bu değişkeni önemli hale getirmektedir. Örneğin; 1994 krizi öncesinde bu

¹¹ Detay için bakınız: Kaminsky, Lizondo ve Reinhart, 1998, s. 9–10.

oranın önemli ölçüde yükseldiği görülür. Asya krizi öncesinde de aynı oran, Tayland'da %1,45'e; Malezya'da 0,61'e ve Filipinlerde 0,85'e ulaşmıştır. Türkiye'de aynı oranın 2000 yılı sonunda yüksek seyretmesi ve Tayland'ın %1,45 düzeyine yaklaşması, kriz olasılığının arttığını gösteren önemli bir sinyal olmuştur (Uygur, 2001, s. 16).

• **Cari İşlemler Dengesi/GSYİH:** Dış kaynak ihtiyaç rasyosu olarak da adlandırılan bu oran, finansal krizlerin oluşumunda iktisat literatüründe en önemli öncü göstergelerden birisidir; hatta en önemlisidir. İktisadi yapıları birbirinden farklı olan ülkeler için cari işlemler açığının sürdürülebilirlik düzeyi farklı olmakla birlikte, finansal krizleri tetikleyecek bir eşik değerin bulunduğu bazı iktisatçıları tarafından dile getirilmiştir. Örneğin, ünlü iktisatçı Dornbusch'a (2001, s:3) göre, ulusal paranın hızlı bir şekilde %25 reel değer kazanması ve Cari İşlemler Açığı/GSMH oranının %4 oranını aşması, o ülke için tehlike çanlarının çalmasını ifade etmektedir. Eski Amerikan Hazine Sekreteri Lawrence Summers'ın Meksika finansal krizi ile ilgili olarak 1996 yılında "The Economist" dergisinde yer alan makalesinde, "özellikle hızlı bir şekilde ters çevrilebilecek nitelikte finanse edilen cari işlemler açıklarının GSMH'nin %5'ini aşması", tehlike sınırı olarak belirlenmiştir (Roubini ve Wachtel, 1998, s. 5). Uygur'a göre ise, cari açığın kritik eşik değeri Türkiye için %3,5'tir (Uygur, 2001, s. 17).

• **İhracat/İthalat:** İhracatın ithalatı karşılama oranı olarak bilinen bu oran, bir anlamda ihracatın ne kadarının yurt dışına transfer edildiğini göstermektedir. Özellikle Türkiye ekonomisi için bu oran, ekonomide finansal kırılganlığın arttığına işaret eden çok iyi bir kriz öncü göstergesidir. Örneğin, 1981–2020 dönemindeki yaklaşık 40 yıl boyunca ihracatın ithalatı karşılama oranının en düşük olduğu iki yıl 1993 ve 2000 yılları olmuştur. Bu yıllarda ihracatın ithalatı karşılama oranı --sırasıyla-- %52,1 ve %51 gerçekleşmiş ve bu yılları takiben Türkiye ekonomisi iki derin krizle karşı karşıya kalmıştır.

• **TÜFE:** Yüksek ve kronik enflasyonun Türkiye'nin 1980 ve 1990'lı yıllarında özellikle kamu dengesi üzerinde artan faizler eliyle yarattığı tahribat Giriş Bölümü'nde kısaca vurgulanmıştır. Bunun yanı sıra, yüksek enflasyonun ekonomide yol açtığı belirsizliğin karar alma süreçlerine ve yatırımlara olumsuz etkisi ve ayrıca enflasyonun gelir dağılımını bozucu yanı, ekonomide finansal kırılganlığı artıran çok önemli bir unsurdur. Bütün bunlara ilaveten, Avrupa Birliği'ne (AB) üye devletlerin Ekonomik ve Parasal Birlik (EPB) alanına dahil olabilmesi için yerine getirmeleri gereken ve 1 Ocak 1993 tarihinde yürürlüğe giren Maastricht Kriterleri'nde de enflasyon koşulu yer almaktadır¹².

• **Bütçe Açığı/GSYİH:** Kamunun borçlanma gereğinin ve iç borç stokunun temel belirleyici değişkeni bütçe dengesidir. Bütçenin seyri hakkında fikir veren ve iktisat literatüründe referans alınan temel gösterge ise bütçe açığının GSYİH içindeki payıdır. Yine bu oran da Maastricht Kriterleri içinde yer almakta ve "üye devletlerin bütçe açıkları GSYİH'nin %3'ünden fazla olmayacaktır" biçiminde tanımlanmaktadır.

3.2. Finansal Kırılganlık Endeksi'nin Oluşturulması

Finansal Kırılganlık Endeksi'ni oluştururken şu yöntem izlenmiştir: Belirlediğimiz bu 11 değişken (daha sonra da 13 değişken) Excel programı kullanılarak önce standardize edilmiştir. Her bir değişkenin 31 ayrı gözlem verisi (x), $(x-\mu)/\sigma$ formülü kullanılarak standardize edilmiştir. Yani her bir değişkenin değerleri, değişkenin ortalamasından (μ) çıkartılmış ve değişkenin standart sapmasına (σ) bölünmüştür. Tanım gereği, bu işlem sonucunda her bir serinin ortalaması 0, varyansı ise 1 çıkmıştır. Daha sonra, standardize edilmiş bu değişkenler iki farklı şekilde ağırlıklandırılarak endeksin "Sonuç" değerine ulaşılmıştır.

¹² Üye devletlerde enflasyon oranı, fiyat istikrarı konusunda en başarılı performansa sahip üç üye ülkenin ortalamasını 1,5 puandan fazla geçmeyecektir.

Vurgulamak gerekir ki, ağırlıklandırmanın eşit oranda olması elbette şart değildir. Ağırlıklandırma herhangi başka bir şekilde de yapılabılır, bazı değişkenlere az, bazılarına daha çok ağırlık verilebilir; ancak bu oldukça keyfi olur. Bu keyfiliği minimuma indirebilmek adına çalışmada şu iki yöntem izlenmiştir:

İlk olarak; bu 11 değişken (ve de daha sonra 13 değişken) eşit oranda ağırlıklandırılmıştır. Yani, standardize edilmiş 11 değişkenin her bir verisi 0,091 ile çarpılarak ($1/11=0,091$), endeksin “sonuç” değerine ulaşmak için toplanmıştır. Enflasyon ve Bütçe Açığı/GSYİH oranlarının eklendiği 13 değişken de eşit oranda ağırlıklandırılmıştır. Yani, standardize edilmiş 13 değişkenin her bir verisi 0,077 ile çarpılmıştır ($1/13=0,077$). Özetle; hem 11 hem de 13 değişkenin yer aldığı FKE’nin gözlem verileri eşit oranda ağırlıklandırılmış ve 11 ile 13 değişken için endeks değerine ulaşılmıştır.

İkinci olarak da; daha çok dış borcun sürdürülebilirliğinde dikkate alınan bu 11 değişken farklı oranlarda ağırlıklandırılmıştır. İşte burada keyfiliği minimuma indirebilmek adına, Dünya Bankası’nın dış borcun sürdürülebilirliğini ve borçluluk derecelerini dikkate alan 4 temel değişkene %50, diğer geri kalan 7 değişkene de %50 ağırlık verilmiştir. Yani, “Toplam Dış Borç Stoku/GSYİH, Toplam Dış Borç Stoku/İhracat, Toplam Dış Borç Servisi/İhracat ve Toplam Dış Borç Faiz Servisi/İhracat” oranlarının her biri 0,125 ($0,5/4=0,125$); geri kalan 7 değişken de 0,07143 ($0,5/7=0,07143$) ile ağırlıklandırılarak endeksin “sonuç” değerine ulaşılmıştır. 13 değişken için farklı oranda ağırlıklandırmaya gerek duyulmamıştır.

