

**İKTİSADİ BÜYÜME VE DIŞ KREDİLER:  
AMPİRİK BİR ÇALIŞMA**

Ebru YALÇIN

Uzmanlık Yeterlilik Tezi

Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası  
Dış İlişkiler Genel Müdürlüğü  
Ankara, Eylül 2005



**İKTİSADİ BÜYÜME VE DIŞ KREDİLER:  
AMPİRİK BİR ÇALIŞMA**

Ebru YALÇIN

Danışman  
Doç.Dr.Timur Han Gür

Uzmanlık Yeterlilik Tezi

Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası  
Dış İlişkiler Genel Müdürlüğü  
Ankara, Eylül 2005



## ÖNSÖZ

Uluslar arası ekonomi ve finans kapsamında, gelişmekte olan ülke dış borç ve sermaye hareketlerinin, ekonomik büyüme üzerindeki etkilerinin farklı ekonometrik tahmin yöntemleriyle test edilmesi ve ülke/dönem spesifik katsayıların analiz edilmesinin esas motivasyon unsuru olduğu bu çalışmada, kıymetli zamanlarını, yapıcı öneri ve eleştirilerini esirgemeyen başta danışmanım Doç. Dr. Timur Han Gür, tezin başlangıcından nihai halinin oluşumuna kadarki her aşamasında her türlü destek ve yardımlarını gördüğüm Arş. Gör. Dr. İsmail Çeviş'e, Dış İlişkiler Genel Müdürü Sn. Süha Mirahur'a, Genel Müdür Yardımcısı Y. Bora Enhoş'a, Kambiyo Mevzuatı Müdürü Sn. Ergun Dölek'e teşekkürü bir borç bilirim

Öte yandan sonsuz sabır , hoşgörü ve elden gelebildiğince yardım ve desteklerinden dolayı başta ailem olmak üzere, arkadaşlarım ve çalışma arkadaşlarıma da teşekkürlerimi sunarım.

**Ebru YALÇIN**

## İÇİNDEKİLER

	<b>Sayfa No</b>
ÖNSÖZ.....	i
İÇİNDEKİLER.....	ii
TABLO LİSTESİ.....	v
ŞEKİL LİSTESİ .....	vi
GRAFİK LİSTESİ .....	vii
KISALTMA LİSTESİ .....	viii
EK LİSTESİ.....	ix
ÖZET.....	xi
ABSTRACT.....	xii
GİRİŞ.....	1

## BİRİNCİ BÖLÜM

<b>İKTİSADİ BÜYÜME VE KALKINMA.....</b>	<b>4</b>
1.1. Sermaye Hareketlerinin Gelişimi.....	6
1.2. Ekonomik Büyüme ve Dış Krediler: Literatür Çalışması.....	8
1.2.1. Küreselleşme ve Sermaye Hareketlerinin İvmesi.....	8
1.2.2. Süreç İçerisinde Sermaye Hareketlerinin Ekonomik Büyüme Üzerindeki Etkilerini Değerlendiren Ampirik Çalışmalar.....	9
1.2.3. Doğrudan Yabancı Yatırımlar (DYY)'ın Ekonomik Büyüme Üzerindeki Etkisi: Seçilmiş Ampirik Çalışmalar.....	18
1.3. Genel Değerlendirme.....	20

## İKİNCİ BÖLÜM

<b>DIŞ KREDİLER.....</b>	<b>22</b>
2.1. Tanım.....	22
2.2. Çeşitleri.....	23
2.2.1. Orta ve Uzun Vadeli Dış Krediler.....	23
2.2.2. Kısa Vadeli Dış Krediler.....	23
2.2.3. Proje Kredileri.....	24
2.2.4. Program Kredileri.....	24
2.3. Kaynakları.....	25
2.3.1. Uluslar Arası Kuruluşlar.....	25
2.3.1.1. Dünya Bankası Grubu.....	26
2.3.1.2. Uluslar Arası Para Fonu.....	32
2.3.1.3. Avrupa Yatırım Bankası.....	37
2.3.2. Uluslar Arası Mali Piyasalar.....	38
2.4. Gelişmekte Olan Ülkelerde Dış Borçlanma.....	40

## ÜÇÜNCÜ BÖLÜM

<b>PANEL VERİ ANALİZİ.....</b>	<b>43</b>
3.1. Tanım.....	43
3.1.1. En Küçük Kareler (OLS) Modeli.....	44
3.1.2. Tek Faktörlü Sabit Etkiler (LSDV) Modeli.....	44
3.1.3. Tek Faktörlü Tesadüfi Etkiler (REM1) Modeli.....	45
3.1.4. Çift Faktörlü Sabit Etkiler (LSDV ve TIME) Modeli.....	48
3.1.5. Çift Faktörlü Tesadüfi Etkiler (REM2) Modeli.....	48

## DÖRDÜNCÜ BÖLÜM

<b>GELİŞMEKTE OLAN ÜLKELERDE EKONOMİK BÜYÜME VE DIŞ KREDİLER.....</b>	<b>49</b>
4.1. Veri Kaynakları .....	50
4.2. Verilerin Açıklaması ve Tanımlar.....	50
4.3. Ülkeler.....	52
4.4. Değişkenler.....	54
4.5. Ampirik Sonuçlar.....	55

4.5.1. OLS Tahmini.....	56
4.5.2. Tek Faktörlü Sabit ve Tesadüfi Etkiler Modeli.....	59
4.5.3. Çift Faktörlü Sabit ve Tesadüfi Etkiler Modeli.....	62
4.5.4. Model Seçimi.....	66

## **BEŞİNCİ BÖLÜM**

<b>SONUÇ VE ÖNERİLER.....</b>	<b>69</b>
KAYNAKÇA .....	72
EKLER .....	76



## TABLO LİSTESİ

	<u>Sayfa No</u>
Tablo 1.1. Çeşitli Sermaye Akımlarının Getiri ve Risk Durumları.....	17
Tablo 1.2. Sermaye Hareketleri ve Ekonomik Büyüme: Literatür Taraması.....	21
Tablo 2.1. 2004 Mali Yılı Verilerine Göre IBRD'ye Olan Toplam Borç Stokunun En Yüksek Olduğu Üye Ülkeler (Milyon USD).....	27
Tablo 2.2. Toplam Net Sermaye Girişleri(GOÜ) Milyon USD.....	41
Tablo 2.3. Dış Borç Göstergeleri (Yüzde).....	42
Tablo 4.1. Ülkeler.....	53
Tablo 4.2. Açıklayıcı Değişkenler.....	54
Tablo 4.3. OLS Tahmini ve Sonuçları.....	57
Tablo 4.4. LSDV Tahmini ve Test İstatistikleri.....	58
Tablo 4.5. Ülkelerin Spesifik Katsayılarının LSDV Modeli ile Tahmini.....	60
Tablo 4.6. Tek Yollu REM1 Tahmini ve Test İstatistikleri.....	61
Tablo 4.7. LSDV ve TIME Modeli Tahmini ve Test İstatistikleri.....	63
Tablo 4.8. Sabit Etkiler ve Dönem Etkilerinin LSDV ve TIME Modeli ile Tahmini.....	64
.....	
.....	
Tablo 4.9. REM2 Modeli Tahmini ve Test istatistikleri.....	66
Tablo 4.10. Alternatif Tahmin Yöntemleri .....	67

## ŞEKİL LİSTESİ

	<b><u>Sayfa No</u></b>
Şekil 1.1. Gelişmekte Olan Ülkelerde Toplam Net Sermaye Girişleri (Milyar ABD Doları).....	7
Şekil 1.2. Gelişmekte Olan Ülkelerde Toplam Net Sermaye Girişleri (Milyar ABD Doları).....	7
Şekil 2.1. Proje Kredileri.....	24
Şekil 2.2. Program Kredileri.....	24

## GRAFİK LİSTESİ

### Sayfa No

Grafik 2.1. Toplam Dış Borç Stoku, Gelişmekte olan Ülkeler.....40

## EK LİSTESİ

	<b><u>Sayfa No</u></b>
Ek 4.1. Afrika Ülkelerinde Gerçekleşen ve Tahmin Edilen Büyüme Oranları.....	77
Ek 4.2. Asya Ülkelerinde Gerçekleşen ve Tahmin Edilen Büyüme Oranları.....	78
Ek 4.3. Avrupa Ülkelerinde Gerçekleşen ve Tahmin Edilen Büyüme Oranları.....	80
Ek 4.4. Latin Amerika Ülkelerinde Gerçekleşen ve Tahmin Edilen Büyüme Oranları.....	80
Ek 4.5. Ortadoğu Ülkelerinde Gerçekleşen ve Tahmin Edilen Büyüme Oranları.....	84

## KISALTMA LİSTESİ

ABD	: Amerika Birleşik Devletleri
AYB	: Avrupa Yatırım Bankası
BIS	: Bank for International Settlements (Uluslar Arası Ödemeler Bankası)
BM	: Birleşmiş Milletler
CAS	: Country Assistance Strategy (Ülke Destek Stratejisi)
CRS	: Creditor Reporting System (Kreditör Raporlama Sistemi)
DAC	: Development Assistance Committee (Kalkınma Yardım Komitesi)
DPT	: Devlet Planlama Teşkilatı
DRS	: Debtor Reporting System (Borclu Raporlama Sistemi)
DYY	: Doğrudan Yabancı Yatırımlar
DW	: Durbin-Watson
EFF	: Extended Fund Facility (Genişletilmiş Fon Kolaylığı)
ESAF	: Enhanced Structural Adjustment Facility (Genişletilmiş Yapısal Uyum Kolaylığı)
GDF	: Global Development Finance (Küresel Kalkınma Finansı)
GOÜ	: Gelişmekte Olan Ülkeler
GMM	: Generalized Method of Moments (Genelleştirilmiş Momentler Yöntemi)
GRA	: General Resources Account (Genel Kaynaklar Hesabı)
GSMH	: Gayrisafi Millî Hasıla
GSYİH	: Gayrisafi Yurtiçi Hasıla
HIPC	: Heavily Indebted Poor Countries (Ağırca Borçlu Fakir Ülkeler)
IBRD	: International Bank for Reconstruction and Development (Uluslar Arası İmar ve Kalkınma Bankası)
ICSID	: International Center for the Settlement of Investment Disputes (Yatırım Uyuşmazlıklarının Çözümü için Uluslar Arası Uzlaşma ve Tahkim Kurulu)

IDA	: International Development Association (Uluslar Arası Kalkınma Birliği)
IFC	: International Finance Corporation (Uluslar Arası Finans Şirketi)
IFS	: International Financial Statistics (Uluslar Arası Mali İstatistikler)
IMF	: International Monetary Fund (Uluslar Arası Para Fonu)
LDC	: Less Developed Countries (Az Gelişmiş Ülkeler)
LIBOR	: London Interbank Offer Rate (Londra Bankalararası Faiz Oranı)
LM	: Lagrange Multiplier (Lagrange Çarpanı)
LSDV	: Least Square Dummy Variable (En Küçük Kareler Kukla Değişkeni)
MIGA	: Multilateral Investment Guarantee Agency (Çok Taraflı Yatırım Garanti Ajansı)
OECD	: Organization for Economic Co-operation and Development (Ekonomik İŞbirliği ve Kalkınma Örgütü)
OEEC	: Organization for European Economic Co-operation (Avrupa Ekonomik İŞbirliği Organizasyonu)
OLS	: Ordinary Least Squares (En Küçük Kareler)
PIN	: Public Information Notice (Kamu Bilgi Notu)
PRGF	: Poverty Reduction and Growth Fund (Fakirliği Azaltma ve Büyüme Fonu)
REM	: Random Effects Model (Tasadüfi Etkiler Modeli)
SAL	: Structural Adjustment Loan (Yapısal Uyum Kredisi)
SBA	: Stand-by Anlaşması
SDR	: Special Drawing Rights (Özel Çekme Hakkı)
SRF	: Supplemental Reserv Facility (Ek Rezerv Kolaylığı)
TSLs	: Two-Stage Least Squares (İki AŞamalı En Küçük Kareler)
TÜFE	: Tüketici Fiyat Endeksi
UNCTAD	: United Nations Conference on Trade on Development (Birleşmiş Milletler Ticaret ve Kalkınma Konferansı)
VAR	: Vector Auto Regression (Vektör Otoregresyon)
WDI	: World Development Indicators (Dünya Kalkınma Göstergeleri)

## ÖZET

Bu çalışmanın amacı, dış kredi, doğrudan yabancı yatırım ve portföy yatırımlarının ekonomik büyüme üzerindeki etkilerinin değerlendirilmesidir. Bu amaçla, 1980'lerden günümüze dış kredi ve sermaye hareketleri incelenmiş ve ekonomik büyüme ile sermaye hareketleri arasındaki etkileşimin derecesi, çeşitli coğrafyalardan çok sayıda gelişmekte olan ülke verisi kullanılarak ortaya konmaya çalışılmıştır. Kurulan ekonometrik modelde ekonomik büyüme, temel olarak sermaye hareketlerini ifade eden toplam beş değişken ile açıklanmaya çalışılmıştır. Bu değişkenler, yatırım ve borç değişkenleri ile büyüme değişkenleri olarak ayrıştırılmıştır.

Sözkonusu ilişkiyi açıklamakta kullanılan tahmin yöntemi panel veri analizidir. Ülke ve dönem spesifik faktörler, 31 gelişmekte olan ülkeyi içeren model çerçevesinde değerlendirilmiştir. Çalışmadan ortaya çıkan en önemli bulgu, düşünülenin aksine sermaye hareketleri ile ekonomik büyüme arasındaki ilişkinin yüksek olmadığıdır. Çalışmada öne çıkan diğer bir bulgu ise ülke ve dönem spesifik etkilerin analizin açıklama gücünü ciddi bir biçimde artırmamasıdır. Yani ülkeler arası farklılıklar ve dönemler, ekonomik büyüme ile sermaye hareketleri ilişkisinde önemli açıklayıcı faktörler olmaktan uzaktır.

**Anahtar Kelimeler:** Uluslar Arası Sermaye Hareketleri, Ekonomik Büyüme, Panel Veri Analizi

## ABSTRACT

The purpose of this study is to evaluate the varying effects of the foreign loans, credits, foreign direct investment and portfolio investments on economic growth. For such purpose, from the 1980's to the present, foreign loans and capital flows have been studied, and the degree and the magnitude of the relationship between capital flows and economic growth have been put forward by considering the data from a number of developing countries with different regions of the world. In the econometric model built in this study, economic growth is tried to be explained with the help of five explanatory variables which mainly express capital flows. These variables are then distinguished as; investment, debt and growth variables.

Panel data analysis is the suitable estimation method in order to explain the relationship between economic growth and capital flows. Country and time specific factors, evaluated in a model consisting of 31 countries. The most striking finding of this analysis is that the relationship between capital flows and economic growth is not that significantly high on the contrary to the general opinion. The other main finding of this study is that country and time specific factors have not made significant contribution to the explanatory power of analysis. It means that the differences among countries and time specific factors are far away from being important explanatory variables in the relation between economic growth and capital flow movements.

**Key Words:** International Capital Flows, Economic Growth, Panel Data Analysis.



## GİRİŞ

Bu çalışmanın amacı, dış kredi, yabancı doğrudan ya da portföy yatırımlarının ekonomik büyümeye etkisi konusunda alternatif bir çerçeve geliştirmektir. Yabancı sermayenin ekonomik büyümeye etkisini inceleyen çalışmalar 1950'lerden bu yana yapılagelmektedir. Araştırmacılar bu konuda çeşitli ekonometrik teknikler uygulamışlardır. Teorik ve ampirik açılardan, özellikle modele alınacak değişkenler konusunda tartışmalar olsa da yapılan ampirik çalışmalar, küresel ekonomik ve mali sistemdeki birimler açısından oldukça faydalı olmuştur.

Ekonomik büyüme üretim kapasitesindeki artış olarak tanımlanabilir. Yaygın kullanılan üretim fonksiyonlarında sermaye ve işgücü temel değişkenlerdir. Üretim kapasitesindeki artış, sermaye ve işgücü ile gerçekleştirilebilir. Bu fonksiyonunun birinci dereceden türevi alınırca, bu özdeşlik bir büyüme denklemine dönüşmektedir. Yani açıklanan değişken nominal GSMH'deki yüzde değişimdir.

Bu çalışma, dış kredi, doğrudan yabancı ve portföy yatırımlarının ekonomik büyüme üzerindeki etkisini panel veri analizi ile tahmin etmeye çalışmaktadır. Veri seti toplam 31 tane orta ve düşük gelirli gelişmekte olan ülkenin 1982 ile 2003 yılları arasındaki 22 yıllık dönem içerisindeki verilerini içermektedir. Örneklemdeki ülkelerin esas alınmasındaki kriterler, öncelikle Türkiye gibi, gelişmekte olan ülke olmaları ve uluslar arası mali arenada, dış borç ve sermaye hareketleri kapsamında aktif rol oynamalarıdır. Veriler, Dünya Bankası veri setinden alınmıştır.

Panel veri analizinin yatay kesit ve zaman serisi verileri üzerinde bazı önemli avantajları bulunmaktadır. Öncelikle, araştırmacıya sadece yatay kesit veya zaman serisi verilerinin kullanılmasından daha fazla veri kullanma

olanağı sağlar. Bu da tahminlerdeki serbestlik derecesini artırarak, tahminlerin daha etkin olmasını sağlar.

İkinci olarak, panel veri analizi açıklayıcı değişkenler arasındaki bağlantıyı düşürmeye yarar. Son olarak da panel veri analizi dönemler itibariyle grupların veri bir örneğini baz alsa da, gruplara ve döneme özgü spesifik etkileri ve konjonktürel değişimleri hesaba katar. Yabancı sermaye ile ekonomik büyüme ilişkisinin incelenmesinde ülkenin kendine has koşullarının ve içinde bulunulan uluslar arası ekonomik ve mali gelişmelerin hesaba katılması gerekmektedir. Dolayısı ile dış kredi ve yatırımlar ile ekonomik büyüme ilişkisi ülke ve dönem spesifik etkilerin de incelenmesini gerektirmektedir. Bu etkiler her ülke ve dönem için sabit olabileceği gibi tesadüfi de olabilir. Bu nedenle panel veri analizi en uygun teknik olarak karşımıza çıkmaktadır.

Panel veri analizinde iki önemli nokta bulunmaktadır. Bunlar; heterojenlik ve seçkinlik eğilimidir. Eğer bir modelin parametre değerleri yatay kesit birimler için dönemler boyunca sabit kalsa da, sonuçlar yanlış olabilir. Kesişim katsayıları arasında heterojenlik ortaya çıkar ya da bu durum eğim ve kesişim katsayıları arasında meydana gelebilir. Aynı şekilde, modelin kesişim katsayıları ve eğimi gruplar arasında aynı olsa da, dönem içinde değişebilir. İkinci eğilim, örneklem bir kitleden tesadüfi olarak çekilmemişse ortaya çıkacaktır.

Panel veri analizi tek ve çift faktörlü modellerin kullanılmasıyla yapılmıştır. Analizin amacı, dış kredi, doğrudan yabancı yatırım ve portföy yatırımlarının ekonomik büyüme üzerindeki rolünün belirlenmesinde ülke-spesifik ve dönem-spesifik faktörlerin önemini test etmektir.

Bu çalışmanın diğer çalışmalardan ayrılan üstünlükleri, sermaye hareketlerinin sanıldığı aksine ekonomik büyüme artışında fazla önemli bir rolü olmadığı ve ülke ve dönem spesifik etkilerinin ampirik çalışmalardaki önemini ortaya koymasındır. Öte yandan çalışma süresince gerçekleştirilen regresyon analizlerinde, bağımlı değişkenin bir dönem gecikmeli değeri düşük ve orta gelirli gelişmekte olan ülkeler açısından farklı sonuçlar

vermiştir. Buna göre, sermaye hareketlerinin daha çok orta gelirli gelişmekte olan ülkelere yöneldiği söylenebilir.

Modellerde toplam beş adet açıklayıcı değişken kullanılmıştır. Bu değişkenler, yatırım değişkenleri, borç değişkeni ve büyüme değişkenleri olarak gruplandırılmıştır.

Bu çalışmada, beş bölüm bulunmaktadır. Birinci bölümde ekonomik büyüme ve kalkınma kavramları ile temel ekonomik büyüme modelleri tanıtılmıştır. Birinci bölümün sonunda da yabancı sermaye ve ekonomik büyüme konusunda yapılan ampirik çalışmalar incelenmiştir.

İkinci bölümde dış krediler ve gelişmekte olan ülkelerde dış borçlanma irdelenmiştir. Dış krediler kaynakları, amaçları ve süreleri itibarıyla ayrıştırılmış, uluslar arası kurumlar tanıtılmıştır. Uluslar arası mali sistemin gelişimi ve sermaye hareketleri incelenmiştir.

Üçüncü bölümde panel veri analizinin teorik çerçevesi tanıtılmıştır. Model ve tahmin yöntemleri açıklanmıştır. Bölümün başlangıcında OLS modeli ve temel varsayımları açıklanmıştır. Gruplararası heterojenlik ve buna dayalı olan diğer modeller daha sonraki modellerde ortaya konmuştur. Öncelikle gruplara özgü spesifik koşullar, daha sonra grup ve zamana özgü spesifik koşullar bu heterojen modeller çerçevesinde incelenmiştir. Her iki modelde de sabit ve tesadüfi etkiler tahminleri yer almaktadır.

Dördüncü bölüm ise uygulama bölümüdür. Panel veri analizi ile elde edilen sabit ve tesadüfi etkilerin model tahmin sonuçları araştırılmıştır. Alternatif tahmin yöntemleri ve ortaya çıkan sonuçlar tartışılmıştır.

Beşinci bölümde ise, sonuç ve değerlendirme ile öneriler yer almaktadır.

## BİRİNCİ BÖLÜM

### İKTİSADİ BÜYÜME ve KALKINMA

Öncelikle İktisadi büyüme ve kalkınma kavramlarının anlatılacağı bu bölümde, daha sonra sermaye hareketleri, sermaye hareketlerinin gelişimi anlatılacak ve bölüm sonunda da dış kredilerin ekonomik büyüme üzerindeki etkilerini içeren ampirik çalışmalar literatürü yer alacaktır.

İktisadi büyüme, genel anlamda bir ekonominin üretim kapasitesindeki artıştır. Üretim kapasitesindeki artış Gayrisafi millî hasıla (GSMH), GSYİH (Gayrisafi yurtiçi hasıla) ya da kişi başı GSMH veya GSYİH'daki artış ile ölçülür. GSMH, bir ekonomide bir yıl içinde üretilen nihai mal ve hizmetlerin toplam değeridir. GSYİH ise sadece ülke sınırları içinde üretilen mal ve hizmet toplamını kapsamaktadır. Yerleşiklerin yurtdışında gerçekleştirdikleri mal ve hizmet üretimi GSYİH'nın dışındadır. Dolayısıyla, GSMH, GSYİH'ya göre daha geniş kapsamlıdır.

GSMH, harcamalar, katma değer ya da üretici fiyatları yöntemiyle hesaplanır. Harcama yöntemiyle hesaplanan GSMH'de kamu ve özel sektörün bir yıl içinde gerçekleştirdikleri nihai tüketim, yatırım ve dış ticaret (ihracat–ithalat) harcamaları, söz konusu harcamalara konu olan mal ve hizmetlerin birim fiyatlarıyla çarpılırken, üretici fiyatları yönteminde; tarım, sanayi ve hizmetler sektörlerinde üretilen mal ve hizmetlerin birim fiyatları, üretilen miktar ile çarpılır. Üretilen mal ve hizmetlerin birim fiyatları ile üretilen miktarın çarpılması aynı zamanda sektörün yarattığı katma değeri gösterir. Dolayısıyla, üretici fiyatları ile hesaplanan GSMH'da, üretime konu olan sektörlerin yarattığı katma değer önemlidir. Ekonominin üretim kapasitesi bu katma değerlerin toplamından oluşur. Söz konusu kapasitenin artması, üretim ve dolayısıyla iktisadi büyüme artışı anlamındadır (Gillis ve diğerleri, 1996, s. 36-37).

GSMH ve GSYİH hesaplamasında, kamu ve özel sektörün fiziki yatırım harcamalarını (altyapı, makine, teçhizat vs.) yansıtan gayrisafi sabit sermaye oluşumu, iktisadi büyüme bakımından oldukça önemlidir. Gayrisafi sabit sermaye oluşumunun toplam harcamalar içindeki payı ve gelişme hızının diğer harcamalara göre daha yüksek olması gerekir. Ancak, Türkiye gibi gelişmekte olan ülkelerde tersi bir durum söz konusudur. Diğer harcamaların ve özellikle tüketim harcamalarının payı ve gelişme hızı oldukça yüksektir.

GSMH ve GSYİH reel ve nominal bazda gösterilir. Nominal GSMH ve GSYİH hesaplamasında üretilen mal ve hizmetlerin nihai miktarları cari yılın fiyatlarıyla çarpılırken, reel GSMH ve GSYİH'da baz yıl fiyatlarıyla çarpılmaktadır.

Reel GSMH ve GSYİH'nın fiyatlar genel seviyesindeki değişimi yansıtmasından dolayı, ülkeler arasındaki iktisadi büyüklük karşılaştırmasında, nominal değerlere göre daha gerçekçi sonuçlar ortaya koyduğu söylenebilir. Dolayısıyla iktisadi büyüme, söz konusu değişkenlerdeki reel artış şeklinde de yorumlanabilir.

Ekonomik kalkınmada ise, ekonomik büyümenin yanında

Sanayi sektörü üretiminin tarım sektörüne oranla daha yüksek olması,

Nüfusun kırsal kesimden ziyade kentlerde yoğunlaşması,

Nüfus artışının başlangıçta nisbeten hızlı iken, ilerleyen dönemlerde yavaşlayarak düşmesi,

Tüketim eğiliminin zorunlu tüketim mallarından daha az zorunlu veya lüks tüketim mallarına doğru yönelmesi gerekmektedir (Gillis ve diğerleri, 1996).

Dolayısıyla, büyüme, kalkınma için gerekli bir koşul olup, yeterli değildir.

## 1.1. Sermaye Hareketlerinin Gelişimi

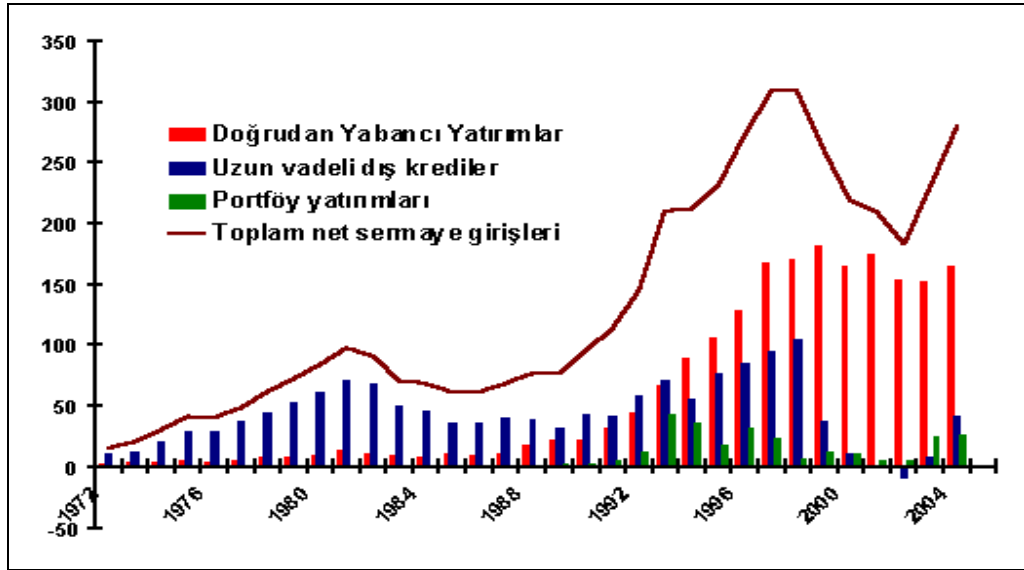
Sermaye Hareketleri, dış kredi, doğrudan yabancı yatırım, portföy yatırımları, dış yardım ve hibelerden oluşmaktadır. Bu çalışmada, dış kredilerin ekonomik büyüme üzerindeki olumsuz etkileri, buna karşılık portföy yatırımı ve doğrudan yabancı yatırım şeklinde gelen yatırımların olumlu yönleri vurgulanacaktır.

Sermaye hareketlerinin yönü günümüzde daha çok gelişmiş ülkelerden gelişmekte olan ülkelere doğrudur. Bu durum literatürde itici ve çekici faktörler ile küreselleşmeye bağlanmaktadır. İtici faktörler, reel faiz oranları, bölgesel ticaret anlaşmaları, teknolojik gelişmeler ve maliyet azalışı, türev araçlardır. Çekici faktörler ise, makroekonomik istikrar, ekonominin büyüklüğü, dışa açıklık derecesi, finansal gelişmişlik, siyasi risk, coğrafi bölge, doğal kaynaklar, vergi teşvikleri, işçi ücretlerinin görece olarak düşüklüğü sayılabilir.

Bir diğer kavram olan küreselleşme de sermaye hareketlerindeki artış ve trendindeki değişimi açıklamaktadır. Küreselleşme, uluslar arası ekonomi ve finans kapsamında değerlendirildiğinde, mal, para ve sermaye hareketlerinin serbestleşmesi dünya ekonomilerinin tek bir ekonomi haline gelmesi anlamında bir olgudur. Teknolojik gelişmeler ve bilgi birikimi artışı, giderek artan para, mal ve sermaye hareketlerinin bu gidişatına olumlu katkıda bulunmaktadır.

1970'lerden bu yana gelişmekte olan ülkelerde toplam net sermaye girişlerine bakıldığında, Şekil 1. 1.'de toplam net sermaye girişlerinin sürekli bir artış trendinde olduğu, ancak 1982'deki Borç Krizi ve 1997 Asya Krizi sonrasındaki küresel ekonomik ve mali gelişmelere bağlı olarak, bu dönemlerde azaldığı gözlemlenmektedir. Yine aynı kapsamda, 1990'lardan sonra dünyadaki genel ekonomik ve mali entegrasyon hareketlerine bağlı olarak sermaye hareketlerinin hızla yükseldiği görülmektedir.

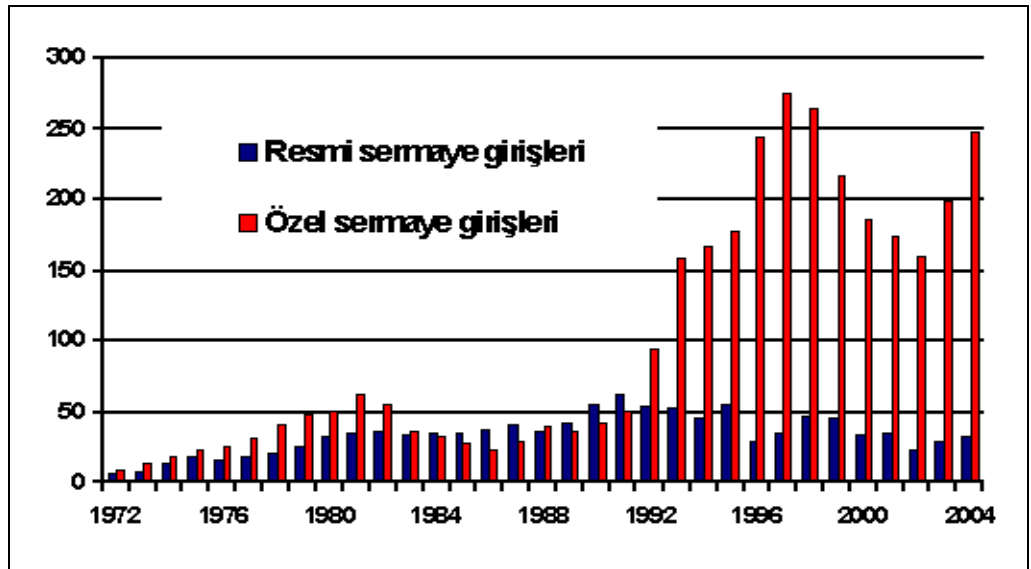
Bir diğer göze çarpan unsur, başlangıçta dış krediler, toplam net sermaye girişleri içinde oldukça yüksek bir paya sahipken, daha sonra doğrudan yabancı yatırımlar ve portföy yatırımları şeklinde gelen özel sermaye yatırımlarının artış kaydettiği görülmektedir.



Şekil 1. 1: Gelişmekte Olan Ülkelerde Toplam Net Sermaye Girişleri (Milyar ABD Doları)

Kaynak: Dünya Bankası, GDF, 2005

Aynı durum Şekil 1. 2'den de görülmektedir.



Şekil 1. 2: Gelişmekte Olan Ülkelerde Toplam Net Sermaye Girişleri (Milyar ABD Doları)

Kaynak: Dünya Bankası, GDF, 2005

Uzun vadeli dış kredilerin içinde bulunduğu resmi sermaye girişleri, portföy yatırımları ve doğrudan yabancı yatırım girişlerinin içinde bulunduğu

özel sermaye girişlerinin oldukça altında kalmaktadır. Özel sermaye girişleri özellikle 1990'lardan sonra oldukça yüksek boyutlara ulaşmıştır.

## **1.2. Ekonomik Büyüme ve Dış Krediler: Literatür Çalışması**

### **1.2.1. Küreselleşme ve Sermaye Hareketlerinin İvmesi**

1980'lerden sonra küreselleşmenin hızlanması ile ülkeler arasındaki ekonomik, siyasi ve sosyal entegrasyonun artması, sermaye hareketleri üzerindeki doğrudan ve dolaylı kontrollerin azaltılması ve sermaye hareketlerinin büyük ölçüde serbestleşmesiyle söz konusu sermaye hareketlerinin, dünya ekonomisinin büyüme ve kalkınmasındaki önemi de artmıştır. 1970'lerden sonra gelişmiş ve gelişmekte olan ülkeler arasında başlayan bu sermaye alışverişi başlangıçta öncelikle ülkeden ülkeye resmi, sonrasında ise daha çok ticari krediler şeklindeydi. Ancak daha sonra 1980'ler ve özellikle de 1990'lardan sonra gelişmiş ülkelere gelen sermaye girişi DYY yanında, portföy yatırımlarına dönüşmüştür (Bosworth ve Collins, 1999).

Yabancı sermayenin gerek bir bütün olarak ve gerekse ayrı ayrı ekonomik büyüme üzerindeki etkilerinin incelendiği ampirik çalışmalara bakıldığında, elde edilen sonuçlar yabancı sermayenin ekonomik büyümeyi daha çok pozitif yönde etkilediği şeklinde olduğudur (Waheed, 2004).

Öte yandan World Bank (2001)'de de, sermaye hareketlerinin ülkedeki toplam faktör verimliliği ve sermaye birikimini artırdığı süreçte ekonomik büyümeyi olumlu yönde etkilediği ileri sürülmüştür. Yine aynı çalışmada, sermaye hareketlerinin volatilitésinin yüksek olması ve sermaye girişlerinin yöneldiği ülkelerdeki altyapı yetersizliği, bürokratik engeller vs gibi sorunlara bağlı olarak söz konusu akımların ekonomik büyüme üzerindeki etkilerinin negatif olabileceği de eklenmiştir.

Hansen ve Tarp(2001)'in çalışmasında sermaye girişleri ile ekonomik büyüme arasındaki ilişkiyi inceleyen ampirik çalışmalar literatürü üçe ayrılmıştır. Buna göre birinci nesil çalışmaların Harrod-Domar, ikinci nesil çalışmaların Harrod-Domar ve Solow, üçüncü nesil çalışmaların ise, endojen büyüme modellerini temel aldığı tesbit edilmiştir. Endojen büyüme modelinin



temel alındığı ampirik çalışmalarda açıklayıcı değişkenlerin, sermaye akımlarının çeşitleri yanında ekonomik, siyasi ve sosyal göstergeleri de içerdiği tesbit edilmiştir. Öte yandan üçüncü nesil çalışmalarda büyük ölçüde dünyadaki genel iş çevrimleri ve ülkelere özgü spesifik etkilerin de hesaba katılmasına imkan veren panel veri analizinin kullanılmaya başlandığı belirtilmiştir.

Ekonomik büyümede rol oynayabilecek temel faktörlerin etkilerinin derecesi ve yönünü belirlemek amacıyla yapılan ampirik çalışmaların temelini Cobb-Douglas üretim fonksiyonu oluşturmaktadır. Bilindiği üzere, sermaye, işgücü ve teknoloji bu fonksiyondaki temel değişkenlerdir. Dolayısıyla, oluşturulan regresyon denklemlerinde ele alınan değişkenler de söz konusu bu üretim faktörleri göz önüne alınarak belirlenmiştir (Kormendi ve Meguire, 1985; Barro, 1991, 1996; Fischer, 1991, 1993; Levine ve Renelt, 1992).

### **1.2.2. Süreç İçerisinde Sermaye Hareketlerinin Ekonomik Büyüme Üzerindeki Etkilerini Değerlendiren Ampirik Çalışmalar**

Papanek (1973)'in çalışmasında yurtiçi tasarruflar, dış yardımlar, yabancı özel yatırımlar, diğer yabancı sermaye girişlerinin ekonomik büyüme katkısının pozitif olduğu tesbit edilmiştir. Ancak dış yardımların ekonomik büyümeye etkisi, yabancı özel yatırımlar ve diğer yabancı sermaye girişlerine göre daha yüksek ve anlamlı çıkmıştır. Öte yandan bu etkinin Asya ülkelerinde pozitif ve anlamlı olduğu görülmüştür. Analizde açıklayıcı değişkenlerin<sup>1</sup> GSYİH'ya oranı veri olarak kullanılmıştır. GSYİH'daki yıllık artış bağımlı değişken olarak alınmıştır. Papanek'e göre dış yardımlar ve diğer sermaye girişleri ekonomik büyümeyi yurtiçi tasarruflara katkıda bulunarak artırmaktadır. OLS'nin kullanıldığı çalışmada, 1950-60 yılları arasındaki dönem için 34, 1960-70 arasındaki dönem için ise 51 Az Gelişmiş Ülkeler (LDC) analize dahil edilmiştir. Sonradan analize dahil edilen ihracat artış oranı, eğitim seviyesi ve imalat sanayi hacmi gibi diğer açıklayıcı değişkenlerin ekonomik büyüme üzerindeki etkisinin istatistiksel olarak anlamlı olmadığı görülmüştür. Papanek'in çalışmasının en önemli özelliği,

<sup>1</sup> Dış yardımlar; hükümetin sağladığı net transferler ve uzun vadeli kamu borçları, yabancı özel yatırımlar; özel sektörün uzun vadeli borçlanması ve net doğrudan yabancı yatırımlardır. Diğer yabancı sermaye girişleri, net özel transferler, net kısa vadeli borçlanma, diğer sermaye girişleri ve ödemeler dengesindeki net hata ve noksan kalemdir. Tüm açıklayıcı değişkenlerin GSYİH içindeki payları veri alınmıştır.

farklı sermaye akımlarının ekonomik büyüme üzerindeki etkilerinin de farklı olacağı konusunda yapılan ilk çalışmalardan biri olmasıdır.