Belirtmek gerekir ki, çalışmada endeks değerinin yükselmesi finansal kırılganlığın arttığını ifade etmektedir. Ancak, “Net Uluslararası Rezervler/Dış Borç Stoku, Net Uluslararası Rezervler/İthalat, Cari İşlemler Dengesi/GSYİH ve İhracat/İthalat” oranlarının artması finansal kırılganlığı azaltacağı için, bu 4 değişken standardize edilmeden önce eksi (-) ile çarpılmıştır.

Oluşturulan FKE’nin öngörü gücünün yüksek olduğu varsayıldığı için, çalışmada kullanılan hem ham veriler ile standardize edilmiş veriler, hem de verilere ilişkin referanslar detaylı olarak -- fazlaca yer kaplamasına rağmen-- metin içine eklenmiştir.

Finansal Kırılganlık Endeksi’nde kullanılan ham veriler ve referansları Tablo 3’te sunulmuştur:

Yıllar	Toplam Brüt Dış Borç Stoku/GSYİH	Toplam Brüt Dış Borç Stoku/İhracat	Toplam Dış Borç Servisi/GSYİH	Toplam Dış Borç Servisi/İhracat	Toplam Dış Borç Faiz Servisi/İhracat	Net Uluslararası Rezervler/Toplam Dış Borç Stoku	Net Uluslararası Rezervler /İthalat
1989	30,8	241,3	4,9	39,0	16	21,1	58,8
1990	26,1	248,9	3,6	35,3	15,5	21,7	51,1
1991	26,7	243,3	4,0	37,6	15,6	22,8	58,2
1992	27,8	241,2	4,2	37,4	14,2	26,0	66,7
1993	29,6	268,5	3,5	32,8	13,6	25,2	60,4
1994	38,8	235,4	5,7	35,1	13,4	24,0	71,0
1995	33,6	207,6	4,9	31,3	11,8	30,7	65,3
1996	32,6	175,6	4,4	24,2	9,3	31,5	57,2
1997	33,2	163,7	4,6	23,1	8,9	32,2	55,9
1998	35,6	178,0	5,4	27,6	8,9	30,6	64,2
1999	41,7	226,7	7,3	40,9	12	32,7	83,0
2000	44,7	235,5	7,6	41,1	12,5	28,8	62,7
2001	57,7	227,4	11,1	44,7	14,3	26,6	60,0
2002	54,8	236,7	11,8	50,7	11,7	29,4	73,8
2003	45,9	204,5	9,0	39,9	9,9	31,2	64,8
2004	40,0	175,3	8,1	35,4	7,8	33,4	55,1
2005	34,2	160,6	8,3	38,9	7,6	41,0	60,0
2006	38,0	173,5	7,5	34,3	7,8	44,4	66,2

2007	36,9	171,9	7,3	33,9	7,4	44,4	65,3
2008	36,2	157,5	7,2	31,4	6,7	41,7	57,9
2009	41,5	184,4	9,7	43,2	7,2	41,8	79,6
2010	37,8	185,1	7,7	37,7	5,5	37,8	59,3
2011	36,7	166,1	7,0	31,6	4,8	36,2	45,9
2012	39,3	166,4	6,5	27,7	4,6	40,2	58,1
2013	41,3	188,0	6,7	30,4	4,6	37,5	58,7
2014	43,3	184,5	6,2	26,4	4,5	34,8	58,6
2015	46,3	200,9	6,5	28,1	4,9	32,0	61,8
2016	47,3	217,4	8,8	40,5	5,5	31,7	65,3
2017	53,3	216,2	10,2	41,2	5,7	29,9	58,2
2018	56,2	198,6	11,0	37,7	6,1	29,4	62,6
2019	58,0	192,8	11,3	36,9	6,4	33,1	66,8

Tablo 3'ün Devamı

Yıllar	Kısa Vadeli Dış Borç/Toplam Dış Borç	Kısa Vadeli Dış Borç/TCMB Döviz Rezervleri	Cari İşlemler Dengesi/GSYİH	İhracat/İthalat	TÜFE	Bütçe Açığı/GSYİH
1989	13,1	1,19	0,7	73,6	64,3	2,5
1990	18,1	1,59	-1,3	58,1	60,4	2,2
1991	17,0	1,85	0,1	64,6	71,1	3,9
1992	21,6	2,07	-0,5	64,3	66,0	3,2
1993	26,2	2,97	-2,7	52,1	71,1	4,9
1994	16,3	1,57	1,5	77,8	125,5	2,9
1995	20,4	1,25	-1,0	60,6	76,0	3,0
1996	21,5	1,05	-1,0	53,2	79,8	6,1
1997	21,0	0,96	-1,0	54,1	99,1	5,6
1998	21,6	1,05	0,7	58,7	69,7	5,4
1999	22,2	0,99	-0,4	65,4	68,8	8,7
2000	23,9	1,28	-3,7	51,0	39,0	8,0
2001	14,4	0,87	1,9	75,7	68,5	12,7
2002	12,7	0,61	-0,3	69,9	29,7	11,6
2003	16,0	0,68	-2,4	68,1	18,4	8,6
2004	20,0	0,89	-3,5	64,8	9,4	5,3
2005	22,8	0,77	-4,2	62,9	7,7	1,2
2006	20,6	0,7	-5,7	61,3	9,7	0,6
2007	17,3	0,59	-5,5	63,1	8,4	1,6
2008	18,7	0,74	-5,1	65,4	10,1	1,8
2009	18,2	0,69	-1,8	72,5	6,5	5,3
2010	26,5	0,96	-5,8	61,4	6,4	3,5
2011	27,2	1,06	-8,9	56,0	10,5	1,3
2012	30,0	1,03	-5,5	64,5	6,2	1,9
2013	34,0	1,2	-6,7	60,3	7,4	1,0
2014	33,4	1,26	-4,7	65,1	8,2	1,1
2015	26,4	1,13	-3,7	69,4	8,8	1,0
2016	24,9	1,1	-3,8	71,8	8,5	1,1
2017	26,0	1,43	-5,5	67,1	11,9	1,5
2018	26,5	1,63	-3,5	75,3	20,3	1,9
2019	28,2	1,52	0,2	84,6	11,8	2,9

Kaynaklar (Erişim, Haziran 2020):