Stoneman (1975) 'ın çalışmasında, tasarruflar, net doğrudan yabancı yatırımlar (DYY) akımları, dış yardımlar ve diğer uzun vadeli sermaye girişlerinin ekonomik büyümeye katkısının pozitif olduğu tesbit edilmiştir. Özellikle de DYY'ların akım değerleri ile ekonomik büyüme arasında pozitif, ancak anlamsız bir ilişki bulunmuştur. Ancak DYY'ların stok değerlerinin ekonomik büyümeye etkisinin negatif ve anlamlı olduğu bulunmuştur. Açıklayıcı değişkenlerin GSYİH'ya oranı veri alınmıştır. Bağımlı değişken GSYİH'daki yıllık artıştır. Değişkenlere ilişkin veri tabanları Uluslar Arası Para Fonu (IMF), Ekonomik İşbirliği ve Kalkınma Örgütü (OECD), Birleşmiş Milletler Ticaret ve Kalkınma Konferansı (UNCTAD) ve Dünya Bankası yayınlarıdır. Ülkeler, basit, genişletilmiş ve sınırlı şeklinde üçe ayrılmıştır. Basit ülke ayrımında, 188, genişletilmişde 211, sınırlı kategoride ise 138 ülke bulunmaktadır. Öte yandan 188 ülkenin bulunduğu veri seti Latin Amerika, Afrika ve Asya bölgesi olarak da üçe ayrılmıştır. Çalışmanın kapsadığı dönem olan 1950-70 dönemi de 1950'lerin başı ve sonu, 1960'ların başı ve sonu olarak da dörde ayrılmıştır. Yöntem En Küçük Kareler (OLS)'dir. Stoneman'ın çalışmasında da sermaye girişlerinin ekonomik büyümeye katkısının en yüksek olduğu ülke grubunun Asya ülkeleri olduğu görülmüştür. Çalışmanın en önemli özelliği, sermaye girişlerinin etkisini ödemeler dengesi tablosu ve ekonominin yapısı üzerindeki etkisi olmak üzere iki yönden değerlendirmesidir. Buna göre akım değerlerin yanında stok değerleri de analizine dahil eden Stoneman'da, akım değerlerin ödemeler dengesi tablosu üzerindeki olumlu etkilerine karşılık stok değerlerin yapısal denge üzerindeki olumsuz etkileri nedeniyle ekonomik büyümeyi negatif yönde etkileyeceği sonucuna varılmıştır. Stokların nedeninin yabancı sermaye girişlerinin istenen yönde değerlendirilememesine ve beklenen sonuçları yaratamamasına bağlı olduğu ileri sürülmüştür.

Balassa (1978) 'nın çalışmasında ihracat artışı üzerinde duran ekonomi politikalarının, ithal ikameci büyüme politikalarına göre daha etkili olduğu sonucuna varılmıştır. Açıklayıcı değişkenlerin, işgücü, iç ve dış sermaye ile ihracat olarak belirlendiği çalışmada, üretim artışı bağımlı

değişkendir<sup>2</sup>. Katsayıları pozitif ve anlamlı çıkmıştır. Toplam 11 Gelişmekte Olan Ülkeler (GOÜ) ve 1960-1973 döneminin incelendiği çalışmada OLS kullanılmıştır.

Gulati (1978) 'de, Galbraith hipotezi<sup>3</sup> test edilmiştir. Buna göre, Galbraith'in yabancı sermaye girişlerinin sermaye birikiminin düşük olduğu LDC'lerde ekonomik büyümeye katkısının daha yüksek olduğu savı doğrulanmıştır. Asya ve Latin Amerika ülkeleri olarak ayrılan ülkeler için, sermaye girişlerinin Asya ülkelerinde ekonomik büyümeye katkısının Latin Amerika grubuna göre daha yüksek olduğu ortaya çıkmıştır. Açıklayıcı değişkenlerin yurtiçi tasarruflar ve yabancı sermaye girişleri olarak belirlendiği çalışmada, bağımlı değişken GSYİH'daki yıllık artıştır. Tüm açıklayıcı değişkenlerin GSYİH'ya oranı veri alınmıştır. Toplam 38 ülke ve 1960-1970 dönemi incelenmiş, OLS kullanılmıştır.

Mosley (1980) 'in çalışmasında, dış yardımlar, diğer sermaye girişleri ve tasarruflar ile ekonomik büyüme arasındaki ilişki negatif ve anlamsız çıkmıştır. Mosley'in çalışmasının diğer çalışmalardan ayrılan özelliklerinden biri, dış yardımlar ile ekonomik büyüme arasındaki ampirik ilişkinin sadece tek yönlü değil, aynı zamanda çift yönlü de olduğudur. Bir diğeri, dış yardımların ekonomik büyüme üzerindeki etkilerinin gecikmeli olduğudur. Bu çalışmada, OLS ve İki Aşamalı En Küçük Kareler (TOLS) tahmin yöntemleri kullanılmıştır. OLS yapılan analizdeki bağımlı değişken dış yardımlardır. TOLS yapılan analizdeki bağımlı değişken reel GSYİH'daki yıllık artıştır. OLS yapılan analizdeki açıklayıcı değişkenler, kişi başı GSMH, tasarruflar ve diğer sermaye girişleridir. Bu değişkenlerin ayrı ayrı dış yardımlar üzerindeki etkileri negatif ve anlamsız çıkmıştır. TOLS yapılan analizdeki açıklayıcı değişkenler; dış yardımlar, dış yardımların beş yıl gecikmeli değerleri, diğer sermaye girişleri, diğer sermaye girişlerinin beş yıl gecikmeli değerleri ve

---

<sup>2</sup> Yabancı sermaye incelenen dönemdeki cari işlemler dengesi, yurtiçi sermaye ise sabit sermaye oluşumu ile cari işlemler dengesi arasındaki farkın ortalamasıdır. Veri seti bağımsız değişken ve açıklayıcı değişkenlerin başlangıç ve gözlem dönemi sonundaki değeri arasındaki farkın mutlak değerinin başlangıç değerine bölünmesi ile oluşturulmuştur.

<sup>3</sup> Galbraith hipotezi: Bu hipoteze göre ülkeler 1. ve 2. Model Ülkeler olmak üzere ikiye ayrılmıştır. 1. Model ülkeler, sermaye birikiminin düşük olduğu, 2. Model ülkeler ise sosyo-politik ve kültürel göstergelerin zayıf olduğu ülkelerdir. Buna göre her iki model ülke "Üçüncü Dünya Ülkeleri" adı altında tek bir kategoride toplanmış ve sermaye akımlarının sermaye birikiminin düşük olduğu ülkelerde ekonomik büyüme açısından daha faydalı olacağı ileri sürülmüştür. 1. Model ülkeler; Kosta Rika, Mısır, Gana, Hindistan, Endonezya, İran, İsrail, Malzeya, Meksika, Nijerya, Pakistan, Filipinler, Güney Kore, Sri Lanka, Tayvan, Tayland ve Venezüella. 2. Model ülkeler; Arjantin, Bolivya, Brezilya, Şili, Kolombiya, Dominik Cumh., Ekvador, El Salvador, Guatemala, Honduras, Irak, Kenya, Fas, Nikaragua, Paraguay, Peru, Sudan, Suriye, Tunus, Uganda ve Uruguay.

tasarruflardır. Ampirik analiz için değişkenlere ilişkin veriler incelenen dönem sonundaki GSMH'ye oranlanmış, sonra bu değerlerin gözlem dönemine bağlı olarak ortalama değeri alınmıştır. Diğer sermaye girişleri; toplam net sermaye girişleri eksi diş yardımlardır. Veriler, Dünya Bankası'ndan alınmıştır. Diş yardımlar, OECD'deki Kalkınma Yardım Komitesi (DAC)'ndeki ülkelerin ve diğer uluslar arası kurumların diğer ülkelere sağladıkları fonların toplamıdır. OECD'den alınmıştır. İncelenen ülke sayısı 83'tür. Dönem 1969-77 aralığıdır. TSLS analizinde hem gecikmeli hem de gecikmesiz değerler kullanılmıştır. OLS'de ise lagsiz değerler alınmıştır. Gecikmeli analizde açıklama katsayısı yükselmiştir. İncelenen 83 ülke düşük ve orta gelirli ülkeler olarak ikiye ayrılmıştır. Düşük gelirli ülkelerin bulunduğu kısımda 30 ülke vardır. Orta gelirli ülke grubunda 53 ülke bulunmaktadır. Düşük gelirli ülke grubunda diş yardımların gecikmeli değerlerinin ekonomik büyümeye katkısı pozitif ve anlamlı çıkmıştır.

Dowling and Hiemenz(1983)'in çalışmasında, diş yardımlar, yabancı özel sermaye girişleri, yurtiçi tasarruflar ve diğer politika değişkenleri ile ekonomik büyüme arasında pozitif ve anlamlı bir ilişki olduğu saptanmıştır. Politika değişkenleri, dışa açık ekonomi (ihracat ve ithalat toplamı), toplam vergi gelirlerinin GSYİH'ya oranı, toplam kamu harcamalarının GSYİH'ya oranı ve M2 para tabanının GSYİH'ya oranı (financial repression)dır. 52 Asya ülkesi ve 1968-79 döneminin incelendiği çalışmada OLS kullanılmıştır. İhracat ve ithalat toplamının GSYİH'ya oranı ülkenin dışa açıklık derecesini, vergi gelirlerinin GSYİH'ya oranı, kamunun ekonomideki kaynakları yönlendirmedeki başarısını, kamu harcamalarının GSYİH'ya oranı, kamunun ekonomik aktivitedeki rolünü, ve son olarak da M2 para tabanının GSYİH'ya oranı ülkedeki mali piyasaların derinliğini yansıtmak amacıyla regresyona dahil edilmiştir. Buna göre uygun para, maliye ve diş ticaret politikalarının diş yardımların ekonomik büyümedeki rolünü artırdığı ve sermaye akımlarının da bu tür politikaların uygulandığı bölgelere yöneldiği bulunmuştur. Diş yardımlar, yabancı özel sermaye girişleri ve tasarruflar GSYİH'ya oran olarak alınmıştır. Kısa dönemli dalgalanmalardan kaçınmak amacıyla, veri setine tüm değerlerin üçer yıllık aritmetik ortalamaları alınmıştır. En önemli veri kaynağı OECD'dir.

Mosley et al. (1987)'da yine Mosley (1980)'de olduğu gibi dış yardımlar ve diğer sermaye girişlerinin ekonomik bŸyŸmeye katkısının negatif ve anlamsız olduğu saptanmıştır. Sadece ihracat değişkeninin ekonomik bŸyŸmeye katkısı pozitif ve anlamlıdır. Ancak veri setindeki Ÿlkeler bŸlge ve gelir gruplarına ayrıldığında Asya'da, açıklayıcı değişkenlerin ekonomik bŸyŸmeye katkısının pozitif ve anlamlı olduğu, fakir Ÿlkelerde ise, negatif ve anlamsız olduğu gŸrŸlmŸřtŸr. Diğer sermaye girişleri, ihracat kredileri, DYY ve portfŸy yatırımlarından oluşmaktadır. Dış yardımlar ve diğer sermaye girişlerine ilişkin veriler, OECD'den alınmıştır. Modele alınan diğer değişkenlerden, kamu ve Ÿzel sektŸrŸn toplam tasarrufu UNCTAD veri tabanından alınmıştır. İhracat, eğitim ve bağımlı değişken olan reel GSMH, DŸnya Bankası veri tabanından alınmış ve analize bu değişkenlerin bŸyŸme oranı katılmıştır. Dış yardımlar ve diğer sermaye girişlerine ilişkin veriler de GSMH'ye oranlanmıştır. 81 GOŸ ve 1960-83 dŸneminin incelendiği çalışmada OLS yŸntemi kullanılmıştır. 1960-83 dŸnemi 1960-70, 1970-80, 1980-1983 şeklinde Ÿe ayrılmıştır. Bu ayırmada da sermaye hareketlerinin ekonomik bŸyŸme Ÿzerinde belirgin ve pozitif olduğu bir dŸnem olmadığı gŸrŸlmŸřtŸr.

Gruben and McLeod (1998) 'da, cari işlemler açığı, DYY'lar, portfŸy yatırımları, kısa ve uzun vadeli sermaye girişlerinin ekonomik bŸyŸmeye katkısının pozitif olduğu gŸrŸlmŸřtŸr. Ŗte yandan toplam dış borç servisinin artmasının ekonomik bŸyŸmeyi negatif yŸnde etkilediği saptanmıştır. Sermaye hareketlerinin GSMH'ye oranının artışı veri alınmıştır. DYY'lar, kısa vadeli sermaye girişleri ve portfŸy girişlerinin ekonomik bŸyŸmeye katkısı, uzun vadeli sermaye girişlerine gŸre daha yŸksek çıkmıştır. Latin Amerika'da sermaye girişlerinin ekonomik bŸyŸmeye etkisi Asya Ÿlkelerine gŸre daha yŸksek çıkmıştır. Bunun nedeninin de Asya Ÿlkelerinde yurt içi tasarrufların yŸksek olmasına bağlı olduğu belirtilmiştir. 18 Ÿlke ve 1971-94 dŸneminin incelendiği çalışmada panel veri analizi ile OLS ve TSLS ile tahmin yapılmıştır. Değişkenlere ilişkin veriler DŸnya Bankası veri tabanından alınmış, yıllık verilerdir.

Baillu (2000)'nun çalışmasında, sermaye girişlerinin ekonomik bŸyŸmeye katkısının anlamlı, etkisinin de negatif olduğu belirtilmiştir. Ancak

bankacılık sektörünün belli bir gelişmişlik seviyesinde olduğu hallerde sermaye girişlerinin ekonomik büyümeye etkisinin pozitif olabileceği saptanmıştır. Bankacılık sektöründeki gelişmişliği gösteren değişken, mevduat bankalarındaki toplam mali varlıkların merkez bankaları ve ticari bankalar nezdindeki toplam mali varlıklara oranı şeklinde tanımlanmıştır. Söz konusu oranın artmasının ticari bankaların ekonomik aktivitedeki rolünün arttığını, ekonominin canlandığını ortaya koyduğu ileri sürülmüştür. Sermaye hareketleri ve bankacılık sektöründeki durumu gösteren açıklayıcı değişken dışındaki açıklayıcı değişkenler; yatırımlar, eğitim seviyesi, kamu harcamaları, ihracat ve ithalat toplamıdır. Açıklayıcı değişkenlerin GSYİH'ya oranı veri alınmıştır. 40 GOÜ ve 1975-95 döneminin incelendiği çalışmada panel veri analizi yapılmıştır. Veriler, beş yıllık, birbiriyle çakışmayan ortalama verilerdir. Bağımsız değişken, kişi başı reel GSYİH'daki yıllık artıştır. Dünya Bankası ve IMF (IFS) veri tabanı kullanılmıştır.

Burnside and Dollar (2000)'de dış yardımların ekonomik büyümeye etkisi dolaylı olarak pozitif ve anlamlıdır. Doğrudan etkisi ise negatif ve anlamsız olarak bulunmuştur. Dolaylı etki, enflasyon, bütçe dengesi ve dış ticarete açıklık değişkenlerinin ağırlıklandırılmasıyla oluşturulan politika endeksinin de analize eklenmesiyle ölçülmüştür. Bu endeksin analize eklenmesiyle dış yardımların ekonomik büyümeye katkısının arttığı saptanmıştır. 56 ülke ve 1970-93 döneminin incelendiği çalışmada panel veri analizi ile OLS ve TSLS tahminleri yapılmıştır.

Hansen ve Tarp (2000)'in çalışması da büyük ölçüde kullanılan açıklayıcı değişkenler ve politika değişkenleri, yöntem, incelenen ülke ve dönem aralığı açısından Burnside and Dollar (2000)'in çalışmasına benzemektedir. Ancak burada dış yardımların ekonomik büyümeyi, ekonomik, siyasi ve sosyal koşullar açısından en zor durumda bulunan ülkelerde bile doğrudan pozitif ve anlamlı yönde etkilediği saptanmıştır. İki çalışma arasındaki fark, büyük ölçüde çalışmalarda kullanılan istatistiksel veriler, tahmin ediciler ve yöntemden kaynaklandığı ileri sürülmüştür. Hansen ve Tarp (2001)'de dış yardımların getirisinin azalan verimler kanununa göre başlangıçta oldukça yüksek olduğu, ancak ilerleyen dönemlerde azaldığı ileri sürülmüştür. Bu da veri setindeki dış yardımların GSYİH'ya oranı olan

açıklayıcı değişkenin karesinin alınması ve bu değerlerin ekonomik büyümeye etkisine bakılarak söylenmiştir. Çalışmada kullanılan diğer açıklayıcı değişkenler, DYY'lar, yatırımlar, kamu harcamaları, beşeri sermayedir. OECD ve Dünya Bankası veri tabanı kullanılmıştır.

McLean ve Shrestha (2002) 'da sermaye akımları ile ekonomik büyüme arasında pozitif ve anlamlı bir ilişki olduğu ve uluslar arası mali entegrasyonun ekonomik büyümeyi artırdığı tesbit edilmiştir. Mali entegrasyonun ölçütü açısından sermaye kontrolleri yerine sermaye akımları ile ilgili değişkenlerin kullanılması tercih edilmiştir. Buna göre DYY ve portföy yatırımlarının ekonomik büyümeyi olumlu yönde etkilediği, ancak buna karşılık ticari krediler şeklindeki sermaye girişlerinin ekonomik büyümeyi negatif yönde etkilediği ve anlamsız olduğu sonucuna varılmıştır. Panel veri analizinin kullanıldığı çalışmada, TSLS yöntemi kullanılmış, 40 ülke ve 1976-1995 dönemi incelenmiştir. Açıklayıcı değişkenlerin GSYİH'ya oranı alınmıştır. IFS veri tabanı kullanılmıştır.

Reisen ve Soto (2001) ile Soto (2000) 'da, bankacılık sisteminin güçlendirilmesiyle yabancı sermaye girişlerinin ekonomik büyümeyi olumlu yönde (anlamlı ve pozitif) etkileyeceği sonucuna varılmıştır. Bankacılık sektöründeki durumu gösteren değişken; bankaların toplam sermayelerinin sektördeki toplam yükümlülüklerle oranlanmasıyla elde edilmiştir. Yükümlülüklerin risklerinin de farklı olması nedeniyle bu oranın mali varlıkların risk durumlarına göre ağırlıklandırılmış bir değer olduğu ileri sürülmüştür. Uzun ve kısa vadeli sermaye girişleri normalde ekonomik büyümeyi negatif yönde etkilerken, bankacılık sektöründeki kapitalizasyonun artmasının bu durumu tersine çevirdiği açıklanmıştır. Buna göre borç akımları yerine menkul kıymetler piyasasına gelen yatırımların ekonomik büyüme üzerindeki etkilerinin daha olumlu olduğu sonucuna varıldığı bildirilmiştir. Panel veri analizinin kullanıldığı çalışmada GMM(Generalized Method of Moments) tahmin yöntemi kullanılmıştır. 1986-1997 döneminin incelendiği çalışmada 44 ülkenin verileri alınmıştır. Bağımsız değişken kişi başına reel GSMH'deki artış olup, bağımsız değişkenler, net doğrudan yabancı yatırımlar, portföy yatırımları (bono ve hisse senedi olarak) kısa ve uzun vadeli ticari krediler ve banka kredileridir. Bağımsız değişkenlerin bir dönem

gecikmeli değerleri analize katılmıştır. Kurulan ekonomik büyüme modeli neoklasik büyüme modelidir. Bağımsız değişkenlerin birim değerlerinin GSMH'ya oranının logaritmik değişimleri veri alınmıştır. Sermaye girişleri ile ilgili değişkenlerin yanısıra tasarruflar, dışa açıklık, dış ticaret haddi ve kamu harcamaları da büyüme değişkenleri olarak alınmıştır. İhracat fiyat endeksinin ithalat fiyat endeksine oranı olan dış ticaret haddi, ithalat yapmak için gerekli ihracat kapasitesinin toplam ihracata oranı olarak tanımlanmış bir endeks değerdir. Baz yılı 1995 olarak alınmıştır. Dünya Bankası, BIS ve IFS veri tabanlarından yararlanılmıştır. Doğrudan yabancı yatırımlar ve menkul kıymet piyasasına gelen portföy yatırımlarının reel ekonomik büyüme üzerindeki etkisi pozitif ve belirgin çıkarken, bono portföy yatırımları, uzun ve kısa vadeli ticari krediler ve banka kredilerinin etkisi negatif ve anlamlı çıkmıştır. Öte yandan GSMH'nin bir yıl gecikmeli değeri, ulusal tasarruflar, dışa açıklık ve dış ticaret haddinin etkileri pozitif iken, kamu harcamalarının etkisi negatiftir. Hemen hemen tüm değişkenlerin katsayılarının beklenen işaret ve belirginlik düzeyinde olduğu belirtilmiştir. Ancak ulusal tasarrufların belli bir marjdan sonra artmaya devam etmesi halinde ekonomik büyümenin negatif yönde etkilendiği ortaya çıkmıştır. Reisen ve Soto (2001)'nin çalışmasından çıkan en temel iki sonuç; gelişmekte olan ülkelerin borç girişleri yerine menkul kıymet piyasalarına gelen yatırımları teşvik etmesi gerektiği ve bankacılık sistemindeki gözetim ve denetimi arttırarak mali sistemlerini gclendirmeleri gerektiği şeklinde olmuştur.



Çalışmada, yabancı sermaye çeşitlerinin getiri ve riskleri aşağıdaki şekilde özetlenmiştir.

**TABLO 1.1. ÇEŞİTLİ SERMAYE AKIMLARININ GETİRİ VE RİSK DURUMLARI**

Sermaye akımı	Yurtiçi yatırımlara katkısı	Verimlilik artışına katkısı	Tüketimin düzenlenmesi	Deformasyon	Kırılganlık
DYY	+	+	+	~	...
Hisse senedi portföy yatırımları	~	+		~	+
Bono, tahvil portföy yatırımları		+	+	~	+
Uzun vadeli dış krediler	+	~		+	
Kısa vadeli dış krediler		~	~	+	+

Kaynak: Reisen ve Soto, 2001.

+ işareti yabancı sermaye çeşidinin sayılan göstergeler üzerindeki etkisinin oldukça güçlü, ~ işareti ise daha az olduğunu göstermektedir. Etki olmayan durumlar boş bırakılmıştır.

Oliva ve Batiz (2002)'in çalışmasında, ülkedeki demokrasi ve hukuk kurallarının iyi işlemesinin sermaye hareketlerinin ve özellikle de DYY'ın etkinliğini artırarak gelişmekte olan ülkelerin ekonomik büyümesini artırdığı tesbit edilmiştir. 119 ülkenin ele alındığı çalışmada, panel veri analizi yapılmıştır. Analiz, verilerin elde edilebilme koşullarına göre, 1970-1994 dönemini kapsamaktadır. Kısa vadeli dalgalanmalardan kaçınmak amacıyla verilerin beşer yıllık ortalamaları alınmıştır. Bağımlı değişken olan ekonomik büyüme için kişi başına yıllık reel ekonomik büyümedeki artış alınmıştır. Sermaye girişleri dışında eğitim seviyesi, kamu harcamaları, yurtiçi yatırımlar, dış ticaret haddi, demokrasi ve hukuki kurallar endeksi diğer bağımsız değişkenlerdir. Öte yandan Granger nedensellik analizine göre; yatırımların ekonomik büyümeyi artırmasından çok, ekonomik büyümenin yatırımları artırdığı tesbit edilmiştir. Çalışmanın sonuçlarına göre, gelişmiş bir mali ve kurumsal sistemin, sermaye girişleri ile birlikte ekonomik büyümeyi artırmakta ve özellikle de DYY'ların gelişmekte olan ülkeler açısından diğer sermaye girişlerine kıyasla daha önemli olduğu ileri sürülmüştür. Dünya Bankası ve

IFS veri tabanları kullanılmıştır. Demokrasi endeksi 0 ile 10 arasında değişmektedir. 0 demokrasinin zayıf olduğu bir seviyeyi gösterirken, 10 en yüksek seviyedeki bir demokrasiyi işaret etmektedir.

### **1.2.3.Sermaye Hareketlerinden DYY'ın Ekonomik Büyüme Üzerindeki Etkisi: Seçilmiş Ampirik Çalışmalar**

Borenzstein et. al (1998)'de, , DYY'ların ekonomik büyümeyi pozitif etkilediği saptanmıştır. Ancak bu durumun sermaye girişinin yöneldiği ülkede, söz konusu sermaye girişini absorbe edebilecek bir beşeri sermaye olması durumunda istatistiksel açıdan daha belirgin olacağı da belirtilmiştir. 1970-79 regresyon analizi yapılmış ve 69 gelişmekte olan ülke yer almıştır. Endojen büyüme modelinin kullanıldığı çalışmada teknolojik gelişmenin gelişmekte olan ülkelerin ekonomik büyümesi açısından son derece önemli olduğu vurgulanmıştır. Bağımsız değişkenler, DYY, beşeri sermaye, başlangıç yılı GSYİH'sı ve diğer büyüme değişkenleridir. Bu değişkenler, kamu harcamaları, karaborsa döviz kuru risk primi, politik istikrarsızlık, enflasyon oranı ve ekonomideki kurumların kalitesi gibi bazı ekonomik, siyasi ve sosyal göstergelerdir. DYY'a ilişkin veriler, OECD veri tabanından alınmıştır. Bu veri tabanı CRS'dir. Bağımlı değişken, kişi başına ortalama reel GSYİH'daki yıllık artıştır. Beşeri sermaye, eğitim seviyesi ile ifade edilmiştir. Kullanılan tahmin yöntemi SUR'dur.

Makki ve Somwaru (2004)' da DYY'ın ekonomik büyüme üzerinde doğrudan ve dolaylı olumlu etkileri bulunduğu ortaya konulmuştur. Kurulan büyüme modelinin endojen olduğu çalışmada, 66 ülkenin verileri alınmış ve incelenen dönem aralığı onar yıllık dönemler halinde üç dönemden oluşmuştur. Bu dönemler, 1971-80, 1981-90, 1991-2000'dir. Dolayısıyla analizdeki veriler, bu yıllara ait verilerin ortalamasıdır. Dünya Bankası veri tabanı kullanılmıştır. Kullanılan tahmin yöntemi TSLS'dir. Bağımlı değişkenin kişi başına GSYİH artışı olduğu çalışmada, bağımsız değişkenler, DYY, dış ticaret (mal ve hizmet ihracat ve ithalat toplamı), beşeri sermaye stoğu, yurtiçi sermaye yatırımları, başlangıç GSYİH'sı, enflasyon oranı ile cari gelirin oranı olarak ifade edilen gelir, kar ve sermaye kazançlarından alınan vergiler ve kamu harcamalarıdır. DYY, dış ticaret, yurtiçi sermaye yatırımları ve kamu

harcamalarının GSYİH'ya oranı alınmıştır. Makki ve Somwaru'nun çalışmasında, Borenzstein et. al (1998)'in analizi 1990'ları içerecek şekilde genişletilmiştir. Bunun nedeni de bu dönemde gelişmekte olan ülkelerde DYY ve dış ticaretin hızla artmasıdır. Öte yandan burada Borenzstein, Gregorio ve Lee'den farklı olarak DYY'ın, sadece beşeri sermaye değil, dış ticaret ve yurtiçi sermaye yatırımları ile olan etkileşimi de incelenmiştir. Elde edilen sonuçlara bakıldığında, her iki ampirik çalışma arasında çok da fark olmadığı görülmüştür. DYY'lar dış ticaret, beşeri sermaye ve yurtiçi sabit sermaye yatırımları ile birlikte ekonomik büyümeyi daha yüksek oranda etkilemektedir. Öte yandan enflasyon oranı, vergi oranları ve kamu harcamaları artışının da ekonomik büyümeyi negatif yönde etkilediği ortaya konulmuştur.

Frenkel, Funke ve Stadtmann (2004) 'ın çalışmasında, DYY çıkışı olan gelişmiş ülkeler ve girişi olan gelişmekte olan ülkelerdeki itici ve çekici faktörlerin karşılıklı etkileri incelenmiştir. 22 ülke ve 1990-2002 döneminin ele alındığı çalışmadaki açıklayıcı değişkenler gelişmiş ve gelişmekte olan ülkelerin GSYİH seviyesi ve artış hızı, ülkeler arasındaki uzaklık, gelişmekte olan ülkelerdeki enflasyon (TÜFE'deki artış), dışa açıklık(ihracat ve ithalat toplamının GSYİH'ya oranı), ülke riski değerleri ve kur sistemidir. Buna göre ülkelerarası DYY çıkış ve girişinde GSYİH seviyesi ve artış hızı, pozitif ve belirgin bir rol oynarken, ülkeler arasındaki uzaklık ile DYY akımları arasında ters yönlü bir ilişki bulunduğu belirtilmiştir. Dolayısıyla DYY çıkışı olan gelişmiş ülke ve DYY girişi olan gelişmekte olan ülkede GSYİH ve/veya GSYİH artış hızı yükseldikçe DYY hacminin de artacağı ileri sürülmüştür. Öte yandan ülkeler arasındaki uzaklık arttıkça, DYY hacminin azaldığı belirtilmiştir. Örneğin Latin Amerika'ya giden DYY'ın daha çok ABD'den, Asya'ya giden DYY'ın Avrupa'dan olmasının bununla açıklandığı belirtilmiştir. Diğer yandan enflasyon oranı, dışa açıklık, DYY'ın yöneldiği gelişmekte olan ülkenin kredi risk notu ve söz konusu ülkede uygulanan kur sistemi gibi açıklayıcı değişkenlerin DYY akımlarının belirlenmesinde önemli bir rolü bulunmadığı da söylenmiştir. Veriler, Dünya Bankası, Uluslar Arası Mali İstatistikler (IFS) ve Eurostat'dan alınmış zaman serisi verileridir. Ülke riskine ilişkin değerler, Euromoney'den alınmıştır. 1 ile 100 arasında bir değerdir. Buna göre ülkenin kredi risk notu 1 ise, riski yüksek, 100 ise düşüktür. Kur

sistemi için ise kukla değişken kullanılmıştır. Buna göre sabit kur uygulanan ülkelere 1, dalgalı ya da yarı dalgalı kur sistemi uygulanan ülkelere 0 verilmiştir.

### **1. 3. Genel Değerlendirme**

Bu bölümde, iktisadi büyüme ve kalkınma kavramları anlatılmıştır. Daha sonra, büyüme teorisi üzerine yapılan ampirik çalışmalara temel teşkil eden Harrod-Domar, Solow ve endojen (içsel) büyüme modelleri tanıtılmıştır. Son olarak da yapılan bu ampirik çalışmalarda üretim fonksiyonundaki sermaye, işgücü, teknoloji seviyesi ve bilgi birikiminin nasıl ele alındığı açıklanmış ve dışa açık ekonomide uzun dönemde sermaye hareketlerinin ekonomik büyümedeki rolünü ele alan bazı ampirik çalışmalar tanıtılmıştır.

Tanıtılan bu çalışmalar genellikle sermaye hareketlerinin ekonomik büyümedeki rolünü ekonometrik açıdan sorgulayan çalışmalardır. Kullanılan ekonometrik analiz (model ve yöntem), tahmin ediciler, veri setleri, dönem aralığı, ele alınan ülkeler gibi yönlerden farklılık göstermektedirler.

Kurulan modellerdeki bağımlı değişken; ekonomik büyümedir. Bu, reel/nominal GSMH/GSYH ya da kişibaşı reel/nominal GSMH/GSYH'deki değişimdir. Açıklayıcı değişkenler, tasarruflar, yatırım, kamu harcamaları gibi değişkenlerdir. Sermaye hareketlerine ilişkin değişkenler genellikle GSMH veya GSYH'ya oran ya da bu orandaki değişim olarak veri alınmıştır. Zaman serisi olarak, aylık, üç aylık ya da yıllık veriler kullanılmıştır. Analizlerde zaman serisi ve kesit veriler birarada alınmıştır. Regresyon analizleri yapılmıştır.

Buna göre, ortaya çıkan sonuçlar genellikle sermaye hareketlerinin ekonomik büyümede anlamlı olduğu ve ekonomik büyümeyi pozitif yönde etkilediğidir.

**TABLO 1.2. SERMAYE HAREKETLERİ VE EKONOMİK BÜYÜME: LİTERATÜR  
TARAMASI<sup>4</sup>**

ÇALIŞMA	DÖNEM VE ÜLKE	AÇIKLAYICI DEĞİŞKENLER	YÖNTEM	SONUÇLARI
Papanek, 1973	1950-1970 85 LDC	S, FA, PrCF ve I.	OLS	+
Stoneman, 1975	1950-1970 188	S (I), FA, DYY (akım ve stok değerler olarak)	OLS	+, -
Balassa, 1978	1960-1973 11	Kd, Kf, X ve L.	OLS	+
Gulati, 1978	1960-1970 38 LDC	S, CF.	OLS	+
Mosley, 1980	83 LDC 1969-77	S, FA ve Ol.	OLS ve TSLs.	-
Dowling ve Hiemenz, 1983	1968-79 52	FA, PrCF, S, O, T, G ve M2.	OLS	+
Mosley, Hudson ve Harrell, 1987	1960-83 81	FA, PrCF, S, X.	OLS	-
Gruben ve McLeod, 1998	1971-1994 18	CA, DYY, PEF.	TSLs	+
Bailliu, 2000	1975-95 40	CF, I, G, O, BSD.	GMM	+
Burnside ve Dollar, 2000	1970-1993 56	FA, politika endeksi	OLS ve TSLs	+
Hansen ve Tarp, 2000	1970-1993 56	Burnside ve Dollar'ın çalışmasında olduğu gibi	OLS ve GMM	+
Reisen ve Soto, 2001.	1986-97 44	BSD, DYY, PEF, PBF, LT, ST, S, O, ToT, G.	GMM	+
McLean ve Shrestha, 2002	1976-1995 40	N, y, O, G, B, DYY, PF, Banka kredileri	TSLs	+
Oliva ve Batiz, 2002	1970-1994 119	CF, DYY. Demokrasi endeksi	3SLS	+

**TABLODAKİ KISALTMALAR:**

S; tasarruflar, FA; dış yardımlar, PrCF; yabancı özel sermaye (DYY, portföy yatırımları), I; yatırımlar,

Kd; yurtiçi sermaye, Kf; yurtdışı sermaye, X; ihracat, L; işgücü,

CF; sermaye akımları,

X; ihracat, M; ithalat, T; vergi gelirleri, G; kamu harcamaları; M2=M1+Vadeli Mevduat, CA; cari işlemler açığı, PEF; hisse senedi portföy yatırımları

BSD; bankacılık sektörünün gelişmişliği (Bailliu (2000) da Ticari bankalardaki toplam varlıkların, sektördeki mali varlıklara oranı, Reisen ve Soto(2000)'da sermayenin bankaların toplam yükümlülüklerine oranı şeklinde tanımlanmıştır.)

PBF; bono-tahvil türünden portföy yatırımları, LT, ST; uzun ve kısa vadeli dış krediler, O; ülkenin dışa açıklığı, ToT, Dış Ticaret Haddi,

N; beşeri sermaye, y; kişi başı reel GSYİH, B; black-market exchange rate premium, PF; portföy yatırımları,

<sup>4</sup> Bağımlı Değişken= Ekonomik Büyüme (GSMH veya GSYİH'deki yüzde değişim)

## İKİNCİ BÖLÜM

### DIŞ KREDİLER

Bu bölümde öncelikle dış kredilerin tanımı yapılacak, sonra amaç, vade ve kaynaklarına göre çeşitleri üzerinde durulacak, daha sonra dış kredilerin kaynakları incelenecek ve son olarak da Dünya Bankası sınıflandırmasına göre Türkiye'nin de içinde bulunduğu gelişmekte olan ülkeler<sup>5</sup> kategorisindeki düşük ve orta gelirli ülkelerde dış borçlanma konusu üzerinde durulacaktır.

#### 2.1. Tanım

Uluslar arası sermaye hareketleri içinde önemli bir yer tutan dış krediler, kamu ve özel sektör tarafından kullanılmaktadır. Dış krediler, genellikle fon fazlası olan ekonomik birimlerden fon talebi içinde olan ekonomik birimlere yönelen fonlardır. Bu ekonomik birimler, hükümetler, firmalar, uluslar arası kuruluşlar ve ticari, kalkınma ve yatırım bankalarıdır.

Dış krediler, borçlu açısından düşünüldüğünde anapara ve faiz geri ödeme özellikleri nedeniyle yükümlülük anlamına gelmektedir. Bu durum da dış kredilerin aynı zamanda dış borç anlamına geldiğini ortaya koyar.

Dış krediler, stok ve akım değerlerle ifade edilirse, stok değer olarak dış borç stoku, cari yıl içinde ülkedeki birikmiş dış borç miktarıdır. Bunun içinde kısa, orta ve uzun vadeli alınan tüm dış krediler, IMF kolaylıkları ve tahvil ihraçları yer almaktadır. Öte yandan dış borç servisi ise, akım değer olarak, cari yıl içinde yapılacak dış kredi ve tahvil anapara ve faiz geri ödemelerini göstermektedir.

#### 2.2. Çeşitleri

<sup>5</sup> Gelişmekte olan ülkeler; Dünya Bankası'nın sınıflandırmasına göre, kişi başı GSMH'sı 9,385 ABD Doları'nın altında olan ülkelerin toplamıdır. (GDF, 2005) Kişi başı GSMH'sı bu değer üstünde olan ülkeler gelişmiş ülkeler kategorisinde yer almaktadır.

Kamu ve özel sektör tarafından kullanılan dış krediler, vadelerine göre kısa, orta ve uzun; amaçlarına göre, proje ve program kredileri; kaynaklarına göre ise, hükümetler, Uluslar arası kuruluşlar, diğer finans kuruluşları ve mali piyasalardan sağlanan dış krediler olarak ayrılabilir. Hükümet ve uluslar arası kuruluşlar genellikle kamu sektörüne veya kamu garantisinde kamu kurum/kuruluşlarına kredi vermektedir. Öte yandan uluslar arası kuruluşlardan Dünya Bankası Grubu içindeki IFC, özel sektörün gelişmesine yönelik olarak firmalara doğrudan dış kredi vermektedir.

### **2.2.1. Kısa Vadeli Dış Krediler**

Kısa vadeli dış krediler vadesi bir yıldan az olan dış kredilerdir. Genellikle ihracatın finansmanı amacıyla kullanılırlar. Para piyasalarında gerçekleşen oldukça kısa vadeli işlemler vardır. Hisse senedi ve bono, tahvil alımı gibi. Söz konusu bu işlemlerin gerçekleşmesi oldukça kısa vadelidir. Bu tür işlemler oldukça risklidir. Burada denilebilir ki; dış kredilerin miktarından çok, volatilitesi önemlidir. Kısa vadeli hareketler, miktar olarak uzun vadeliyle kıyasla daha düşük olmasına rağmen, volatilitelerinin yüksekliği nedeniyle çok risklidirler. 1997'deki Asya Krizinin önemli bir nedeni kısa vadeli bu tür sermaye hareketleridir.

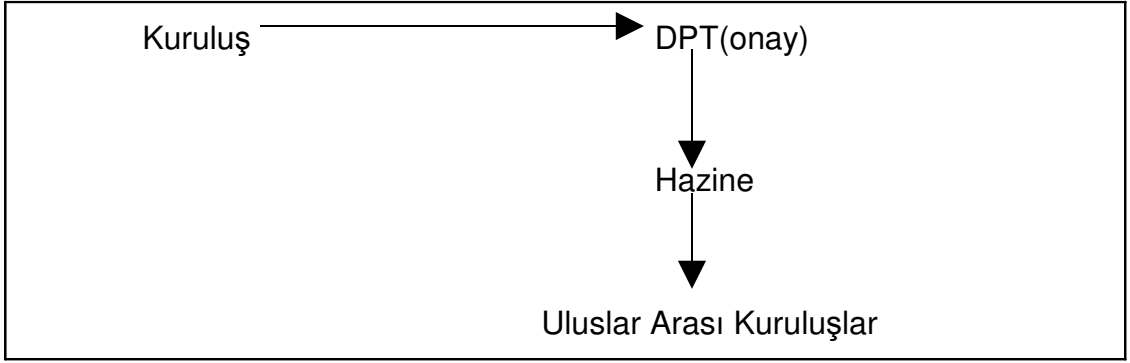
### **2.2.2. Orta ve Uzun Vadeli Dış Krediler**

Bir ve beş yıl arasındaki fon transferleri orta, beş yıldan uzun vadeli fon transferleri ise uzun vadeli dış krediler olarak nitelendirilmektedir. Ülke bazında düşünüldüğünde, amaçları, genellikle ekonomik büyüme ve kalkınmanın finansmanına yöneliktir. Dünya Bankası ve AYB gibi Uluslar arası kuruluşlar tarafından sağlanan proje ve program kredileri bu tür kredilere örnek olarak gösterilebilir. Dünya Bankası'nın sunduğu proje ve program kredileri kamunun borçlu olduğu ve kamu garantili şeklinde ikiye ayrılabilir. Borçlu ve garantör, ülke Hazinesi veya Hazine dışında diğer kamu kuruluşlarıdır. Sadece garantör Hazine'dir. Anapara ve faiz geri ödemesi vardır. Krediyi veren kurum, proje veya programın uygulanıp uygulanmadığını denetler. Herhangi bir sorunla karşılaşılması veya kredinin

kullanımı aşamasında usulsüzlük tespit edilmesi durumunda krediyi veren kurum, kredinin kullanılmasını durdurabilir.