1. Brüt Dış Borç Stoku ve Brüt Dış Borç Stoku/GSYİH: <http://www.sbb.gov.tr/ekonomik-ve-sosyal-gostergeler/#1540021488947-36394c03-3282> (Tablo 3.11); 2018 ve 2019 yılları için <https://www.hmb.gov.tr/kamu-finansmani-istatistikleri>
2. İhracat (mal ve hizmet): <https://www.indexmundi.com/facts/turkey/exports-of-goods-and-services> (IMF).
3. GSYİH (TL ve Dolar cinsinden). <http://www.sbb.gov.tr/ekonomik-ve-sosyal-gostergeler/#1540021349004-1497d2c6-7edf> (Tablo 1.9)
4. Dış Borç Servisi: <https://data.worldbank.org/indicator/DT.TDS.DECT.CD?locations=TR>, 2019 yılı için <https://www.tcmb.gov.tr/>
5. Dış Borç Faiz Servisi: <http://www.sbb.gov.tr/ekonomik-ve-sosyal-gostergeler/#1540021488947-36394c03-3282> (Tablo 3.11); 2018 ve 2019 için <https://www.tcmb.gov.tr/>
6. Net Uluslararası Rezervler ve Net Uluslararası Rezervler/İthalat: <http://www.sbb.gov.tr/ekonomik-ve-sosyal-gostergeler/#1540021488947-36394c03-3282> (Tablo:3.7). 2018 ve 2019 yılları için <https://evds2.tcmb.gov.tr/index.php?evds/dashboard/1397>
7. Kısa Vadeli Dış Borç/Toplam Brüt Dış Borç: <http://www.sbb.gov.tr/ekonomik-ve-sosyal-gostergeler/#1540021488947-36394c03-3282> (Tablo 3.11). 2018 ve 2019 yılları için <https://www.hmb.gov.tr/kamu-finansmani-istatistikleri>
8. TCMB Brüt Döviz Rezervleri: <http://www.sbb.gov.tr/ekonomik-ve-sosyal-gostergeler/#1540021488947-36394c03-3282> (Tablo 3.7); 2018 ve 2019 yılları için <https://evds2.tcmb.gov.tr/index.php?evds/dashboard/4687>
9. Cari İşlemler Dengesi/GSYİH: <http://www.sbb.gov.tr/ekonomik-ve-sosyal-gostergeler/#1540021488947-36394c03-3282> (Tablo 3.1); 2018 ile 2019 yılları için <http://www.tuik.gov.tr/>
10. İhracatın İthalatı Karşılama Oranı: <http://www.sbb.gov.tr/ekonomik-ve-sosyal-gostergeler/#1540021488947-36394c03-3282> (Tablo 3.2); 2018 ile 2019 yılları için <http://www.tuik.gov.tr/>
11. TÜFE: <http://www.sbb.gov.tr/ekonomik-ve-sosyal-gostergeler/#1540022281701-91516a32-b476> (Tablo 6.8); 2018 ve 2019 yılları için <https://www.tcmb.gov.tr/>
12. Bütçe Açığı/GSYİH: <http://www.sbb.gov.tr/ekonomik-ve-sosyal-gostergeler/#1540022258789-43a5759e-f454> (Tablo 5.12); 2018 ve 2019 yılları için <https://www.hmb.gov.tr/kamu-finansmani-istatistikleri>

Standardize edilmiş 13 değişken Tablo 4'te sunulmuştur:

Tablo 4: Standardize Edilmiş 13 Değişken							
Yıl	Toplam Brüt Dış Borç Stoku/GSYİH	Toplam Brüt Dış Borç Stoku/İhracat	Toplam Dış Borç Servisi/GSYİH	Toplam Dış Borç Servisi/İhracat	Toplam Dış Borç Faiz Servisi/İhracat	Net Uluslararası Rezervler/Toplam Dış Borç Stoku	Net Uluslararası Rezervler/İthalat
1989	-1,05	1,25	-0,97	0,58	1,81	1,74	0,47
1990	-1,57	1,49	-1,51	-0,01	1,68	1,64	1,50
1991	-1,50	1,31	-1,33	0,36	1,70	1,47	0,55
1992	-1,38	1,24	-1,26	0,33	1,33	0,98	-0,59
1993	-1,18	2,12	-1,55	-0,41	1,17	1,11	0,26
1994	-0,15	1,06	-0,65	-0,04	1,12	1,29	-1,16
1995	-0,73	0,17	-0,95	-0,64	0,69	0,26	-0,40

1996	-0,85	-0,86	-1,19	-1,77	0,03	0,14	0,68
1997	-0,77	-1,24	-1,10	-1,95	-0,07	0,04	0,86
1998	-0,52	-0,78	-0,76	-1,23	-0,07	0,27	-0,26
1999	0,16	0,78	0,06	0,88	0,75	-0,05	-2,76
2000	0,50	1,06	0,18	0,92	0,88	0,55	-0,05
2001	1,96	0,80	1,66	1,49	1,36	0,90	0,31
2002	1,63	1,10	1,92	2,44	0,67	0,47	-1,53
2003	0,64	0,07	0,74	0,72	0,19	0,19	-0,34
2004	-0,02	-0,87	0,37	0,01	-0,37	-0,15	0,95
2005	-0,67	-1,34	0,45	0,57	-0,42	-1,33	0,31
2006	-0,25	-0,93	0,13	-0,17	-0,37	-1,85	-0,52
2007	-0,37	-0,98	0,03	-0,23	-0,47	-1,85	-0,40
2008	-0,45	-1,44	0,01	-0,63	-0,66	-1,43	0,59
2009	0,15	-0,58	1,06	1,25	-0,53	-1,45	-2,31
2010	-0,27	-0,56	0,21	0,37	-0,98	-0,82	0,40
2011	-0,39	-1,16	-0,09	-0,60	-1,16	-0,59	2,19
2012	-0,11	-1,15	-0,28	-1,22	-1,21	-1,20	0,56
2013	0,12	-0,46	-0,20	-0,79	-1,21	-0,78	0,47
2014	0,35	-0,57	-0,41	-1,42	-1,24	-0,37	0,50
2015	0,69	-0,05	-0,30	-1,15	-1,14	0,06	0,07
2016	0,79	0,48	0,68	0,82	-0,98	0,10	-0,40
2017	1,46	0,44	1,25	0,93	-0,92	0,38	0,55
2018	1,78	-0,12	1,59	0,37	-0,82	0,46	-0,04
2019	1,98	-0,31	1,73	0,25	-0,74	-0,11	-0,60

Tablo 4'ün Devamı

Yıllar	Kısa Vadeli Dış Borç/Toplam Dış Borç	Kısa Vadeli Dış Borç/TCMB Brüt Döviz Rezervleri	Cari İşlemler Dengesi/GSYİH	İhracat/İthalat	TÜFE	Bütçe Açığı/GSYİH
1989	-1,65	0,01	-1,26	-1,10	0,79	-0,45
1990	-0,73	0,82	-0,52	0,86	0,67	-0,55
1991	-0,93	1,35	-1,05	0,04	0,98	-0,01
1992	-0,09	1,80	-0,83	0,07	0,83	-0,23
1993	0,75	3,62	0,00	1,61	0,98	0,30
1994	-1,06	0,78	-1,55	-1,63	2,57	-0,33
1995	-0,31	0,14	-0,62	0,55	1,13	-0,30
1996	-0,10	-0,27	-0,63	1,48	1,24	0,68
1997	-0,21	-0,45	-0,61	1,37	1,80	0,52
1998	-0,10	-0,27	-1,27	0,78	0,94	0,46
1999	0,02	-0,39	-0,86	-0,06	0,92	1,50
2000	0,32	0,20	0,38	1,76	0,05	1,28
2001	-1,40	-0,63	-1,71	-1,37	0,91	2,76
2002	-1,72	-1,16	-0,90	-0,64	-0,22	2,41
2003	-1,12	-1,02	-0,11	-0,41	-0,55	1,47
2004	-0,39	-0,59	0,31	0,02	-0,82	0,43