### 2.2.3. Proje Kredileri

Proje kredileri, ülkenin kalkınma planında yer alan belli bir projenin dış finansman ihtiyacını karşılamaya yönelik olarak, hükümetler veya uluslar arası kuruluşlar veya diğer finans kuruluşları tarafından sağlanmaktadır. Burada Türkiye örneğine bakarsak, projeyi hazırlayan proje sahibi kuruluşun, projenin yılı yatırım programında yer alıp almadığının tesbiti için DPT'nin onayına ihtiyacı vardır. Çünkü yılı yatırım programında olmayan bir proje finanse edilemez. Program kredilerinde böyle bir onaya gerek yoktur. İşlem, direkt olarak borçlu ve kreditor ülke Hazinesi arasındadır.

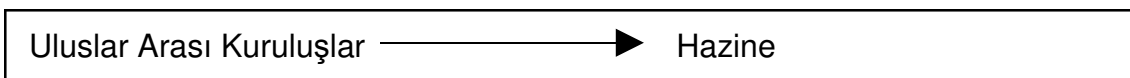


Şekil 2.1 : Proje Kredileri

### 2.2.4. Program Kredileri

Program kredileri çoğunlukla ödemeler dengesinin finansmanı amacıyla rezerv artışına katkıda bulunmak üzere sağlanırlar. Genellikle borçlu ülkenin belli başlı bazı ekonomik ve diğer yapısal uyum politikalarının uygulanması koşuluyla verilen program kredileri, ülkenin vaat ettiği politikaları uygulamadaki başarısına bağlı olarak anlaşmada belirtilen programa uygunluk doğrultusunda serbest bırakılırlar.

Genel anlamda bakarsak,



Şekil 2.2 : Program Kredileri

## 2.3. Kaynakları



Dış kredilerin belli başlı kaynakları, hükümetler, uluslar arası finans kuruluşları, diğer finans kuruluşları ve uluslar arası mali piyasalardır. Hükümetlerden sağlanan dış krediler, çoğunlukla hükümetlerarası protokoller çerçevesinde ikili anlaşmalarla temin edilmektedir. Genellikle gelişmiş ülkeler tarafından gelişmekte olan ülkelere verilen hükümet kredileri proje kredisi kapsamında ve genellikle kamu sektörüne yöneliktir. Çok azı özel sektöre tahsis edilebilir.

### **2.3.1. Uluslar Arası Kuruluşlar**

1929-33 yılları arasında Amerika Birleşik Devletleri'nde etkili olan "Büyük Buhran" ve 1939-45 yılları arasında Avrupa kıtasında meydana gelen II. Dünya Savaşı, dünya ekonomisinin yeniden yapılanması gerektiğini ortaya koymuştu. Söz konusu bu yapılanmanın gerektirdiği kaynak arayışı sonucunda kurulmaya ve faaliyete geçmeye başlayan uluslar arası kuruluşlar, tüm bu çabaların bir ortak sonucu gibi görülebilir.

1944 yılında ABD'nin New Hampshire eyaletine bağlı Bretton Woods kasabasında BM tarafından düzenlenen ve 44 ülkenin katılımından oluşan konferans sonucunda IMF ve Dünya Bankası'nın temelleri atılmıştı.

Dünya ekonomisini yönlendiren bu iki kardeş kurum, 1946 yılında faaliyete geçmiştir. (OECD, 1996) Bu tarihten itibaren gerek üye ülkelere verdikleri krediler ve dış yardımlar ve gerekse de sağladıkları teknik yardım ve danışmanlık hizmetleriyle, başlangıçta, şu an gelişmiş ülke kategorisinde bulunan ülkelerin ekonomik, siyasi ve sosyal koşullarının iyileşmesi yönünde çalışan kurumlar, mevcut koşullarda ise daha çok az gelişmiş ve gelişmekte olan ülkelerin ekonomik büyüme ve kalkınması üzerinde çalışmaktadırlar.

BM'nin bir yan kurumu gibi olan Dünya Bankası ve IMF'nin nihai amacı, 2000 yılında BM tarafından açıklanan "Millennium Development Goals" çerçevesinde dünya ekonomisinde fakirliğin azalması ve ekonomik büyümenin artmasıdır.

IMF ve Dünya Bankası'ndan yaklaşık 15 yıl sonra faaliyete geçen OECD ise, 2. Dünya Savaşı sonrası Avrupa'ya yapılacak olan ABD yardımını esas alan "Marshall Planı" çerçevesinde kurulmuştur. Kurumun ilk adı, 1948

yılında faaliyete geçen “Organisation for European Economic Cooperation” (OEEC) idi. OEEC, 1961 yılında OECD adını almıştır. OECD Genel Sekreterliği Fransa'nın Paris şehrinde yer almaktadır. Kurumun genel özellikleri çerçevesinde IMF ve Dünya Bankası'ndan farkı, kota sisteminin bulunmaması ve kredi kullandırmamasıdır. Üye ülkeler, ekonomik büyüklüklerine bağlı olarak OECD bütçesine katkıda bulunurlar. Bu bütçe, operasyonel işlemler ve karşılıksız verilen hibe ve dış yardımlar için kullanılmaktadır.

Uluslar arası kuruluşlar genel olarak birbirleriyle işbirliği içinde çalışmaktadırlar. Bu tür kuruluşlar anlaşma sözleşmelerinde de belirtildiği üzere her türlü vergiden muaf tutulmaktadırlar. Bir diğer ortak özellikleri de ödenmiş sermayelerinin sadece belli bir yüzdesini kredi vermek amacıyla kullanabilmeleridir. Likidite ve risk yönetimi kapsamında bir miktar likit kalma zorunlulukları bulunmaktadır. Bu amaçla da özellikle kredi kullandırdıkları ülkelerin kredi notunun düşük ve kullandırdıkları kredilerin vadelerinin uzun olması nedeniyle risk yönetimi kapsamında yoğun faaliyetleri bulunmaktadır. Özellikle vadeli işlemler piyasasında yaptıkları işlemler ve öte yandan fonlarının büyük çoğunluğunu uluslar arası sermaye piyasalarından temin etme yönündeki girişimleri, söz konusu kurumların hem kaynaklarının artmasına hem de daha uygun koşullarda kullandırılan kredilerin miktarı ve dolayısıyla yararlanan ülke sayısının da artması anlamına gelmektedir.

### **2.3.1.1. Dünya Bankası Grubu**

Dünya Bankası Grubu, IBRD, IDA, IFC, MIGA ve ICSID olmak üzere, 5 adet mali kurumdan oluşmaktadır. Tüm bu kurumlar ana sözleşmeleri birbirinden ayrı ve mali bakımdan özerk tüzel kişilerdir.

Dünya Bankası tanımı daha çok IBRD ve IDA için kullanılmaktadır. Grubun amacı, dünya ekonomisinde fakirliğin azaltılmasına yardımcı olmak, sürdürülebilir ekonomik büyüme ve özellikle kalkınmayı sağlamaktır. Bu amaçla, uluslar arası mali piyasalardan borçlanma olanağı olmayan ya da düşük olan, öte yandan söz konusu borçlanmanın maliyeti düşünüldüğünde, uluslar arası piyasalardan borçlanma maliyeti yüksek olabilecek, özellikle az gelişmiş ve gelişmekte olan üye ülkelere uygun vade, faiz oranı ve geri

ödemesiz dönem koşullarında maddi yardım ve kredi sağlayan Dünya Bankası, bunun yanında teknik destek ve danışmanlık hizmeti de vermektedir. Merkezi, ABD'nin başkenti Vaşington'da bulunan Dünya Bankası Grubu'nun kredi sağlayan kurumları, IBRD, IDA ve IFC'dir. IBRD ve IDA, daha çok kamu sektörüne proje ve program kredisi verirken, IFC, özel sektör üzerinde yoğunlaşmaktadır. 2005 yılı verilerine göre IBRD'ye üye ülke sayısı 184, IFC'ye 178, IDA ve MIGA'ya 165 iken, ICSID'a üye ülke sayısı 140'tır.

### Uluslar Arası İmar ve Kalkınma Bankası

Dünya Bankası Grubu'nun ilk kurulan kurumu olan IBRD'nin, faaliyete geçtiği 1946 yılından bu yana üye ülkelerle yapılan anlaşmalar doğrultusunda onayladığı kredi tutarı 394 milyar ABD Doları'dır. Söz konusu tutarın yaklaşık olarak yarısı borçlu ülkeler tarafından geri ödenmiştir. Öte yandan 2004 mali yılında<sup>6</sup> toplam 142 milyar ABD Doları tutarında kredi anlaşması, 109 milyar ABD Doları tutarında da kullanım yapılmıştır (World Bank, 2004).

**TABLO 2.1. 2004 MALİ YILI VERİLERİNE GÖRE IBRD'YE OLAN TOPLAM BORÇ STOKUNUN EN YÜKSEK OLDUĞU ÜYE ÜLKELER (MİLYON USD)**

ÜYE ÜLKE	ONAYLANAN KREDİ TUTARI	KULLANILAN KREDİ	KALAN	YÜZDESİ
<b>ÇİN</b>	15.835	10.728	5.107	9,79
<b>ENDONEZYA</b>	10.395	9.213	9.474	8,40
<b>BREZİLYA</b>	11.140	8.372	2.768	7,64
<b>ARJANTİN</b>	9.588	7.551	2.037	6,89
<b>TÜRKİYE</b>	8.762	5.654	3.108	5,16

**Kaynak: World Bank, 2004**

Türkiye'nin onaylanan toplam krediler içindeki yüzde oranı tablodan da görüldüğü üzere % 5 düzeyindedir. Çin'in payının yüksekliği dikkat çekmektedir. IBRD'nin kredi verme koşullarının ülkenin geri ödeyebilme kapasitesi ve taahhüt ettiği ekonomik büyüme kapasitesi olduğu gözönüne alınırsa, söz konusu payın yüksekliği nisbeten makul görünmektedir.

<sup>6</sup> Mali yıl, Haziran ayı başından Mayıs ayı sonuna kadardır.

IBRD Anasözleşmesi' ne<sup>7</sup> göre, gruba üye olacak aday ülkenin öncelikle IMF'ye üye olması gerekmektedir. Aday üye ülke, gerekli koşulları sağlayıp IBRD'ye üye olduktan sonra kendi arzusuna bağlı olarak grup içindeki diğer kurumlara da üye olabilir. 2004 yılı verilerine göre IBRD'ye üye ülke sayısı 184'tür.

IBRD kredilerinin başlıca kaynakları, üye ülkelerin katkılarından oluşan ödenmiş sermayesi ile uluslar arası piyasalarda menkul kıymet ihracından sağladığı kazançlarıdır. Üye ülkelerin katkıları ekonomik büyüklüklerine göre değişmektedir. Üye ülkenin ekonomik büyüklüğü arttıkça ödenmiş sermayeye yaptığı katkı da artar. Uluslar arası piyasalarda menkul kıymet ihraç eden kurumun kredi notu çok yüksektir. Zaten az gelişmiş ve gelişmekte olan ülkelerin uluslar arası piyasalardan yüksek maliyetle borçlanma yerine Dünya Bankası'na başvurma nedeni de budur. Bu ülkeler, yüksek miktarda nakit kaynak gerektiren ekonomik büyüme ve kalkınma proje ve programlarının finansmanı için IBRD ve IDA'dan oldukça uygun vade, faiz oranı ve geri ödemesiz dönem koşullarında finansman temin ederler.

Genellikle ABD Doları ya da Euro cinsinden kredi kullandıran IBRD ve/veya IDA, Japon Yeni ya da kurumların konvertibl gördüğü herhangi başka bir para birimi ya da tüm bunların karışımı olan havuz sistemi tabir edilen şekilde de borç verebilir, kredi kullandırabilir.

Öte yandan IBRD'nin kredi anlaşmalarında belirtilen faiz oranları sabit ve değişken risk primli olmak üzere iki türdür. Kredi ya da borcun verildiği dövizin cinsinden, 6 aylık LIBOR üzerine sabit veya değişken bir risk primi eklenir. Sabit risk primli kredilerde, kredinin kullanılmayan kısmı için kredinin kullandırıldığı dövizin cinsi ya da anlaşma faiz oranlarında değişikliğe gitme opsiyonu bulunmaktadır. Oysa değişken faiz oranlarında bu tür bir opsiyon bulunmamaktadır. Değişken risk primli faiz oranı ile borçlanan ülke, LIBOR veya döviz kurlarındaki ani yükselişler kapsamında risk yönetimi stratejisine bağlı olarak türev finansal araçları kullanabilir. Buna göre sağlamış olduğu kredinin döviz kuru veya faiz oranını, uluslar arası finans piyasalarındaki gelişmelere bağlı olarak değiştirebilir (IBRD, 2001).

<sup>7</sup> 1945 yılında yürürlüğe giren IBRD Anasözleşmesi'ndeki son değişiklik tarihi, 16 Şubat 1989'dur.

Geri ödeme başladığında, geri ödemenin valör tarihinden iki işgünü önce açıklanan LIBOR değeri esas alınmaktadır. Buna göre, kullanım dönemi 1 Ocak 2001 ile 1 Ocak 2002 olan 20.000.000 ABD Doları tutarındaki, 10 yıl vadeli bir kredinin geri ödeme döneminin 1 Ocak 2007 ile 31 Aralık 2017 olduğunu varsayarsak, Dünya Bankası'ndan gelen bildirimde göre ilk taksit 1 Ocak 2007 ile 15 Ocak 2007 arasında ödenecekse, baz alınan LIBOR, 1 Ocak 2007'den iki işgünü önce açıklanan LIBOR değeri olacaktır. LIBOR değerinin üzerine eklenen sabit veya değişken risk primi de bu LIBOR değerinin üzerine eklenecektir. Ülkenin geri ödemedeki titizliği vs gibi unsurlar ödenecek faizde bir miktar indirim sağlayabilmektedir. Baz LIBOR ve sabit-değişken risk primi faizi ile birlikte bazı indirimler veya harçları gibi uyumlaştırmalardan sonra hesaplanan tutar kredi kullanan ülke Hazinesine ve Hazinesinin geri ödemesini yapan ajan bankasına gönderilir. Diğer ülke de Ajan bankası nezdindeki Hazine hesabından yurtdışındaki muhabir bankalar aracılığıyla Bankaya borcunu öder.

### **Uluslar Arası Kalkınma Birliği (IDA)**

1960 yılında kurulan Uluslar Arası Kalkınma Ajansı (IDA), Dünya Bankası sınıflandırmasına göre daha çok, IBRD'den borçlanma olasılığı zayıf olan, üye ülkelerden düşük-orta gelir grubunda bulunan fakir ülkelere, oldukça düşük hatta sıfır faizli, daha uzun geri ödemesiz dönem (10 yıl) ve vade (35-40 yıl) koşullarında kredi sağlamaktadır.

IDA kredilerinin esas kaynağı hükümetlerin katkılarıdır. Kotası yüksek olan ABD, Japonya, Almanya, Fransa, İngiltere, İtalya ve Kanada gibi gelişmiş ülkeler, IDA'ya kaynak aktarırlar. (World Bank, 2004) Söz konusu ülkeler, dünya ekonomisindeki gelişmelere paralel olarak, belirli aralıklarla, fona olan katkılarını revize etmek için toplanırlar<sup>8</sup>.

Mali özerklikleri bulunan her iki kurum, ortak bir yönetim organizasyonu altında faaliyet göstermektedir. Yönetim organizasyonu; Governörler Kurulu, İcra Direktörleri Kurulu ve Başkan ve yardımcılarında oluşan Başkanlık'tır. Banka'nın yönetiminde son karar merci olan Governörler

<sup>8</sup> Bugüne kadar toplam 14 revizyon yapılmıştır. En son yapılan revizyon Mart 2005'te açıklanan IDA-14 programıdır. IDA-14 programı, 2005-2008 mali yılı fon bütçesi ile ilgili açıklamalar içermektedir.

Kurulu, üye ülkeler tarafından atanan bir asil bir de yedek kamu görevlisinden oluşmaktadır<sup>9</sup>. 24 üyesi olan İcra Direktörleri Kurulu'nun 5 üyesi Banka'ya en çok katkıda bulunan ve oy gücü en yüksek olan üye ülke temsilcilerinden oluşurken, kalan 19 üye, diğer üye ülkelerin oylarıyla seçilerek göreve gelmektedir. İcra Direktörleri Kurulu, Banka'nın günlük işlerinin yürütülmesinden sorumludur. Başkanın görev süresi beş yıldır. Geleneksel olarak en yüksek oy hakkına sahip ülkelerin aday gösterdiği kişiler arasından seçilerek göreve gelmektedir. Görev süresi dolunca yeniden seçilebilir.

Öte yandan yine ortak nokta, her iki kurumun da üye ülkelere uygun koşullarda proje ve program kredisi vermesidir. Ancak IBRD gelir grubu olarak daha çok üst-orta gelir grubundaki gelişmekte olan ülkelere ülkelere kredi verirken, IDA düşük-orta ya da alt-orta gelir grubundakilere kredi vermektedir. Proje kredilerindeki ana hususlar; 5-10 yıl gibi orta ve uzun bir vadede ve belli bir projenin finansmanına yönelik olmasıdır. Öte yandan program kredileri, 1 ile 3 yıl gibi bir vadedeki daha kısa vadeli fonlardır. Daha çok belli bir ekonomik, mali veya sosyal bir program dahilinde verilmektedir. Proje kredilerinin dağıtımı harcama bazında<sup>10</sup> gerçekleşirken, program kredileri genellikle bir ya da daha fazla taksitler halinde, veri programın performansına bağlı olarak serbest bırakılmaktadır. Program kredileri arasındaki Yapısal Uyum Kredileri (SAL), gelişmekte olan ülkelerin kalkınma projelerinin finansmanı bakımından oldukça önemlidir (World Bank, Temmuz 2001).

### **Uluslar Arası Finans Şirketi (IFC)**

IFC, sermaye hareketlerinin yönelmediği, ya da az yöneldiği az gelişmiş ya da ülke riski (sovereign risk) yüksek olan ülkelerde özel sektörün gelişmesi amacıyla sektördeki yatırımları teşvik etmek amacıyla, özel sektöre uygun koşullarda kredi vermektedir (IFC, 2004).

Bu amaçla, ticari koşullarda kredi kullandıran IFC, aynı zamanda risk yönetimi ve danışmanlık hizmeti de sağlamaktadır. 1956 yılında kurulan IFC,

<sup>9</sup> Türkiye'nin asil ve yedek guvernörü sırasıyla, Hazine Müsteşarı İbrahim H. Çanakçı ve yardımcısı Memduh Aslan Akçay'dır. Yönetim Kurulu'nda temsilcimiz bulunmamaktadır.

<sup>10</sup> Öncelikle Dünya Bankası ile üye ülke arasındaki kredi anlaşmasında belirtilen başlangıç depozitosu çekilir. Daha sonra yapılan harcamaların belgelenmesi suretiyle ek çekim başvuruları yapılır. Türkiye'de Dünya Bankası'ndan yapılan proje ve program kredisi kullanımları Hazine'nin ajanı sıfatıyla T.C. Merkez Bankası, Ankara Şubesi nezdinde tutulan özel hesaplar aracılığıyla gerçekleştirilmektedir.

fonlarını daha çok uluslar arası piyasalardan borçlanarak sağlamaktadır. Ürünleri, sabit ve değişken faiz oranlı krediler (A tipi krediler), tahvil ve hisse senedinden oluşan krediler (C tipi krediler), sadece hisse senedinden oluşan fonlar ve sendikasyon kredilerinden (B tipi krediler) oluşmaktadır.

Şirketler koşullara uygun olarak hazırladıkları yatırım önerisini doğrudan IFC'ye sunarlar. IFC'nin projeyi onaylaması halinde istedikleri krediyi temin ederler. Hükümet garantisi gerekmemektedir.

Dünya Bankası grubu içinde kredi vermeyen iki kurum olan MIGA ve ICSID, sırasıyla 1956 ve 1966 yıllarında kurulmuşlardır.

### **Çok Taraflı Yatırım Garanti Ajansı (MIGA)**

MIGA, Dünya Bankası grubunun fakirliği önleyerek, dünya ekonomisinde sürdürülebilir büyüme ve kalkınmayı sağlama amacına yönelik olarak, yatırım açısından oldukça riskli olan yükselen piyasalarda DYY'ların artması için, bu ülkelerde yatırım yapacak olan yatırımcı ve kreditorlere çeşitli başlıklar altında (hisse, nakit vs.) garantörlük görevi yapmaktadır. Bu garanti ile yatırımcının riski azalmakta ve yatırım yaptığı ülkeye katkısı da artmaktadır. Öte yandan bu durum, Dünya Bankası'nın CAS stratejisi altında borçlandığı ülkenin ekonomik, mali ve finansal koşullarının da iyileşmesine katkıda bulunduğunu göstermektedir. Bu da bir anlamda IBRD, IDA, IFC, MIGA ve ICSID'in faaliyet alanları ve tüzelkişiliklerinin ayrı, ancak amaçlarının ortak olduğunu göstermektedir.

### **Yatırım Anlaşmazlıklarının Çözümü için Uluslar Arası Uzlaşma ve Tahkim Kurulu (ICSID)**

Yabancı yatırımcılar ve hükümetler arasındaki yatırım uyuşmazlıklarını çözmek amacıyla kurulan ICSID, uluslar arası bir uzlaşma ve tahkim kuruludur. Aynı zamanda bu alandaki kanunlar üzerinde de araştırma faaliyetlerinde bulunmaktadır. Kurulun amacı, uluslar arası yatırım ortamında uzlaşma sağlamak ve dolayısıyla yatırımların artarak, dünya ekonomik büyümesinin olumlu yönde gelişmesine yardımcı olmaktır.

### **2.3.1.2. Uluslar Arası Para Fonu (IMF)**

BM'in bir yan kuruluşu olarak tasvir edilen Dünya Bankası ve IMF, her ne kadar ortak bir amaç olan dünya ekonomisinde fakirliğin azaltılarak sürdürülebilir bir ekonomik büyüme ve kalkınmanın sağlanması için hizmet etseler de temelde bu durum biraz farklıdır. Dünya Bankası esas itibarıyla, az gelişmiş ve gelişmekte olan ülkelerin ekonomik büyüme ve kalkınması üzerinde odaklanırken, IMF daha çok ülkelerin ödemeler dengesi problemleri ile ilgilenmektedir. Bir anlamda Dünya Bankası bir yatırım ve kalkınma bankası gibi görülebilirken, IMF, ticari banka kategorisinde değerlendirilebilir.

IMF Ana sözleşmesinin<sup>11</sup> 1. maddesinde belirtildiği üzere, fonun amacı, ülkeler arasında parasal ve mali konularda işbirliği sağlayarak, dünya ekonomisinde belli başlı makro ekonomik verilerin istikrara kavuşması ve gelir dağılımının düzelmesidir. Fon, bu doğrultuda ödemeler dengesi açığı olan üye ülkelere kaynak aktarır ki biz bunu IMF kolaylıkları olarak adlandırırız. Bu mali yardımdır. IMF diğer görevleri arasında, izleme faaliyetini sürdürür ve teknik yardım hizmeti sunar.

IMF'nin üye sayısı IBRD'ye üye ülke sayısı ile aynıdır. Belirtildiği üzere, IBRD'ye üye olmak isteyen ülkenin öncelikle IMF'ye üye olması gerekiyordu. Buna göre üye ülke sayısı toplam 184'tür.

Yönetim organizasyonu üç kısımdan oluşmaktadır. En üstte Governörler Kurulu, daha sonra ikinci karar organı İcra Direktörleri Kurulu ve son olarak da Başkanlık bulunmaktadır. Öte yandan şeffaflık politikası çerçevesinde 2000 yılında kurulan Bağımsız Denetim Ofisi kurumun yaptığı işlemler ve izlediği politikaları denetlemektedir. Bunun yanında yine Uluslar Arası Parasal ve Mali Komite ve IMF-Dünya Bankası Kalkınma Komitesi Governörler Kurulu'na bağlı olarak çalışmakta ve belirli konularda kurula yardımcı olmaktadır.

Governörler Kurulu en üst karar organıdır. Governör üye ülke tarafından atanmaktadır. Üye ülkenin Maliye Bakanı veya Merkez bankası Başkanı governör olarak atanabilir. Her üye ülke, bir governör bir de yedek governör atamaktadır. Governörler yılda bir kez toplanır. Governörler Kurulu,

---

<sup>11</sup> Ekonomik ve mali koşulların değişmesiyle yapılan revizyonlar sonucunda 1945 yılında yürürlüğe giren "Articles of Agreement", en son 1992 yılında yapılan üçüncü değişiklikle bugünkü halini almıştır. (IMF, 1993) 1945 yılında yürürlüğe giren Anasözleşme, 1969 ve 1978'de değişikliğe uğramıştır. 1969'da SDR yaratılmış, ikinci değişiklikte ise sabit döviz kuru sisteminden dalgalı kura geçilmiştir. Anasözleşme değişikliklerinde küresel ekonomik ve mali koşullar önemli rol oynamaktadır.



yıllık raporu onaylar ve üyelik işlemleri ile ilgili kotalar, üyeliğin kabulü gibi işlemleri karara bağlar.

İcra Direktörleri Kurulu, IMF'nin günlük işlemlerinin yürütülmesinden sorumludur. Bunun yanında Guvernörler Kurulu tarafından devredilen bazı işlemleri yerine getirmek de İcra Direktörleri Kurulu'nun görevidir. Toplam 24 üyenin 5'i fona en çok katkıda bulunan ülke temsilcilerinden atanırken, geri kalan 19 üye geri kalan üye ülke temsilcileri arasından seçilerek göreve gelmektedir. Fona en çok katkıda bulunan ülkeler sırasıyla, ABD, İngiltere, Almanya, Fransa ve Japonya'dır.

Başkanlık, IMF Başkanı ve yardımcılarında oluşmaktadır. Bir anlamda fonu temsil eden Başkanın görev süresi 5 yıldır. Mart ayında görevinden ayrılan Horst Köhler'in yerine 4 Mayıs 2004 tarihinde İspanya Eski Ekonomi Bakanı Rodrigo Rato, İcra Direktörleri Kurulu tarafından Başkan olarak seçilmiştir.

Geri kalan operasyonel birimler arasında, Asya, Avrupa, Ortadoğu, Afrika ve Batı Yarımküresinden oluşan bölge departmanları, parasal ve mali işlemlerin yürütüldüğü fonksiyonel ve hizmet birimleri, kamuoyu ile ilişkiler ve diğer destek birimleridir.

IMF'nin izleme faaliyeti çift ve çok taraflı olmak üzere iki türdür. Çift taraflı izlemede, IMF yetkilileri, Ana sözleşmenin 4. Maddesinde belirtilen koşullara uygun olarak üye ülke hükümeti ve merkez bankaları yetkilileriyle yıllık olarak yürüttüğü konsültasyonlar sonunda hazırladıkları raporu İcra Direktörleri Kurulu'na sunar. Kurulun görüşü ile birlikte hazırlanan son rapor IMF'nin şeffaflık politikası çerçevesinde kamuoyuna sunulur. Bu raporlar "Public Information Notice" (PIN) olarak adlandırılır. Çok taraflı izleme faaliyeti kapsamında yıllık bazda hazırlanan "Dünya Ekonomik Görünümü" ve "Küresel Mali İstikrar Raporu" global ekonomik ve mali gelişmeleri özetleyerek, tahminler sunmaktadır.

IMF'nin üye ülkelere kolaylık sağlarken kullandığı 3 tür fon bulunmaktadır. Bunlardan birincisi, daha çok gelişmekte olan üye ülkelere yönelik olarak kullandığı GRA, ikincisi, az gelişmiş üye ülkelere yönelik olarak kullandığı PRGF ve son olarak da ağır bir dış borç yükü altında olmaları

nedeniyle borçlarının yeniden yapılandırılması gereken fakir ülkelere yönelik olarak kullandığı HIPC Fonu'dur. GRA kaynaklarının büyük bir kısmı üye ülkelerin ödedikleri katılım payları (kotalar) ve dağıtılan fonların anapara ve faiz geri ödemelerinden oluşmaktadır. Bunun dışında Fon, uluslar arası mali piyasalarda menkul kıymet ihraç etmektedir. PRGF ve HIPC Fonları ise "trust fund" adı altında kaynakları ayrı, ancak yönetimi IMF'de olan fonlardır.

### **Kota Sistemi**

IMF'nin kota sistemi üye ülkelerin kurumla ilişkilerini düzenler. Bu sistem, üye ülkelerin alınacak kararlardaki oy haklarını, fonun kaynaklarından yararlanabilme durumunu, fona katkıda bulunacakları tutarı v.s. belirler. ABD yüzde 17'lik kota payıyla kota payı en yüksek ülke konumundadır. Bunun yanında üye ülkelerin talepleri doğrultusunda fondan sağlayacakları kredi miktarı da sahip oldukları kota miktarına bağlıdır. Üye ülkeler, yıllık bazda kotalarının yüzde yüzü, kümülatif olarak da yüzde üçyüzüne kadar kolaylık sağlayabilirler. Dolayısıyla, ülkenin ekonomik büyüklüğü arttıkça, kota payı yükselir, fona katkıda bulunma miktarı, oy gücü ve fon kullanma hakkı da artar. Üye ülke kotasının yüzde 25'i, özel çekme hakkı olan SDR<sup>12</sup> ya da ABD Doları, Euro, Japon Yeni ya da Sterlin'den oluşmaktadır. Söz konusu bu para birimlerinin bir diğer adı "hard currency" olarak nitelendirilmektedir. Kalan yüzde 75 ise her ülkenin kendi ulusal parası cinsinden nakit ya da bono şeklinde ödenmektedir.

Üye ülkelerin kota miktarları mevcut ekonomik ve mali koşullara uygun olarak her beş yılda bir yeniden değerlendirilmeye alınmakta ve buna göre kota miktarlarında artış ya da azalış meydana gelmektedir. 1998 yılı başında yapılan 11. kota değerlendirmesinde, yüzde 45 artırım yapılmıştır. 146 milyar SDR olan toplam kota miktarı, 213 milyar SDR'ye çıkarılmıştır. 2003 yılı başında yapılan 12. son kota değerlendirmesinde herhangi bir artış yapılmamıştır.

IMF'nin söz konusu fonlarını imtiyazlı ve imtiyazsız olarak başlıca iki şekilde kullandığını söyleyebiliriz. İmtiyazlı fonlar, PRGF ve HIPC fonu

---

<sup>12</sup> SDR: IMF tarafından 1969 yılında yaratılan ve fon işlemlerinde kullanılan uluslararası para birimi. ABD Doları, Euro, Sterlin ve Japon Yeni gibi belli başlı para birimlerinin ağırlıklandırılmış değerlerinden oluşan bir sepettir. SDR'nin ABD Doları karşısındaki değeri, IMF'nin internet sayfasında her gün güncellenmektedir. SDR yaratılmadan önce baskın para birimi ABD Doları idi. 35 ABD Doları= 1 ons altına sabitlenmişti.

altında az gelişmiş ve fakir ülkelere oldukça düşük, sabit veya değişken faizli, uzun geri ödemesiz dönem ve oldukça uygun süre koşullarında kullandırılan fonlardır.

İmtiyazsız fonlar arasında SBA (stand-by anlaşması) ve EFF (Genişletilmiş Fon Kolaylığı) en önemli fonlar arasında gösterilebilir. Genellikle yükselen pazar ekonomilerinin ödemeler dengesini bozan cari işlemler açığının finanse edilmesinde kullanılan SBA (stand-by) fonları, oldukça sık başvurulmuş bir fon kaynağıdır. 1974 yılında oluşturulan EFF, SBA'ya göre daha önemli ödemeler dengesi ve yapısal sorunların giderilmesinde kullanılmaktadır. SBA ve EFF, yıllık bazda kota miktarının yaklaşık iki katına kadar kullanıma izin verirken, kümülatif olarak çekilebilen fon miktarı, kotanın üç katına kadar çıkabilir. Öte yandan SRF (Ek Rezerv Faaliyeti), ülkelerin acil ödemeler dengesi finansman sorunlarının giderilmesinde başvurdukları oldukça yüksek maliyetli bir fon kaynağıdır.

IMF'nin kullandığı fonlarda baz alınan faiz oranı haftalık olarak revize edilen SDR faiz oranıdır.<sup>13</sup> Genellikle uluslar arası mali piyasalarda oluşan kısa vadeli faiz oranları ışığında belirlenen fonun kredi faiz oranları, fondan çekiş yapan ülkelerin bakiyelerine günlük olarak uygulanmaktadır.

Esasen belirtmek gerekir ki, Dünya Bankası ve IMF, ülkelere yardım kapsamında esnek davranmaktadırlar. Bundan kastedilen, ülkeler yardım talebinde bulunmak amacıyla Banka ve Fona yaklaşırlarken, kendi durumlarını zaten kendileri ortaya koyarlar. Örneğin Dünya Bankası "Kapsamlı Kalkınma Çerçevesi" çerçevesinde uyguladığı "Ülke Destek Stratejisi"(CAS) kapsamında ülkelere yardım eder. CAS, üye ülkenin ekonomik büyüme ve kalkınma stratejileri ile Dünya Bankası'nın bakış açısını ortak bir biçimde ortaya koyar. Bankanın kredi bütçesine göre yapılan ayarlamalar sonucunda hazırlanan programlar iyi ve kötü performans altında üye ülkelere gönderilir. CAS programları genellikle üç yıllık bir mali yıl dönemini kapsamaktadır. Buna göre hazırlanan son CAS programı, 1 Temmuz 2004 tarihinde başlayıp, 2006 yılı 30 Haziran'ında bitecektir.

---

<sup>13</sup> SDR faiz oranı, SDR'yi oluşturan dört büyük uluslararası para biriminin geçerli olduğu ülkelerdeki kısa vadeli faiz oranları esas alınarak hesaplanmaktadır. ABD Doları için 3 ay vadeli ABD Hazine bonoları getirisi, Euro için 3 ay vadeli bankalararası Euro faiz oranı (Euribor), Japon Yeni için 13 haftalık DİBS faiz oranı ve İngiliz sterlini için 3 ay vadeli İngiliz Hazine bonolarının getirisi, SDR sepeti içinde yer alan 4 ana para biriminin sepetteki ağırlıkları ve SDR cinsinden kur değerleri ile çarpılmaktadır. Sepette yer alan faiz oranları, yıllık değerlerdir.

Türkiye'nin içinde bulunduğumuz mali yılda Banka'dan sağlayabileceği kredi iyi performans gösterilmesi halinde yaklaşık 1,7 milyar ABD Doları iken, düşük performansta bu değer yaklaşık üçte biri olacaktır. Tablo 2.1'den de görüldüğü üzere, 2004 mali yılı itibariyle Banka'ya olan borcumuz yaklaşık 5 milyar ABD Doları seviyesindedir. Yukarıda da değinildiği gibi, kullanıcı kurum ve kuruluşlar, kalkınma plan ve programları çerçevesinde hazırladıkları projeleri için dış finansman temin ederken öncelikle DPT'ye başvururlar. DPT'nin projeyi uygun bulup onaylaması halinde Hazine Müsteşarlığı, Dünya Bankası yetkilileri ile anlaşma yoluna gider. Dünya Bankası'nın da projeyi uygun bulması ve üye ülkenin kredi sağlama koşullarının elverişli olması kapsamında istenen kredi temin edilir. Gerek kamu gerekse de kamu garantili proje ve program kredilerinde anlaşma metni imzalanıncaya kadar, kredi talebinde bulunan üye ülke anlaşma faiz oranları üzerinde değiştirme yapabilir.

Öte yandan yine IMF'de de "izleme" kapsamında takip edilen ülkeler, fondan kaynak ve/veya kullanım talep ederken sundukları Niyet Mektubu'nda tüm makroekonomik, siyasi ve sosyal göstergelerini ortaya koyarlar. IMF'nin kullandığı bazı performans kriterleri bulunmaktadır. Söz konusu göstergeler, kurumun üye ülke için belirttiği performans kriterlerine uygunsa, kullanım temini konusunda esnek davranılmaktadır. Dünya Bankası'nın CAS programı çerçevesinde öngördüğü krediler için esas alınan yüksek performans koşulundan anlaşılması gereken, IMF'nin performans kriterlerine uymadaki başarı ya da başarısızlıktır.

### **2.3.1.3. Avrupa Yatırım Bankası (AYB)**

Merkezi Lüksemburg'da bulunan AYB, Avrupa Birliği'ne üye ülkelerden oluşmaktadır. 1958 yılında kurulan mali kurumun amacı, üye ülkelerin ekonomik ve mali entegrasyonunu arttırarak, sürdürülebilir ekonomik, siyasi ve sosyal büyümesini sağlamaktır. Bu amaçla, hükümetlere,

bankalara ve özel şirketlere kredi veren kurum, fonlarını hem üye ülkelerin katkılarından hem de uluslar arası piyasalarda menkul kıymet ihraç ederek temin etmektedir. Avrupa Birliği'nin mali organı olarak faaliyet gösteren kurum, ayrı bir tüzel kişilik ve mali özerkliğe sahip bulunmaktadır.

Kurum bütçesi üye ülkelerin katkılarından oluşmaktadır. Kar amacı olmayan kurumun fon kaynakları, ihraç ettiği menkul kıymetler yanında ödenmiş sermaye ve rezervlerinden oluşmaktadır. Çeşitli vade ve faiz oranlarından menkul kıymet ihraç eden AYB, dolaylı olarak işlem gördüğü sermaye piyasalarının da gelişmesini sağlamaktadır. Bankanın S&P ve Moody's gibi kredi derecelendirme kuruluşları tarafından verilen kredi notu en üst düzey olan AAA derecesindedir.

En üst karar organı olan Governörler Kurulu, üye ülkelerin Maliye Bakanlarından oluşmaktadır. Governörler Kurulu tarafından atanan Yönetim Kurulu üyeleri ise 25 asil ve 13 yedek üyeden oluşmaktadır. Banka Başkanı Yönetim Kurulu'na başkanlık etmektedir. Yönetim Kurulu'nun altında yer alan Yönetim Komitesi ise, Bankanın proje değerlendirme, sermaye piyasası işlemlerini yönetme ve ekonomik-mali araştırma yapma gibi günlük işlemlerini yürütür.

AYB proje kredileri iki grupta toplanabilir.

Global krediler: Küçük ve orta ölçekli işletmelerin yatırım maliyeti 25 milyon Euro'ya kadar olan yatırımlarının yaklaşık yarısını finanse etmek amacıyla Bankanın aracı kurum olarak belirlediği banka ve mali kurumlar tarafından kullanılan kredilerin vadesi 5 ile 12 yıl arasında değişmektedir.

Bireysel krediler: Kamu ve özel sektörde yer alan şirketlerin yatırım maliyeti 25 milyon Euro'yu geçen yatırımlarının yine yaklaşık yüzde 50'sini finanse etmek amacıyla kullanılan kredilerin vadesi kısa vadeli sanayi projeleri için 12 yıl ve altyapı projeleri için 20 yıla kadardır. Söz konusu krediler için doğrudan AYB'ye başvurulmaktadır.