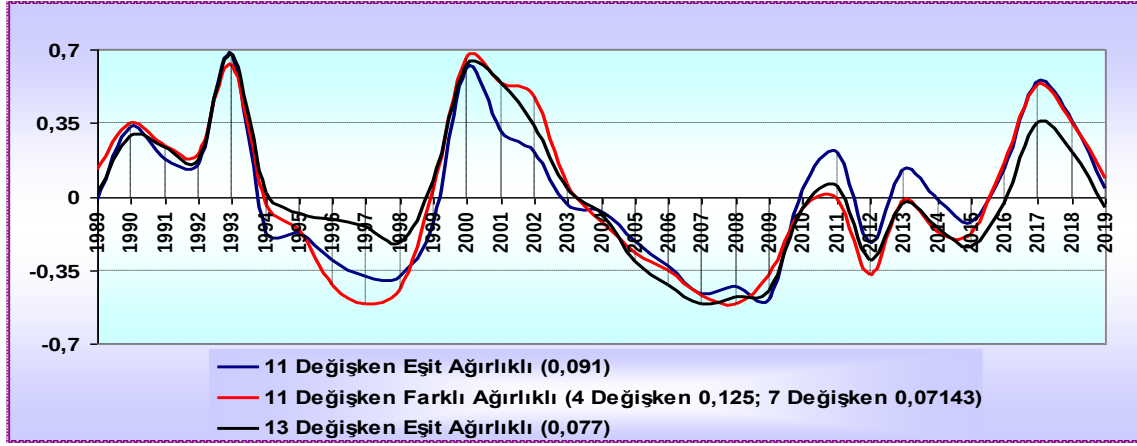
2005	0,13	-0,84	0,55	0,25	-0,87	-0,86
2006	-0,27	-0,98	1,11	0,46	-0,81	-1,05
2007	-0,89	-1,20	1,02	0,23	-0,85	-0,74
2008	-0,62	-0,90	0,88	-0,06	-0,80	-0,67
2009	-0,71	-1,00	-0,35	-0,96	-0,90	0,43
2010	0,80	-0,45	1,14	0,45	-0,90	-0,14
2011	0,94	-0,25	2,31	1,12	-0,78	-0,83
2012	1,44	-0,31	1,04	0,06	-0,91	-0,64
2013	2,17	0,03	1,48	0,58	-0,87	-0,93
2014	2,06	0,16	0,73	-0,02	-0,85	-0,89
2015	0,78	-0,11	0,38	-0,57	-0,83	-0,93
2016	0,51	-0,17	0,42	-0,87	-0,84	-0,89
2017	0,71	0,50	1,05	-0,28	-0,74	-0,77
2018	0,80	0,91	0,30	-1,31	-0,50	-0,64
2019	1,12	0,68	-1,07	-2,49	-0,75	-0,33

Finansal Kırılganlık Endeksi'nde kullanılacak olan standardize edilmiş 11 ve 13 değişkenin eşit ve farklı oranda ağırlıklandırılmış “Sonuç” değerleri Tablo 5’te sunulmuştur:

Tablo 5: Finansal Kırılganlık Endeksi Sonuç Değerleri			
Yıllar	11 Değişken Eşit Ağırlıklı (0,091)	11 Değişken Farklı Ağırlıklı (4 Değişken 0,125; 7 Değişken 0,07143)	13 Değişken Eşit Ağırlıklı (0,077)
1989	-0,02	0,13	0,01
1990	0,33	0,35	0,29
1991	0,18	0,24	0,23
1992	0,15	0,20	0,17
1993	0,68	0,63	0,68
1994	-0,18	-0,04	0,02
1995	-0,17	-0,16	-0,08
1996	-0,30	-0,42	-0,11
1997	-0,38	-0,51	-0,14
1998	-0,38	-0,44	-0,22
1999	-0,13	0,03	0,07
2000	0,61	0,66	0,62
2001	0,31	0,54	0,54
2002	0,21	0,48	0,34
2003	-0,04	0,06	0,04
2004	-0,07	-0,12	-0,09
2005	-0,21	-0,27	-0,31
2006	-0,33	-0,35	-0,42
2007	-0,46	-0,47	-0,51
2008	-0,43	-0,51	-0,48
2009	-0,49	-0,37	-0,45
2010	0,03	-0,06	-0,06

2011	0,21	-0,01	0,05
2012	-0,22	-0,37	-0,30
2013	0,13	-0,02	-0,03
2014	-0,02	-0,17	-0,15
2015	-0,12	-0,18	-0,24
2016	0,13	0,16	-0,03
2017	0,55	0,53	0,35
2018	0,36	0,35	0,21
2019	0,04	0,09	-0,05

Oluşturulan FKE'lerin standart sapmaları Tablo 5'in sütun sırasına göre 0,32, 0,35 ve 0,31 çıkmıştır. Bu nedenle, Grafik 3'te finansal kırılganlığın arttığını gösteren “eşik değer” 1 standart sapma kabul edilmiş ve en yüksek çıkan standart sapma değeri 0,35 “eşik değer” olarak belirlenmiştir.



Grafik 3: Finansal Kırılganlık Endeksi, Türkiye 1989–2019

4. Sonuç ve Genel Değerlendirmeler: FKE Bağlamında Analizler

- Daha çok dış borcun sürdürülebilirliğinde dikkate alınan 11 değişkenin eşit ve farklı ağırlıklandırılmış endeks değerleri ile ekonominin genel kırılganlığına daha çok vurgu yapan 13 değişkenin eşit ağırlıklandırılmış endeks değerleri arasında 1989–2019 dönemi boyunca büyük bir korelasyon olduğu görülür. Dikkate alınan dönem boyunca her 3 endeks değeri de hemen hemen birlikte hareket etmiştir. Ancak, enflasyon oranı ve bütçe açığının yer aldığı 13 değişkenli endeks değeri, özellikle 1990'lı yıllarda diğer iki endeks değerinin üzerinde gezinmişken, 2010'lu yıllarda en düşük seviyeye gerilemiştir. Bu gelişmenin haricinde endekslerin seyrinde belirgin bir farklılaşma olmamıştır.

- Her 3 endeks değeri 1989–2019 dönemi boyunca 3 kez “eşik değer” olarak belirlediğimiz 0,35 seviyesini geçmiştir: 1993, 2000 ve 2017 yılları. Dolayısıyla oluşturulan Finansal Kırılganlık Endeksleri'nin 1994 ile 2001 para/döviz krizlerini öngördüğü söylenebilir. 1992 ve 1999 yılları sonunda endeks değerleri düşükken (sırasıyla 0,15–0,20 ile 0 civarı), 1993 ve 2000 yıllarında hızla yükselip, “eşik değer'in” (0,35) oldukça üstünde 0,60'lı rakamlara ulaşmıştır. Böyle bir gelişme ise, 1993 ve 2000 yıllarında Türkiye ekonomisinde finansal kırılganlığın ve kriz olasılığının yükseldiğinin çok açık bir işareti olmuştur.

- 2001 krizinden sonra hızla düşme trendine giren endeks değerleri, bu düşüşü 2007–2008 yıllarında endeks dip yapana kadar sürdürmüştür. 2008 yılından sonra tekrar artma eğilimine giren endeks değerleri 2017 yılına kadar da “eşik değer'i” aşmamak kaydıyla dalgalı bir seyir izlemiştir. Ancak, 2017 yılında 11 değişkenli eşit ve farklı ağırlıklandırılmış endeks değerleri 0,53–0,55 seviyelerine yükselerek “eşik değer'i” önemli ölçüde aşmış ve ekonomide finansal

kırılganlığın arttığına dair sinyal üretmişlerdir. Aynı yıl 13 değişkenli endeks ise “eşik değer” seviyesi olan 0,35’e ulaşmış, ancak sınırı geçmemiştir. 2000’li yıllarda düşen enflasyon oranları ile bütçe açıklarının ekonominin kırılganlığı üzerine olan olumlu etkisi, bu çalışmada yer alan endeks değerlerine de olumlu yansımıştır, denilebilir. 2018 yılında tekrar düşme trendine giren 3 endeks değeri, 2019 yılı sonunda sıfırlı (0’lı) değerlere kadar gerilemiştir.

Dolayısıyla, 2019 yılı sonu itibarıyla --dış borç ağırlıklı göstergeler dikkate alındığında-- Türkiye’nin finansal kırılganlık düzeyi oldukça düşüktür. Böyle bir durum, Türkiye’de dış kaynaklı bir finansal krizin oluşmamasının garantisini pek tabii ki sağlamaz¹³. Ancak yine de, Türkiye’nin, iç kaynaklı bir finansal krize karşı daha dayanıklı olduğunun ve olası bir dış kaynaklı ekonomik türbülansın --aynen 2008/2009 krizinde olduğu gibi-- daha çabuk sıyrılıp, daha erken toparlanacağını işaret edebilir.

Belirtmek gerekir ki, 1989 yılı sonrasında endekslerde oluşan uzun soluklu düşüş trendi 2001–2008 döneminde gerçekleşmiştir. Bu gelişme, bazı siyasetçi ve ekonomistlerin “*Adalet ve Kalkınma Partisi’nin (AK Parti) ekonomik anlamda en başarılı yılları ilk dönemleri (çiraklık dönemi) olmuştur*” ifadesini doğrular niteliktedir. Bu ilk dönemde, özellikle enflasyon ve bütçe açığındaki düşüşler; doğrudan yatırımlar, ihracat ve döviz rezervlerindeki hızlı artışlar ve bankacılık sektörünün yeniden yapılandırılması, “başarılı” ifadesinin temel gerekçelerini oluşturmuştur. Bu gelişmeler ise, bir yandan ekonomide finansal kırılganlığın azalmasına, diğer yandan da tek parti iktidarına ilerleyen yıllarda oy oranlarında artış olarak yansımıştır. Ancak, daha sonraki dönemde ekonomide oluşan finansal kırılganlık değerleri hiçbir zaman 2007–2008 seviyelerine kadar gerilememiştir.

- Bu noktada akla şu soru gelebilir: *Finansal Kırılganlık Endeksi Türkiye ekonomisinin yaşadığı 2008–2009 krizini neden öngörememiştir?* Bize göre sorunun cevabı şudur: 2009 yılında Türkiye ekonomisinin %4,7 küçülmesine yol açan kriz, 1994 ve 2001 yıllarında olduğu gibi Türkiye’nin kendi iç dinamiklerinden değil de, küresel bir krizin yansıması olduğu için endeks değerlerinin hiçbirisi sinyal üretmemiştir, denilebilir. Nitekim 2009 yılında küçülen Türkiye ekonomisi, 2010 ve 2011 yıllarında sırasıyla %8,5 ve %11,1 gibi çok yüksek büyüme oranlarını yakalayarak küresel krizden sıyrılmayı başarmıştır. Küresel krizden, örneğin diğer Avrupa ülkelerinden daha erken ve yüksek büyüme oranları yakalayarak sıyrılabilmemizin temelinde, kriz öncesindeki makroekonomik göstergelerin “sağlam” yapısının bulunduğunu düşünmekteyiz. Detaylandırarak analize devam edelim:

- Türkiye’nin karşı karşıya kaldığı 1994 ve 2001 krizlerinin temelinde, yüksek ve kronik enflasyon oranları, sürdürülemez boyutlara ulaşan kamu tasarruf açıkları ve artan dış ticaret ve cari işlemler açıkları yatmıştır. Dolayısıyla, bu iki kriz Türkiye’nin kendi iç dinamiklerinden kaynaklanmıştır. Buna karşın 2008/2009 krizi, 2007 yılının ikinci yarısında ABD’de başlayan ve 2008 yılında küresel boyutlara ulaşan mortgage krizinin bir yansıması olarak, daha teorik bir ifadeyle, krizlerin “yayılma” ve “bulaşma” etkisi¹⁴ yoluyla Türkiye’yi etkilemiş ve finansal bir krize yol açmıştır.

Peki, 2009 krizinden önce Türkiye’nin temel makroekonomik göstergeleri “sağlam” ifadesini ne kadar hak ediyordu?

- Belirtmek gerekir ki, 2001 krizinden sonra yürürlüğe konan Güçlü Ekonomiye Geçiş Programı¹⁵ ile uygulanan sıkı para politikası ve bu politikanın bütçe disiplini ve yapısal

¹³ Nitekim 2019 yılının Aralık ayında Çin’in Hubei bölgesinin Başkenti olan Wuhan’da SARS-CoV-2 veya Covid-19 adıyla başlayan yeni tip bir koronavirüs salgını nedeniyle, Türkiye’nin 2020 yılında %5 oranında küçülmesi beklenmektedir (IMF, 2020, s. 20). Küresel küçülme beklentisi ise %3’tür (IMF, 2020, s. ix).

¹⁴ Detaylı bilgi için bakınız: Masson, 1998, s. 1–32.

¹⁵ Bu programın belki de en önemli ayağı, Türkiye’nin 1990’ yıllarda en büyük ekonomik sorunlarından birisi olan bankacılık sektörünü disipline etmesi olmuştur. Güçlü Ekonomiye Geçiş Programı ile kamu bankalarının görev zararları kapatılmış ve özel bankalar içindeki “çürükler” piyasadan tasfiye edilmiştir.

reformlarla desteklenmesi, 2001 yılında %70'lere ulaşan enflasyon oranının 34 yıl aradan sonra ilk kez 2004 yılında tek haneye (TÜFE: %9,4) düşmesine neden olmuştur. 2004–2018 dönem boyunca da TÜFE enflasyonu ortalama %9 düzeylerinde kalmıştır. Yine bu dönemde kamu maliyesi alanında da önemli olumlu gelişmeler yaşanmıştır. Bu olumlu gelişmelerin temelinde, uygulanan sıkı maliye politikasının yanı sıra, özellikle enflasyon oranında sağlanan düşüş ile Devlet İç Borçlanma Senetleri'nin (DİBS) nominal ve reel faiz oranlarının hızla gerilemesi ve bunun da bütçe içindeki faiz yükünü ve dolayısıyla bütçe açığını sürdürülebilir düzeylere düşürmesi yer almıştır. Bütçe açığının GSYİH içindeki payı 2001 yılında %-12,7 iken, aynı oran 2005 yılında %-1,2 gerçekleşerek Maastricht kriteri olan %3'ün altına inmiştir. Adı geçen oranın 2005–2008 dönemi ortalaması ise %-1,3 gerçekleşmiş ve kabul edilebilir sınırlarda kalmıştır. Bütçedeki olumlu gelişmenin etkisiyle, Avrupa Birliği (AB) Tanımlı Genel Yönetim Borç Stoku/GSYİH oranında da önemli iyileşmeler sağlanmıştır. Maastricht Kriterleri içinde yer alan ve %60 oranının üst sınır kabul edildiği bu oran, Türkiye'de 2001 yılında %76 düzeyinde iken, bu tarihten sonra sürekli düşerek 2008 yılında %38,1'e kadar gerilemiştir. Eleştirilebilir yanları olmasına rağmen, yine bu dönemde özelleştirmelere de hız verilmiş ve 2002–2008 döneminde özelleştirmeden elde edilen toplam gelir 29 milyar Dolar'ı bulmuştur. Özelleştirme gelirlerine ilaveten, 3 Ekim 2005 tarihinde **Lüksemburg'da yapılan Hükümetler-arası Konferans sonrası** AB ile Tam Üyelik Müzakereleri'nin başlamasının da etkisiyle, 2002–2008 dönemi boyunca doğrudan yabancı sermaye girişi (net) 70 milyar Dolar'a ulaşmıştır. Artan bu döviz gelirleri sayesinde, TCMB'nin 2001 yılında 18,7 milyar Dolar olan brüt döviz rezervleri, 2017 yılı sonunda 73,3 milyar Dolar'a kadar yükselmiştir. Bütün bu olumlu gelişmeler neticesinde, Türkiye ekonomisi 2002–2007 döneminde ortalama %7,1 oranında büyüme oranını yakalayabilmiştir¹⁶.