### **2.3.2. Uluslar Arası Mali Piyasalar**

Gelişmekte olan ülkelerin dış borçlanmasında önemli bir yeri olan uluslar arası para ve sermaye piyasalarında rol alan ekonomik birimler, IMF,

Dünya Bankası, OECD gibi uluslar arası kuruluşlar ve hükümetler, firmalar ve çok uluslu şirketler<sup>14</sup>, ticari bankalar ve kalkınma-yatırım bankaları, hükümetler ile emeklilik fonları, sigorta şirketleri, risk yönetimi kapsamında kurulan şirketler (hedge funds) gibi diğer mali ve aracı kurumlardır. Hane halkı tasarruflarını değerlendirirken, firmalar yatırımları için gerekli olan finansmanı uygun koşullarda temin etme olanağına kavuşurlar. Hükümetler de bütçe dengesini sağlamaya çalışırlar.

Uluslar arası piyasalar, döviz, tahvil ve hisse senedi piyasaları, ticari krediler ve özellikle 1990'lardan sonra hızla gelişmeye başlayan vadeli işlemler piyasaları olarak ayrıştırılabilir.

Kamu sektörü ve özel sektör uluslar arası piyasalarda genellikle ticari bankalardan kredi kullanır ve/veya tahvil ihraç eder. Ticari krediler, genellikle sendikasyon kredisi şeklinde alınan orta ve uzun vadeli dış kredilerdir. Özellikle 1970'li yıllarda yoğun şekilde kullanılan sendikasyon kredileri günümüzde de halen kullanılmaktadır. Sendikasyon kredileri, bir lider (öncü) banka eşliğindeki bankalar konsorsiyumunun temin ettiği orta ve uzun vadeli kredilerdir. Sendikasyon kredileri ile, uluslar arası mali piyasalardan borçlanma olanağı oldukça düşük olan firma, banka, kurum ya da ülkelere, uygun vade ve faiz oranı koşullarında borçlanma olanağı tanınmaktadır. Sendikasyon kredilerinin faiz oranı LIBOR + risk primi şeklinde ifade edilmektedir. Örneğin Türkiye'de Karayolları Genel Müdürlüğü tarafından yürütülen otoyol projelerinin finansmanında genel olarak sendikasyon kredileri kullanılmaktadır.

Gelişmekte olan ülkelerin dış borçlanma faizlerinin belirleyicisi olarak ihraç edilen menkul kıymetlerin getirisi ve spreadler<sup>15</sup> önem taşımaktadır. Spreadlerin belirlenmesinde asıl belirleyici değişken borçlanan ülkenin "ülke riski" olmakla birlikte küresel ekonomik gelişmeler, ABD faiz oranları (fed funds rate) ve petrol fiyatları da belirleyicidir. Amerikan Merkez Bankası FED'in alacağı kararlar, gelişmekte olan ülkeler genellikle ABD Doları

<sup>14</sup> Çok uluslu şirketler: (Multinational Companies). Tanım olarak, oldukça yüksek aktif büyüklüğü ve kar rakamları olan şirketler. General Motors, Exxon, Renault gibi şirketler örnek olarak gösterilebilir. Bu tür şirketler genel olarak uluslararası iktisat teorilerindeki karşılaştırmalı üstünlükler teorisine göre, ucuz hammadde ve son yıllarda giderek artan bir trend olarak ucuz işgücü, vergi avantajları ve teşviklerden yararlanmak amacıyla üretimlerini deniz aşırı ülkelere taşırlar. Daha fazla bilgi için bkz: Seyidoğlu, Halil. "Uluslararası İktisat". Gizem Yayınları. İstanbul, 1996.

<sup>15</sup> Spread: Gelişmekte olan ülkelerin kamu tahvilleri getirileri ile ABD Hazine bonolarının getirisi arasındaki fark. ABD'de faiz oranları yükselirse, onların Hazine bonolarının getirileri artar, GOÜ'lerin tahvillerine olan talep düşer ve dolayısıyla aradaki fark (spread) düşer.

cinsinden borçlandıkları için, bu ülkelerin dış borçlanma stoku ve servisi üzerinde oldukça önemlidir. Spreadlerin artması, Amerikan hazine tahvil ve bonolarının getirilerinin artması, yani ABD tahvillerine olan talebin dolayısıyla da Amerika'ya sermaye girişinin artması demektir. Bu da yatırımcılar ABD varlıklarına geçeceklerinden söz konusu bölgelerden sermaye çıkışı demektir. Spreadlerin düşmesi de tersi bir duruma işaret eder.

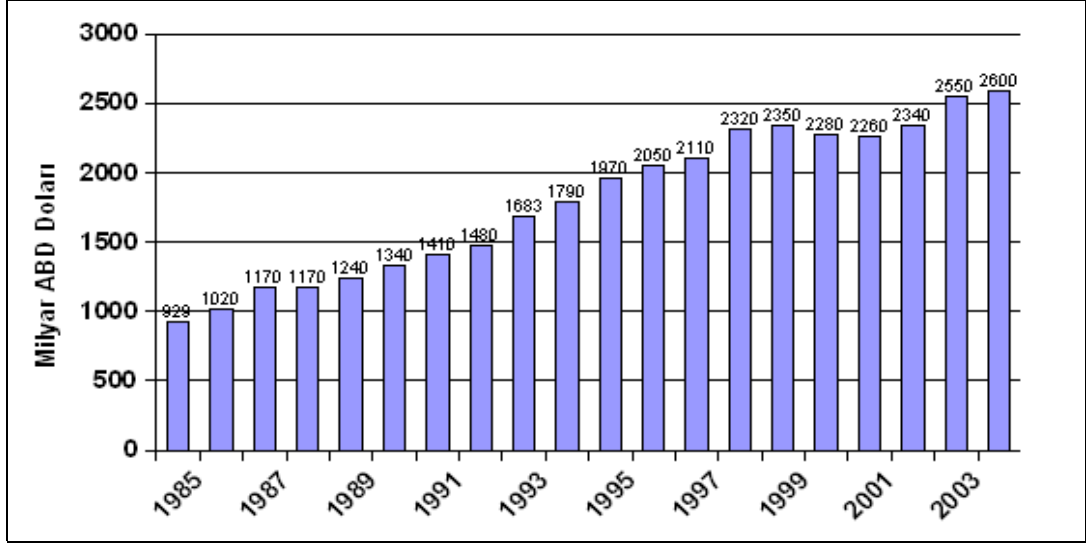
Bu konuda, gelişmekte olan 21 ülkenin uluslar arası piyasalarda ihraç ettiği menkul kıymetlerin getirileri ve ülkelerin payları ile ağırlıklandırılmış EMBI Endeksi yatırımcılar ve para otoriteleri tarafından yakından takip edilir. ABD'de getiri oranları artarsa, endeks düşer.

Uluslar arası mali piyasalar risk paylaşımı (örneğin sendikasyon kredileri), likidite ve bilgi akışını sağlayarak (küresel iletişim), piyasaların daha etkin bir biçimde işlemesine yardımcı olurlar. Aynı zamanda işlem maliyeti de düşmektedir. Finansal gelişmelerin ve hedging tekniklerinin etkisiyle yatırımcının portföyündeki mali varlıkların çeşitliliğinin artması, yatırımcının toplam riskinin düşmesine yardımcı olur. Yatırımcının portföyü, çeşitli mali varlıklardan oluşan bir sepettir. Bu sepet, tek bir mali varlıktan oluşabileceği gibi, birden çok mali varlıktan da oluşabilmektedir. Yatırımcı, portföyünde hisse senedi, bono, tahvil vs gibi mali araçları bulundurabilir. Risk, yatırımcının elindeki mali varlık ya da mali varlıklardan beklediği getiri ile gerçekleşen getiri arasındaki farka bağlı olarak ortaya çıkan belirsizlik derecesini ortaya koyan bir unsurdur. Likidite herhangi bir mali varlığın nakite dönüşebilme derecesini belirlemektedir. Mali varlığın likiditesi yükseldikçe, nakite dönüştürülme hızı da artmaktadır. Örneğin, nakit para likiditesi en yüksek olan mali varlıktır. Bunun dışında bankalardaki vadeli ve vadesiz mevduatlar, hisse senedi ve bono gibi mali varlıklar da likiditesi yüksek olan mali varlıklar arasında yer almaktadır. Ancak, dayanıklı tüketim malları, gayrimenkuller likiditesi oldukça düşük olan, nakde dönüştürülebilmesi oldukça zaman alan mali varlıklar arasında bulunmaktadır. Mali piyasaların sağladığı faydalardan son bir tanesi, bilgi akışını sağlamasıdır. Bu bilgi akışı, piyasalar arasındaki işlem maliyetini düşürmektedir.

Sonuç olarak diyebiliriz ki, uluslar arası mali piyasalar yatırım-tasarruf açığının kapatılması ve mevcut fon kaynaklarının daha etkin bir şekilde

kullanılmasının sağlanmasında önemli rol oynarlar. Öte yandan yatırımcılar, portföy yatırımlarını çeşitleyerek ve uluslar arası mali piyasaların sunduğu arbitraj imkanlarından yararlanarak, riskten korunma (hedging) olanağına kavuşurlar.

#### 2. 4. Gelişmekte olan Ülkelerde Dış Borçlanma



**Grafik 2. 1: Toplam Dış Borç Stoku, Gelişmekte Olan Ülkeler** <sup>16</sup>

Kaynak: Dünya Bankası

BM'in kurulmasından önce şu an gelişmiş ülkeler kategorisinde yer alan ülkelerde başlayan kurumsal entegrasyon hareketleri BM'in kurulması ve faaliyete geçmesiyle hızlanmıştır. Özellikle, 2. Dünya Savaşı'ndan sonra 1946 ve 1973 yılları arasındaki dönemde ABD'nin Avrupa'daki savaş yaralarını sarmak amacıyla başlattığı hareketler sonucunda kurulan IMF ve Dünya Bankası, dünya ekonomisinde değişen bir dünya düzeninin sinyallerini vermeye başlamıştır. Bu dönemde öncelikle Avrupa'ya sunulan olanaklar, daha sonra söz konusu devletlerin gelen sermaye akımlarını verimli alanlarda değerlendirerek refaha ulaşmalarıyla, bu sefer dünyanın öteki bölgelerinde bulunan gelişmekte olan ve az gelişmiş bölgelere yönelmeye başlamıştır.

<sup>16</sup> Toplam Dış Borç Stoku: Kamu, kamu garantili ve özel sektör kredileri, IMF'den yapılan kullanımlar ve Dünya Bankası yetkilileri tarafından tahmin edilen kısa vadeli dış kredilerin toplamından oluşmaktadır. Kamu, kamu garantili ve özel sektör kredileri uzun vadeli krediler olarak alınmaktadır.



Gelişmekte olan ülkelerin dış borç stoku 1970'lerden bu yana sürekli yükselmektedir. 1980'lerde yaşanan borç krizi sonrasında da devam eden artış, 1997 yılı sonrasında biraz hız kaybetmiş görünse de, 2000'li yıllarda da yükselmeye devam etmektedir. Toplam Dış Borç Stokunun yükselmesi, oldukça önemlidir. Ancak dış borcun servisi gerçekleştirilebildiği sürece sorun gözükmemektedir. Ancak toplam sermaye hareketleri içinde riskli olan dış borçların miktarı değil, portföy, DYY gibi yatırım cinsinden anapara ve faiz geri ödemesi olmayan hareketlerinin yönü öngörülemez sermaye hareketleridir. Öte yandan toplam dış borç stokunun içinde kısa vadeli dış borcun payındaki gidişat (trend) önemlidir. Bu oranın artış trendinde olması ve volatilitésinin yüksek olması kriz göstergesi olarak değerlendirilmektedir.

**TABLO 2.2. TOPLAM NET SERMAYE GİRİŞLERİ (GOÜ) MİLYON**

	1970	1980	1990	1998	1999	2000	2001	2002	2003	2004
<b>DYY</b>	1,73	10	22	171,5	182,4	166,1	174,8	154	152	166
<b>PORT</b>	-2	-1	3,39	6,58	12,7	12,38	6,02	5,9	24,9	26,8
<b>LTD</b>	6,77	61,91	42,96	105,24	37,68	12,34	979	-8,33	8,59	41,01
<b>STD</b>	...	29,48	13,20	-64,45	-20,08	-7,88	-23,89	2,79	48,97	53,57

Kaynak: GDF, 2004

Yukarıdaki tablodan da görüldüğü üzere, toplam sermaye girişleri içinde DYY'lar özellikle 1990'ların sonunda 150 milyar ABD Dolarının üstündedir. LTD ve STD, uzun ve kısa vadeli net dış borç girişleridir. Net dış borç girişi demek, cari dönem içinde anapara ve faiz geri ödemesinden sonra kalan değerdir. Portföy yatırımı girişleri (PORT) ve STD değerlerindeki oynamalar dikkat çekicidir. DYY ve LTD daha istikrarlıdır. 1998 sonrasında kısa vadeli dış borç giriş değerleri negatife düşmüştür. Yine bu dönemde portföy yatırımları yükselmiş, 2004 dönemi itibariyle de kısa vadeli dış borç girişleri portföy yatırımları ve uzun dönem dış borç rakamlarını aşmıştır.

Yine aynı dönemde bazı önemli dış borç göstergelerine bakılırsa,

**TABLO 2.3. DIŞ BORÇ GÖSTERGELERİ (YÜZDE)**

	1990	1998	1999	2000	2001	2002	2003	2004
<b>TDS/EX</b>	178,3	154,2	149,3	121,4	120,6	114,7	104,7	87,0
<b>TDS/GSMH</b>	36,1	42,7	44,7	40,2	39,2	39,8	38,6	35,2
<b>FAİZ/EX</b>	8,5	7,3	7,2	6,4	5,9	4,7	4,1	3,5

	1990	1998	1999	2000	2001	2002	2003	2004
<b>FAİZ/GSMH</b>	1,7	2,0	2,2	2,1	1,9	1,6	1,5	1,4
<b>REZ/TDS</b>	13,9	27,3	28,4	31,0	35,0	41,7	50,0	61,0
<b>REZ/İTH (AY)</b>	2,9	4,7	5,0	4,5	5,0	5,9	6,5	6,4
<b>ST/TDS</b>	15,2	15,2	14,2	13,9	14,2	13,7	15,7	17,7

Kaynak: GDF, 2004

Tabloda TDS; toplam dış borç stokunu, ST; kısa vadeli dış borçları göstermektedir. EX, ihracattır. Toplam dış borç stokunun (TDS) ihracat içindeki payı düşmektedir. Oranın düşmesi gelişmekte olan ülkeler açısından olumlu olarak değerlendirilmektedir. Öte yandan Faiz/GSMH'nin düşük olması ve Rezervler/TDS'nin artış trendinde olması olumlu gelişmelerdir. Rezervlerin ithalatı karşılama oranı (aylık) artmaktadır. Ancak kısa vadeli dış borcun toplam dış borç stoku içindeki payının artış trendinde olması dikkati çekmektedir. Ancak bu rasyoları değerlendirirken, izlenmekte olan sıcak para politikası nedeniyle yerli paranın yapay olarak değerlendirilmesi, diğer bir anlatımla dövizlerin değerlerinin düşürülmesi olgusunun yarattığı yanılığa karşı dikkatli olmak gerekmektedir.

## ÜÇÜNCÜ BÖLÜM

### PANEL VERİ ANALİZİ

Sermaye hareketlerinin ekonomik büyüme üzerindeki etkilerini inceleyen ampirik çalışmalarda, panel veri analizinin özellikle son on yılda yoğun bir şekilde kullanılmaya başlandığı görülmektedir. Panel veri analizinde Zaman serisi ve yatay kesit veriler bir arada bulunmaktadır. Panel veri analizinin zaman serisi ya da yatay kesit verilerinden tekini barındıran analizlere göre birçok avantajı vardır. Bunlar; 1) gruplar arası heterojenlik etkilerinin daha iyi kontrol edilmesi, 2) açıklayıcı değişkenler arasındaki çoklu bağlantıyı azaltmanın mümkün olması, 3) ekonometrik tahmin edicilerin etkinliğinin artırılması şeklinde sıralanabilir. (Gür, 1998) Buna karşılık analizdeki temel sorunlar; örneklem seçimi, heterojenlik eğilimi, ölçüm problemidir.

Bu bölümde öncelikle çalışmada kullanılan panel veri analizi tanıtılacaktır. Panel veri analizindeki Fixed Effects (LSDV) ve Random Effects Modeli (REM) kapsamındaki tahmin süreçleri tartışılacaktır.

#### 3.1. Tanım

Çalışmada dengeli panel veri seti analizi yapılmaktadır. Dengeli panel veri setinde ülkeler ve dönemler açısından eşit sayıda veri bulunmakta, herhangi bir ülke ve döneme ilişkin verilerde farklılık veya eksik veri bulunmamaktadır.

Panel veri analizinde veri seti  $n$  adet cross-sectional birimden oluşmaktadır. Şöyle ki;  $i$ = Ülke,  $t$ = Dönem dersek;  $i= 1, 2, \dots, n$ .  $T= 1, 2, \dots, T$ . Her  $T$  döneminde  $n$  gözlendiğinde göre, veri setindeki toplam gözlem sayısı,  $nT$ 'ye eşittir.

Panel veri analizinin çerçevesini oluşturan klasik regresyon modeline bakılırsa;

$$y_{it} = \alpha + \beta' x_{it} + e_{it} \quad (3.1)$$

Burada  $y_{it}$  bağımlı değişken,  $x_{it}$  açıklayıcı değişkenler seti,  $\beta'$  eğim katsayıları,  $e_{it}$  hata terimleri vektörü ve  $\alpha$  sabit kesişim katsayısıdır.  $i$  modelde yer alan grup sayısını ( $i=1, \dots, n$ ) ve  $t$  her bir gruba ait zaman uzunluğunu ( $t=1, \dots, T$ ) göstermektedir.

Panel veri kullanılarak; 1) Klasik En Küçük Kareler Modeli (OLS), 2) Bir Faktörlü Sabit Etkiler Modeli (LSDV), 3) Bir Faktörlü Tesadüfi Etkiler Modeli (REM1), 4) İki Faktörlü Sabit Etkiler Modeli (LSDV ve TIME) ve 5) İki Faktörlü Tesadüfi Etkiler Modeli (REM2) olmak üzere beş adet tahmin edilecek model sözkonusudur.

### 3.1.1. En Küçük Kareler (OLS) Modeli

Yukarıdaki (3.1) nolu denklemlerle ifade edilen bu modelde her bir gruba (ülkeye) ait spesifik etkileri yansıtan kukla değişkenler olmaksızın bütün grupların verileri bir havuzda (pool) toplanmakta ve açıklayıcı değişkenlerin bağımlı değişken üzerindeki etkileri araştırılmaktadır.

OLS modelinin varsayımları şunlardır:

$$E[e_{it}] = 0,$$

$$Var[e_{it}] = \sigma^2, \quad (3.2)$$

$$Cov[e_{it}, e_{js}] = 0, \quad (t \neq s) \text{ ya da } (i \neq j) \text{ iken.}$$

### 3.1.2. Tek Faktörlü Sabit Etkiler Modeli (LSDV)

En Küçük Kareler Kukla Değişkeni Modeli olarak adlandırılan bu modelin temel amacı, veri setindeki her bir gruba ait spesifik etkiyi ifade eden bilinmeyen sabit terimi ( $\alpha_i$ ) de tahmin etmektir. Tahmin edilecek LSDV Modeli kapalı olarak ifade edilmektedir.

$$y_{it} = \alpha_i + \beta' x_{it} + e_{it} \quad (3.3)$$

Matris notasyonu ile bu model;

$$\begin{bmatrix} y_1 \\ y_2 \\ \cdot \\ \cdot \\ y_n \end{bmatrix} = \begin{bmatrix} i & 0 & \dots & 0 \\ 0 & i & \dots & 0 \\ \cdot & \cdot & \cdot & \cdot \\ \cdot & \cdot & \cdot & \cdot \\ 0 & 0 & \dots & i \end{bmatrix} \begin{bmatrix} \alpha_1 \\ \alpha_2 \\ \cdot \\ \cdot \\ \alpha_n \end{bmatrix} + \begin{bmatrix} x_1 \\ x_2 \\ \cdot \\ \cdot \\ x_n \end{bmatrix} \beta + \begin{bmatrix} e_1 \\ e_2 \\ \cdot \\ \cdot \\ e_n \end{bmatrix} \quad (3.4)$$

şeklinde gösterilmektedir. Kukla değişkene ait katsayıların performans testi, F- istatistiği testine dayanmaktadır. Sıfır hipotezi ( $H_0$ ) ve alternatif hipotezi ( $H_1$ ) aşağıdaki gibidir.

$$H_0 : \alpha_1 = \alpha_2 = \dots = \alpha_n$$

$$H_1 : \alpha_1 \neq \alpha_2 \neq \dots \neq \alpha_n$$

Sıfır hipotezi, etkin tahmin modelinin OLS olduğunu ifade etmektedir. Şayet F-istatistiği tablo değerinin üstünde yer alırsa, kukla değişkenlerine ait katsayıların farklı olduğu sonucuna ulaşılır ve sıfır hipotezi reddedilir. Tahmin yöntemi olarak OLS modeli yerine LSDV modeli kullanılır.