- Bu olumlu gelişmelere rağmen, 2009 krizi öncesi dönemde “sorunlu” olarak nitelendirilebilecek önemli makroekonomik değişken dış ticaret ve cari işlemler açıkları olmuştur. 2004–2008 döneminde ortalama %-4,8 gerçekleşen cari işlemler açığı oranı (Cari Açık/GSYİH)¹⁷ Türkiye ekonomisi için yüksek ve sürdürülebilirliği zor düzeylerdir. Ancak, bu dönemde gerçekleşen doğrudan ve dolaylı yoğun sermaye girişleri sayesinde cari işlemler açıklarının finansmanında sıkıntı yaşanmamış; özellikle yüksek cari açık dönemlerinde ekonomiden sorumlu yetkililerin “*cari işlemler açığı finanse edildiği sürece sorun yaratmaz*” biçimindeki bakış açısı bu dönemde kabul görmüştür.

- Üst paragraflardaki açıklamalar bizi iki önemli sonuca ulaştırır:

İlki; 2009 krizi öncesinde Türkiye'nin temel makroekonomik göstergeleri, 1994 ve 2001 krizleri öncesinde olduğu gibi “sorunlu” bir yapı yerine, oldukça “sağlam” ve “sürdürülebilir” bir yapı sergilemiştir. Özetle; 2009 krizinin oluşumunda Türkiye'nin kendi iç dinamiklerinin payı çok azdır ve yaşanan kriz, küresel krizin Türkiye'ye düşen payı olarak görülebilir. Bu yüzden de 2008/2009 yılları öncesinde Finansal Kırılganlık Endeksi herhangi bir olumsuz sinyal üretmemiştir.

İkinci sonuç ise daha çarpıcıdır: Bir ülkenin temel makroekonomik göstergeleri ne kadar sağlam olursa olsun, özellikle dışsal kaynaklı herhangi bir olumsuz şok nedeniyle ekonomiye dair olumlu beklentiler hızla tersine dönebilir ve ülke finansal bir krizle karşı karşıya kalabilir. En son analizde krizin boyutunu ise, ülkenin temel makroekonomik göstergelerinin “sağlamlık” derecesi belirler.

Örneğin, Masson'a (1998) göre; gelişmekte olan ülkede yaşanan finansal krizin diğer gelişmekte olan ülkelerin temel makroekonomik verilerinde bozulmalara yol alabilir ve bu da ikinci bir finansal krize yol neden olabilir (Yayımla Etkisi). Yaşanan birinci finansal krizin diğer ülkenin/ülkelerin makroekonomik verilerinde bozulmaya yol açması ise ağırlıklı olarak dış ticaret ve finansal piyasalar kanalıyla gerçekleşir. Ancak yaşanan finansal krizler her zaman

¹⁶Paragraf içinde geçen veriler için kaynak: <http://www.sbb.gov.tr/>, <https://www.tcmb.gov.tr/> ve <https://www.hmb.gov.tr/> (Erişim, Haziran 2020).

¹⁷Kaynak:<http://www.sbb.gov.tr/ekonomik-ve-sosyal-gostergeler/#1540021488947-36394c03-3282>; Tablo 3.1 (Erişim, Haziran 2020).

makroekonomik verilerin bozulması aracılığıyla diğer ülkelere sıçramaz. İktisadi ajanların mevcut makroekonomik verilere ilişkin değerlendirmelerinin olumsuz dönmeye ve piyasaya beklentilerinin değişmesi de yaşanan krizlerin alanını genişletebilir (Bulaşma Etkisi). Başka bir ifadeyle, bir ülkede yaşanan finansal kriz diğer ülkelerin temel makroekonomik göstergelerini bozduğu için değil de, bu göstergelere ilişkin değerlendirmeleri değiştirdiği ve/veya yatırımcıların risk algılama düzeyini arttırdığı için diğer ülkelere bulaşabilmektedir (Masson, 1998, s. 3–5). Ayrıca, diğer ülkelerde **yabancı para cinsin borç** ve **dış ticaret açığı** ne kadar yüksek ve **döviz rezervleri** ne kadar düşük ise, finansal krizlerin kendi kendini gerçekleştiren beklentiler¹⁸ yolu ile bulaşma olasılığı da o kadar fazladır (Masson, 1998, s. 13).

İşte, Türkiye'nin 2009 yılında %4,7 küçülmesine yol açan krizin nedeni, Masson'un bu açıklamalarıyla birebir örtüşmektedir. Zaten küresel krizin Türkiye'yi ağırlıklı olarak etkilediği kanal da dış ticaret kanalı olmuştur. Örneğin, 2009 yılında ihracatta yaşanan %22,6'lık düşüş, 1980–2019 dönemi boyunca 40 yılda gerçekleşen en yüksek düşüş oranı olmuştur. Hatta ikinci ne yüksek düşüş oranı 2015 yılında yaşanmış ve o da sadece %8,7 gerçekleşmiştir¹⁹. 2009 yılında ihracatta meydana gelen bu keskin düşüş; üretimin azalmasına, işsizlik oranının artmasına ve iç talebin düşmesine yol açmış ve böylece kriz derinleşmiştir...

- Belirtmek gerekir ki, her 3 endeks değeri de 2010–2015 dönemi boyunca eşik değeri geçmemek kaydıyla dalgalı bir seyir izlemiştir. Ancak, 2015 yılından sonra hızla artan 11 değişkenli eşit ve farklı ağırlıklandırılmış endeks değerleri 2017 yılında --sırasıyla-- 0,55–0,53 seviyelerine yükselerek “eşik değeri” önemli ölçüde aşmıştır. Buna karşın 13 değişkenli endeks değeri, 2010'lu yıllarda düşen enflasyon ve bütçe açığının etkisiyle 2017 yılında 0,35 ile “eşik değer” sınırında kalmıştır.

Dış borçların sürdürülebilirliğine ilişkin literatürde en çok dikkate alınan Toplam Dış Borç Stoku/GSYİH oranı, 2001 yılında tepe yaptıktan sonra düşüşe geçmiş ve 2011 yılında %36,7 ile en düşük seviyelerinden birine gerilemiştir. Aynı oran, bu tarihten sonra aralıksız artarak 2015 yılında %46,3'e, 2016'da %47,3'e, 2017'de %53,3'e ve 2019 yılında da %58'e yükselmiştir. Dolayısıyla, aynı oran 2001 krizinden sonra ilk kez 2017 yılında %50 sınırını aşarak Dünya Bankası'nın “yüksek borçlu” tanımına dahil olmuştur. Kaldı ki, Türkiye'de dış borçların sürdürülebilirliğine ilişkin tartışmaların başladığı yıllar 2015 sonrası; endeksin finansal kırılganlık uyarısı verdiği tarih de 2017 yılı olmuştur.

Dolayısıyla ve özetle; 2010'lu yıllarda özel sektör ağırlıklı artan dış borçlar, Türkiye ekonomisinde finansal kırılganlığın artmasına yol açmış ve bu da ağırlıklı olarak dış borç göstergelerinin bulunduğu 11 değişkenli eşit ve farklı ağırlıklandırılmış endeks değerlerine olumsuz yansımıştır.

Peki, Toplam Dış Borç Stoku/GSYİH oranı 2017'de %53,3'ten 2019 yılında %58'e artarak yükselişine devam etmesine rağmen, finansal kırılganlık endeks değerleri neden 2017 yılından sonra hızla düşerek 2019 yılında sıfırlı değerlere gerilemiştir?

Verileri dikkatle incelediğimizde bazı önemli noktalar göze çarpmaktadır: Örneğin; Toplam Dış Borç Stoku/GSYİH oranının yükselişi dış borçların artışından değil de, GSYİH'nin düşüşünden kaynaklanmıştır. Özel sektörün dış borç stoku 2017 yılında yaklaşık 316 milyar Dolar'dan 2019 yılında 273 milyar Dolar'a gerileyerek neredeyse 45 milyar Dolar azalmıştır. Toplam brüt dış borç stoku ise yine aynı dönemde 454 milyar Dolar'dan 436 milyar Dolar'a gerilemiştir. Dolayısıyla, Türkiye'nin toplam dış borç stoku bu dönemde yaklaşık 18 milyar Dolar azalmıştır.

¹⁸ “Self-fulfilling Speculation”: Para ve döviz krizlerini açıklamak için ortaya atılan üç nesil kriz modelleri arasında yer alan 2. Nesil Kriz Modelleri'nde, iktisadi ajanların beklentileri ile fiili politika sonuçları arasındaki etkileşimin, kendi kendini gerçekleştiren beklentiler vasıtasıyla oluşan krizlere yol açabileceği vurgulanmaktadır (Jeanne, 1997, s. 263–286).

¹⁹ Kaynak: http://www.tuik.gov.tr/PreTablo.do?alt_id=1046 (Erişim, Haziran 2020).

Buna karşın, özellikle 2017 yılından sonra hızlı kur artışları²⁰ GSYİH'nin Dolar cinsinden değerini düşürdüğü ve bu düşüş mikyasının dış borç azalışından daha fazla gerçekleşmesi neticesinde Toplam Dış Borç Stoku/GSYİH oranı artış göstermiştir. Ancak hemen belirtelim, toplam dış borçlarda 2017 yılından sonra meydana gelen düşüş, Toplam Brüt Dış Borç Stoku/İhracat oranını ise olumlu etkilemiştir.

Vurgulamak gerekir ki, bu dönemde finansal kırılganlık endeks değerlerindeki gerileme esas itibarıyla dış ticaret kanalı ile olmuştur. 2017–2019 döneminde mal ve hizmet ihracatı yaklaşık 210 milyar Dolar'dan 227 milyar Dolar'a yükselmiş; aynı dönemde ithalat ise yaklaşık 234 milyar Dolar'dan 210 milyar Dolar'a düşmüştür. Bu gelişmeler sonucunda, ihracatın ithalatı karşılama oranı %67,1'den %84,6'ya yükselmiştir. Dış ticaret kalemlerindeki bu değişim, 2017 yılında GSYİH'nin %-5,5'i açık veren cari işlemler dengesinin, 2019 yılında %0,2 oranında fazla vermesine neden olan en önemli etken olmuştur. Dış ticaret ve cari işlemler dengesindeki bu olumlu değişimin temelinde ise, 2017–2019 döneminde TL'nin önemli ölçüde değer kaybetmesi ve daha da önemlisi büyüme oranının %7,4'ten 0,9'a düşmesi yatmıştır²¹. Dolayısıyla, içinde ihracat ve ithalat kaleminin yer aldığı oranlar ile Cari İşlemler Dengesi/GSYİH oranındaki iyileşmeler, endeks değerinin düşmesinde önemli rol oynamıştır.

Yine bu dönemde, Net Uluslararası Rezervler'in yaklaşık 136 milyar Dolar'dan 145 milyar Dolar'a yükselmesi, Net Uluslararası Rezervler'in yer aldığı oranları -çok olmasa da- olumlu etkilemiştir.

- Şu soru önemlidir: Türkiye'de dış borçların sürdürülebilirliğinin sorunsuz sağlanmasının ve bu sayede de ekonomide finansal kırılganlığın azaltılmasının kilit değişkeni nedir? Bu kilit değişken -kanımca- ihracattır. Daha önce de vurguladığımız gibi, dış borcun sürdürülebilirliğine ilişkin Dünya Bankası'nın dikkate aldığı bu 4 oranın 3'ünde ihracat kalemi doğrudan; 1'inde ise dolaylı olarak yer almaktadır. Bunun yanı sıra, Uluslararası Rezervler/Dış Borç Stoku, Uluslararası Rezervler/İthalat ve Kısa Vadeli Dış Borç/Merkez Bankası rezervleri oranlarının hepsinde de yine ihracat ön plana çıkmaktadır. Hem uluslararası rezervler, hem de Merkez Bankası rezervlerinin artışında ihracat gelirlerinin önemi büyüktür. Ayrıca, Cari İşlemler Dengesi/GSYİH, Cari İşlemler Dengesi/İhracat ve İhracat/İthalat oranlarında ihracat kalemi yine doğrudan yer almaktadır.

- Belirtmek gerekir ki, gerek Dünya Bankası'nın dikkate aldığı oran analizleri, gerekse de Finansal Kırılganlık Endeksi göz önünde bulundurulduğunda, Türkiye'nin son 30 yıllık döneminde dış borçlar sürdürülebilir bir yapı sergilemiştir. Ancak yine de, 2010'lu yıllarda hızla artış trendine giren dış borçların dikkatle takip edilmesi ve bir takım önlemlerin şimdiden alınması, ekonomi yönetiminin önemle üzerinde durması gereken konuların başında gelmektedir.

Son söz olarak şunlar söylenebilir: Türkiye ekonomisinde, dış ticaret ve cari açık sorununun kökten çözülebilmesi, dış borçların sorunsuz bir biçimde sürdürülebilmesi, döviz rezervlerinin artırılabilmesi ve bu sayede döviz kurlarına istikrar kazandırılması ve de bütün bu gelişmelerin bir yansıması olarak ekonomide finansal kırılganlığın azaltılabilmesi için, ileri teknoloji ürünlerini içeren ve yüksek katma-değerli ihracata ağırlık verilmesi gerekir. Dolayısıyla, Türkiye'nin 1980 yılında başlattığı "ihracata dayalı büyüme stratejisini" tekrar gözden geçirmesi ve ihracatı artırmak için yeni çıkış stratejileri araması, artık keyfi değil, elzemdir.

Kaynakça

Bajpai, N., (1992). "Severely Indebted Low-Income Countries: Mounting External Debt and Servicing Burden", *Economic and Political Weekly*, 27(17), 905–910.

²⁰ 2017 yılı sonunda 1 Dolar=3,8 TL iken, 2019 yılı sonunda 6 TL'ye kadar yükselmiştir. Yani Dolar kurunda yaklaşık %60 oranında nominal artış gerçekleşmiştir (<https://www.tcmb.gov.tr/>).

²¹ Bir yandan ülke parasının değer kaybetmesi, diğer yandan da büyüme oranının düşmesi, ara malı ve yatırım malları talebinin ve dolayısıyla ithalatın azalmasına yol açmıştır.

- Boote, A. R., Thugge, K., (1997). “Dept Relief for Low-Income Countries and the HIPC Initiative”, IMF Working Paper, No: 97/24, 1–29.
- IMF, (2000). “Debt- and Reserve-Related Indicators of External Vulnerability”, https://www.imf.org/external/np/pdr/debtres/#IV_A
- Çakman M. K., Çakmak U., (2007). “Para, Döviz ve Sermaye Piyasaları Arasındaki İlişkiler ve İstikrarsızlık Döngüsüne Katkı Yapan Dinamikler: Türkiye Örneği”, Abant İzzet Baysal Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü Dergisi (14), 31–62.
- Çukurçayır, S., (2014). “Türkiye’de Dış Borçların Sürdürülebilirliği: Eşbütünleşme Analizi”, Sosyo Ekonomi Dergisi, 2014–2, 140201, 9–31.
- Demir, E., Can, G., (2015). “Borç Sürdürülebilirliğine İlişkin Değerlendirme”, Türkiye İş Bankası Raporu, 1–17.
- https://ekonomi.isbank.com.tr/ContentManagement/Documents/ar_05_2015.pdf
- Dornbusch, R., (2001). “A Primer on Emerging Market Crises”, NBER Working Paper, No:8326, 1–12.
- Eğilmez, M., (5 Aralık 2013). “Dış Borçlarımız” (<http://www.mahfiegilmez.com/>).
- Eğilmez, M., (10 Nisan 2016). “Türkiye’nin Dış Borçları” (<http://www.mahfiegilmez.com/>).
- Eğilmez, M., (29 Aralık 2017). “Brüt ve Net Dış Borç Stoku, Dış Borçların Döviz Kompozisyonu ve Bir Yılda Ödenecek Dış Borç Miktarı” (<https://www.paraborsa.net/>).
- Frankel, J. A., Rose, A. K., (1996). “Currency Crashes in Emerging Markets: An Empirical Treatment”, Board of Governors of the Federal Reserve System International Finance Discussion Papers, No:534, 1–28.
- IMF, (2018). “L-7 Assessing External Debt Sustainability and Foreign Reserves”, IMF–Singapore Regional Training Institute, 1–46.
- IMF, (2020). World Economic Outlook, Nisan, 1–37.
- Jeanne, O., (1997). “Are Currency Crises Self-Fulfilling? A Test”, Journal of International Economics, No:43, 263–286.
- Kaminsky, G., Lizondo, S. ve Reinhart, C. M., (1998). “Leading Indicators of Currency Crises”, IMF Staff Paper, Vol:45, No:1, 1–48.
- Kaya, A., (2013). Mali Sürdürülebilirlik: Teori ve Uygulaması, Türkiye Bankalar Birliği, Yayın No: 292, İstanbul.
- Kıran, B., (2012). “The Sustainability Of Turkish External Debt: Evidence From Fractionally Integrated Approach Under Structural Breaks”, Economic Research - Ekonomika İstraživanja, Vol. 25 No:1, 21–33.
- Masson, P., (1998). “Contagion: Mansoonal Effects, Spillovers and Jumps Between Multiple Equilibria”, IMF Working Paper, No:142, 1–32.
- Milesi-Ferretti, Gian M., Razin, A., (1998). “Current Account Reversals and Currency Crises: Empirical Regularities”, NBER Working Paper, No:6620, 1–54.
- Mumyakhmaz, A., (2019). “24 Ocak Ekonomik İstikrar Kararları ile 12 Eylül Askeri Darbesinin Neoliberalizm İttifakı ve Siyasal İslam’ın Süreçteki Rolü”, Üçüncü Sektör Sosyal Ekonomi Dergisi, 54(4), 1899–1915.
- Önel, G., Utkulu, U., (2006). “Modeling The Long-Run Sustainability Of Turkish External Debt With Structural Changes”, [Economic Modelling](#), Vol. 23(4), 669–682.
- Roubini, N., Wachtel, P., (1998). “Current Account Sustainability in Transition Economies”, NBER Working Paper, No:6468, 1–63.

- Söyler, İ., (2001). “Türkiye’nin Dış Borçlarının Ekonomik Açıdan Değerlendirilmesi (Rasyo Analizleri)”, Maliye Dergisi, Sayı:138, 16–23.
- United Nations, (2016). “Inter-agency Task Force on Financing for Development”, Addis Ababa Action Agenda, Monitoring Commitments and Actions, Inaugural Report 2016, 1–153.
- Uygur, E., (2001). “Krizden Krize Türkiye: 2000 Kasım ve 2001 Şubat Krizleri”, Türkiye Ekonomi Kurumu Tartışma Metni, 1, 1–36.
- Yılcı, V., Özcan, B., (2008). “External Debt Sustainability of Turkey: A Nonlinear Approach”, International Research Journal of Finance and Economics, No:20, 91–98.

Araştırma Makalesi

**Türkiye’de Dış Borçların Sürdürülebilirliği ve Ekonominin Finansal Kırılganlığı
Üzerine Analizler: 1989–2019**

*Analysis on the Sustainability of External Debt and the Financial Vulnerability of the
Turkish Economy: 1989-2019*

Umut ÇAKMAK

Doç. Dr. Hacı Bayram Veli Üniversitesi

İİBF, İktisat Bölümü

umut.cakmak@hbv.edu.tr

<https://orcid.org/0000-0003-4307-4264>

Extensive Summary

The Turkish economy have been adopted an export-based growth model in 1980 with the January 24 Economic Stability Decisions. After these years, the Turkish economy have faced 3 main problems. These are the foreign trade deficit, high and chronic inflation and budget deficits. High public deficits, which continued to increase until 2001, led to a significant increase in the domestic debt stock. Declining budget deficits due to falling inflation rates after the 2001 crisis resulted in a significant reduction of the domestic debt stock. However, external debt stock has started to increase in the 2000s. Namely, domestic borrowing in the 1990s was replaced by foreign borrowing from the private sector in the 2000s.

Private sector external debt, which was about \$ 64 billion in 2004, has increased to \$ 316.5 billion in 2017. Private sector external debt increased approximately 4.2-fold over the period 2004-2019. However, when the period 1989-2019 is taken into account, private sector external debt, which rose from \$ 6.6 billion to \$ 273.7 billion, has increased 41-fold in this period. As a result of all these developments, Turkey's total gross external debt stock increased by nearly 10 times during the 1989-2019 period, from \$ 43.9 billion to \$ 436.9 billion. Thus, the debate on the sustainability of external debts has begun.

The aim of this article is to analyze the sustainability of foreign debt in the Turkish economy between 1989-2019 with the help of indicators taken into account by the World Bank and to determine the level of financial vulnerability of the Turkish economy.

World Bank considers 4 variables/ratios for sustainability of external debt: These are Total External Debt/GDP, Total External Debt/Exports, Total External Debt Service/Exports and Total External Debt Interest Service/Export. For these variables, 3 critical levels were determined as “low degree debtor”, “moderate degree debtor” and “high degree debtor”. When these four variables analyzed for Turkey in the 1989-2019 period, has reached the following conclusions.

After 2015, Total External Debt Interest Service/Export ratio “low degree debtor”, Total External Debt/Exports ratio “moderate degree debtor” has been included in the range; these two variables, Total External Debt Stock/GDP and Total Debt Service/Exports ratio “high degree debtor” position has taken place

In this study, a Financial Vulnerability Index (FVI) was also created.

In this context, 13 basic macro economic variables were selected for the Turkish economy and three different indexes (FVI) were derived. 11 of these 13 variables consisted of variables taken into account in the sustainability of external debts. These indexes (FVI), the threshold-value of which is 0.35, were successful in predicting both the 1994 and 2001 currency crises for it has produced strong signals in the years immediately preceding the two “home-made” crises. In contrast, none of the three different indexes produced a signal predicting the 2008-2009 crises. But considering the fact that the said crises was “imported” and not “home-made”, this is neither surprising nor can be construed as a failure to predict. However, rapid increases in external debt in the 2010s have led FVI to once again pass the threshold values in 2017. But in 2018 and 2019, index values have been decline again.

Two important conclusions have been reached in this article:

First, Turkey's external debt has not reached unsustainable levels yet. But, it is necessary to follow carefully the external debt which has been rapidly increasing trend in the 2010s.

Second, in order to solve the problem of foreign trade and current account deficit radically, to maintain foreign debt smoothly, to increase foreign exchange reserves and thereby to stabilize exchange rates and to reduce financial vulnerability in the economy, Turkey needs to focus on high value added exports that contain high technology products. Turkey should reconsider "the export-led growth strategy", which launched in 1980, and to increase its exports should search out new strategies.