OLS modelindeki sabit kesişim katsayısı LSDV modelinde farklı değerler almaktadır. Modelin temel amacı, gruplara özgü bu farklı sabit katsayıların tahmin edilmesidir. OLS modelindeki temel varsayım gruplara özgü sabit kesişim katsayılarının değişmemesi iken, LSDV modelinde farklı olmasıdır.

### 3.1.3. Tek Faktörlü Tesadüfi Etkiler Modeli (REM 1)

Bir diğer adı Error Component Model olan REM1 modelinde LSDV modelinden farklı olarak,  $\alpha_i$ 'lerin sabit katsayılar olmadığı; aksine bağımsız tesadüfi değişkenler olduğu varsayılmaktadır. REM1 aşağıdaki ifade edilebilir.

$$y_{it} = \beta' x_{it} + v_{it} \quad (3.5)$$

şeklinde iki kısımdan oluşmaktadır. zaman içerisinde değişmeyen i. gruba ait spesifik etki terimidir. Modelin varsayımları şunlardır.

$$E[e_{it}] = E[\alpha_i] = 0,$$

$$E[e_{it}^2] = \sigma_e^2,$$

$$E[\alpha_i^2] = \sigma_\alpha^2$$

$$E[e_{it}\alpha_j] = 0, \text{ (tüm } i, t, j \text{ ler için)} \quad (3.6)$$

$$E[e_{it}e_{js}] = 0, \text{ (} t \neq s \text{ ve } i \neq j \text{ iken)}$$

$$E[\alpha_i\alpha_j] = 0, \text{ (} i \neq j \text{ iken)}$$

$$E[v_{it}^2] = \sigma_e^2 + \sigma_\alpha^2$$

$$E[v_{it}v_{is}] = \sigma_\alpha^2$$

Tahminde REM1'in mi yoksa OLS modelinin mi kullanılacağı konusunda, modeldeki gruplar arasında değişen varyans (groupwise heteroscedasticity) testinin yapılması gerekmektedir. Bu amaca yönelik olarak, Lagrange Çarpan Test (Lagrange Multiplier Tests) ve Olasılık Oranı Test (Likelihood Ratio Test) istatistikleri kullanılmaktadır. Sıfır hipotezi,

grupların varyanslarının eşit (gruplar arası sabit varyans) olduğunu ifade etmektedir.

$$H_0 : \sigma_1^2 = \sigma_2^2 = \dots = \sigma_n^2$$

$$H_1 : \sigma_1^2 \neq \sigma_2^2 \neq \dots \neq \sigma_n^2$$

LM-test istatistiğine bağlı olarak,  $H_0$  hipotezinin kabul edilmemesi durumunda REM1 modeli OLS modeline tercih edilmektedir.

Panel veri analizinde gruplara özgü spesifik etkilerin sabit ya da tesadüfi algılanması model seçiminde karşılaşılan en önemli sorunlardan biridir. Dolayısıyla LSDV ve REM1 modellerinden hangisinin tahmin modeli olarak seçileceği önemli bir sorundur. LSDV modelinde, gruplara ait spesifik katsayılar sabit iken, REM1 modelinde bu katsayılar bir örneklemden tesadüfi olarak çekilmiş değerlerdir. Buna göre LSDV modeli için OLS En Etkin ve Sapmasız (BLUE-Best Linear Unbiased Estimator) bir tahmin edici iken, REM 1 modelinde GLS En Etkin ve Sapmasız bir tahmin edicidir. (Gür, 1998)

Hsiao'da (1993) gruplara özgü spesifik etkilerin sabit ya da tesadüfi olarak belirlenmesi araştırmacının tercihine bırakılmıştır. (Gür, 1998) Verilerin içeriği, elde edilme koşulları ve yöntemi bu süreçte önem taşımaktadır. Ancak her iki modelinde kendine özgü dezavantajları vardır. Sabit Etkiler Modelinde serbestlik derecesi anlamında sorun taşırken, Tesadüfi Etkiler Modeli, spesifik etkiler ve açıklayıcı değişkenler arasında herhangi bir korelasyon bulunmadığı gibi keyfi bir varsayıma dayanması açısından sorun taşımaktadır. (Gür, 1998)

Bu noktada, Hausman model tanımlama test istatistiği yaygın olarak kullanılmaktadır. Bu test gruba ait spesifik etkinin tesadüfi olduğunu varsaymaktadır. Açıklayıcı değişkenler ile gruplara ait spesifik etkiler arasında korelasyon bulunmadığı boşluk hipotezine göre, LSDV ve GLS modeli tutarlı iken, OLS etkin değildir. Gruplara özgü spesifik etkiler ile açıklayıcı değişkenler arasında korelasyon olduğu varsayılırsa, OLS tutarlıdır. Buna göre, Hausman testi, modelin açıklayıcı değişkenleri ile gruba ait spesifik etkiler arasında korelasyonun mevcut olup olmadığının tespitine

yönelik olarak kullanılmaktadır. Dolayısıyla, oluşturulan boşluk hipotezi ve alternatif hipotezi;

$$H_0 : Cov(x_{it}, \alpha_i) = 0$$

$$H_1 : Cov(x_{it}, \alpha_i) \neq 0$$

olarak ifade edilir. LSDV modelinde Hausman istatistiğinin yüksek değerleri tercih edilirken, REM1'de ise düşük değerleri tercih edilmektedir. Hausman test istatistiği (ki-kare) dağılımlıdır. Test istatistiği tablo değerinden daha büyük olduğu durumlarda gruba ait spesifik etkiler ile açıklayıcı değişkenler arasında korelasyonun olmadığı hipotezi olan hipotezi reddedilir. Bu durumda, LSDV modeli REM1 modeline tercih edilmektedir.

#### 3.1.4. Çift Faktörlü Sabit Etkiler Modeli (LSDV ve TIME)

Bu modelde her bir grup için grup etkisi ( $\alpha_i$ ), her bir period için zaman etkisi ( $\gamma_t$ ) ve sabit katsayı ( $\alpha_0$ ) yer almaktadır. LSDV ve TIME modeli;

$$y_{it} = \alpha_0 + \alpha_i + \gamma_t + \beta' x_{it} + e_{it} \quad (3.7)$$

şeklinde gösterilmektedir.

#### 3.1.5. Çift Faktörlü Tesadüfi Etkiler Modeli (REM 2)

REM1 modeli ile aynı yapıda olup, tesadüfi olarak belirlenen gruba ait spesifik etkinin yanısıra zamana ait spesifik etki yer almaktadır. REM2 modeli;

$$y_{it} = \beta' x_{it} + w_{it} \quad (3.8)$$

şeklinde gösterilmektedir. Burada  $w_{it} = \gamma_t + e_{it} + \alpha_i$  olarak ifade

edilmektedir. Varyans-Kovaryans matrisi,  $E \begin{bmatrix} w_{it}^2 \end{bmatrix} = \sigma_e^2 + \sigma_\alpha^2 + \sigma_\gamma^2$  üç unsurdan oluşmaktadır.





## DÖRDÜNCÜ BÖLÜM

### GELİŞMEKTE OLAN ÜLKELERDE EKONOMİK BÜYÜME VE DIŞ KREDİLER

Bu bölümde üçüncü bölümde teorik açıklaması yapılan panel veri analizi ile elde edilen ampirik sonuçlar tartışılacaktır. Örneklemdaki ülke sayısı 31, incelenen dönem aralığı 1982 ve 2003 arasındadır. Bu bölümde ampirik çalışmadaki değişkenlerin veri kaynakları, modelde kullanılan değişkenlerin açıklama ve tanımları yapılacak, veri tabanı tanıtılacak, ülke seçim kriterleri ve örneklemdaki ülkeler belirtilecektir. Son bölümde ise, alternatif tahmin yöntemlerine ilişkin tahmin sonuçları açıklanacaktır. Panel veri analizindeki bağımlı değişken, ekonomik büyümedir. Ekonomik büyüme, nominal GSMH'deki yıllık değişim ile gösterilmiştir.

Üçüncü bölümde teorik açıklama yapıldığından, bu bölümde ayrıca panel veri analizine ilişkin teknik detaylar verilmeyecektir. Sadece kurulan büyüme modelinin tahmin edildiği panel veri analizinin sonuçları ortaya konacaktır. Panel veri analizindeki beş adet alternatif tahmin yöntemi, sermaye hareketleri ile ekonomik büyüme arasındaki etkileşimin derece ve yönünü belirleme amacıyla kurulan ilişkiye uygulanmıştır. Sermaye hareketlerine ilişkin katsayılar önce OLS ile tahmin edildikten sonra, tek yol (birim spesifik) sabit ve tesadüfi etkiler modeli ile tahmin edilmiş, daha sonra çift yol (birim ve dönem spesifik) sabit ve tesadüfi etkiler modeli ile tahmin edilmiştir. Sonuçlar, Hausman test istatistiği ve diğer klasik test istatistikleri bazında karşılaştırılmıştır.

Son bölümde ise, gerçekleşen ve panel veri analizi ile tahmin edilen büyüme oranları arasındaki trend sunulmuştur.

#### **4.1. Veri Kaynakları**

Bu çalışmada, Global Development Finance 2005 CD ROM veri tabanı kullanılmıştır. GDF, CD ROM veri tabanı, gelişmekte olan ülkelerin dış borç ve sermaye hareketlerine ilişkin verilerinin toplandığı, DRS sistemiyle oluşturulmuş bir kaynaktır. Buna göre, Dünya Bankası (IBRD ve IDA)'na üye ülkeler, IBRD ve IDA'dan kullandıkları borç ve kredileri Dünya Bankası'na rapor ederler.

Çalışmada kullanılan veriler, yıllık olup, yaklaşık 20 yıllık bir dönemi kapsamaktadır. GDF veri seti, dış borç, dış borç servisi, sermaye akımları, borçlanma unsurları, borçların yeniden yapılandırılması, temel ekonomik büyüklükler ve borç rasyoları ile ilgili olarak yaklaşık 136 ülkenin raporladıkları verileri içermektedir. Bazı veriler tahmindir. Öte yandan yine bu veri setinde, dış borç kompozisyonu, mevcut borç stoku ve kullanılmayan borç, taahhüt edilen ve sunulan krediler, anapara ve faiz ödemeleri, borç kompozisyonu, borcun sektörel ayrımı ve borçluların dağılımı üzerine detaylı bilgi sunulmaktadır. GDF veri setinde, GSMH, ihracat, ithalat, cari işlemler dengesi kalemleri, üretim, yatırım, enflasyon ve diğer makroekonomik değişkenlere ilişkin veriler de bulunmaktadır.

#### **4.2. Verilerin Açıklaması ve Tanımlar**

GDF'deki verilere ilişkin hesaplama metodolojisi GDF özet tablolarında açıklanmıştır<sup>17</sup>. Özet tabloların oluşturulacağı borç verileri öncelikle ortak bir para birimine dönüştürülür. Dış borca ilişkin veriler genellikle borçların geri ödendiği paranın cinsindedir. Stok veriler için IMF'in IFS yayınındaki dönem sonu döviz kurları kullanılırken, akım veriler için yıllık ortalama döviz kurları kullanılır. 1970'den bu yana Dünya Bankası DRS sistemi özel sektörün garantisiz uzun dönem ticari borçlarını da kapsamaktadır. Veri tabanı toplam sermaye akımları, dış borç stoku ve servisi ile anapara ve faiz ödemelerini içermektedir.

GDF'te tanımlanan toplam dış borç stoku, kamu ve kamu garantili uzun dönem dış borç, özel sektörün garantisiz uzun dönem dış borcu, IMF kullanımları ve kısa vadeli dış borçlardan oluşmaktadır. Uzun dönem dış

---

<sup>17</sup> Global Development Finance, Summary and Country Tables (2005)

borç, yerleşik olmayanlara ait, orijinal ya da uzatılmış vadesi bir yıldan fazla ve yabancı para, mal ya da hizmet ile geri ödemesi yapılabilen dış borçtur. Üç bölümden oluşmaktadır. Bunlar, kamu borcu, kamu garantili dış borç ve özel sektörün garantisiz dış borcudur. Veri tabanında kamu ve kamu garantili dış borç toplu olarak gösterilmektedir.

Toplam sermaye akımları, uzun dönem dış borç (IMF hariç) ve borç niteliğinde olmayan sermaye girişlerinden oluşmaktadır. Borç niteliğinde olmayan sermaye girişleri DYY ve hisse senedi portföy yatırımlarıdır. DYY ve hisse senedi portföy yatırımlarının dış borçlar gibi anapara ve faiz ödemeleri yoktur. Bu nedenle borç değil, yatırım statüsündeki sermaye girişleridir. Ancak DYY'larda kar transferleri, portföy yatırımlarında da temettü geri ödemeleri vardır. Özel sermaye girişleri olarak da adlandırılabilir. Öte yandan geri ödemesi olmayan hibeler de bu kategoride yer almaktadır.

DYY'lar, yerleşik olmayanlar tarafından yurtiçinde gerçekleştirilen yatırımlardır. Genellikle yüzde 10 ve üstündeki hisse alımları DYY olarak değerlendirilir. Yatırımcının amacı, yönetimde etkin olmaktır.

Portföy hisse yatırımları, ülke fonları, Amerikan ya da global mevduat sertifikaları ve yabancı yatırımcıların satın aldıkları hisse senedlerinden oluşmaktadır. Bu çalışmada, hisse senedi portföy yatırımlarına ilaveten bono, tahvil portföy yatırımları da eklenmiştir. Bono ve tahvil portföy yatırımları, yabancı yatırımcıların satın aldıkları ülkedeki kamu ve/veya özel sektör tarafından ihraç edilen bono ve tahvil gibi yatırım araçlarıdır.

İhracat ve ithalat makro ekonomik değişkenler arasında yer almaktadır. İhracat, toplam mal ve hizmet ihracının değeri ve işçi dövizleri ile yatırım gelirleri; ithalat ise mal ve hizmet ithalatının toplam değeri ile dışarı ödenen gelirlerdir. Değerler, IMF'in Balance of Payments Manual'inden alınmıştır.

Nominal GSMH de makro ekonomik değişkenlerin bulunduğu bölümde yer almaktadır. GSMH, yerleşikler tarafından üretilen katma değer ve sübvansiyonlar haricinde üretimin değerlendirilmesine konu olmayan üretim vergileri toplamı ve dışarıdan ülkeye giren işçi dövizleri toplamıdır.

GSMH verileri, ulusal istatistik büroları ve merkez bankalarından alınmaktadır.

### 4.3. Ülkeler

Bu çalışmada, 31 ülkenin verileri analiz edilerek, dış kredi ve yatırım girişlerinin ekonomik büyümeyi etkileyip etkilemediği araştırılacaktır. Örneklemdaki ülkeler; Bolivya, El Salvador, Endonezya, Fas, Filipinler Hindistan, Honduras, Jamaika, Kenya, Kolombiya, Kosta Rika, Malezya Meksika, Mısır, Nepal, Nikaragua, Ürdün, Panama, Pakistan, Papua Yeni Gine, Paraguay, Peru, Sri Lanka, Sudan, Şili, Tayland, Tunus, Türkiye, Uganda, Uruguay ve Venezüella'dır. Bu ülkeler, hükümetler, uluslar arası kurumlar, ticari bankalar ve diğer özel kaynaklardan yüksek miktarda dış kredi kullanmaktadır. Ülke seçimindeki temel kriter, uzun dönem verilere ulaşılabilme durumuydu. Buna göre, örneğin geçiş ekonomileri tabir edilebilecek Doğu Avrupa ekonomileri dışarıda bırakıldı. Öte yandan Arjantin, Brezilya ve Çin gibi verileri diğer ülke verilerine kıyasla daha dışarıda olan ülkeler de analizden çıkarıldı.

GDF veri tabanı, ülkeleri gelir düzeyi, borçluluk seviyesi ve bölgesel konumlarına göre ayırtmıştır. 31 ülkenin 23'ü orta gelirli iken, geri kalan 8'i düşük gelirlidir. Sınıflandırmaya göre, 2003 yılında kişi başı geliri 765 ABD Doları'nın altındaki ülkeler, düşük gelirli ülkeler, 766 ve 9,385 ABD Doları arasında bulunan ülkeler ise orta gelirli ülkeler kategorisine alınmıştır.

Öte yandan, altı coğrafi bölge oluşturulmuştur. Bunlar, Doğu Asya-Pasifik, Avrupa ve Merkez Asya, Latin Amerika ve Karayibler, Orta Doğu ve Kuzey Afrika, Güney Asya ve son olarak da Afrika'dır.

Üçüncü sınıflandırma dış borç düzeyi ile ilgilidir. Toplam altı adet sınıflandırma vardır. Bunlar, borç düzeyi yüksek düşük gelirli ülkeler, borç düzeyi yüksek orta gelirli ülkeler, borç düzeyi orta düşük gelirli ülkeler, borç düzeyi orta yüksek gelirli ülkeler, borç düzeyi az düşük gelirli ülkeler, borç düzeyi az orta gelirli ülkelerdir. Sınıflandırmaya göre eğer ülkelerin ana borç rasyolarından biri kritik düzeyin üzerindeyse borç düzeyi yüksek ülke kategorisine alınmaktadır. Bu rasyolar, dış borç servisinin GSMH'ye oranının şimdiki değeri ve dış borç servisinin ihracata oranının şimdiki değeridir. Dış

borç servisinin GSMH'ye oranının şimdiki değeri, yüzde 80'in, dış borç servisinin ihracata oranının şimdiki değeri yüzde 220'nin üzerindeyse, dış borç düzeyi yüksek, birinci oran yüzde 80 ile yüzde 48 arasında, ikinci oran, yüzde 220 ile yüzde 132 arasında ise dış borç düzeyi orta ve bu oranlar sırasıyla yüzde 48 ve yüzde 132'den düşük ise dış borç düzeyi az olarak tanımlanmaktadır. Bu çalışmada, yedi ülke yüksek düzeyde borçlu, onaltı ülke orta derecede borçlu, geri kalan sekiz ülke de düşük derecede borçlu ülke kategorisindedir. Aşağıdaki tabloda Dünya Bankası'nın yaptığı sınıflandırmaya göre örneklemedeki ülkelerin, gelir düzeyleri, bölgesel konumları ve dış borç düzeyleri yer almaktadır.

**TABLO 4.1. ÜLKELER**

	ÜLKELER	GELİR DÜZEYİ	BÖLGESEL KONUM	BORÇ DÜZEYİ
1	BOLİVYA	ORTA	LATİN AMERİKA	ORTA
2	EL SALVADOR	ORTA	LATİN AMERİKA	ORTA
3	ENDONEZYA	ORTA	ASYA	YÜKSEK
4	FAS	ORTA	ORTADOĞU	DÜŞÜK
5	FİLİPİNLER	ORTA	ASYA	ORTA
6	HİNDİSTAN	DÜŞÜK	ASYA	DÜŞÜK
7	HONDURAS	ORTA	LATİN AMERİKA	ORTA
8	JAMAİKA	ORTA	LATİN AMERİKA	ORTA
9	KENYA	DÜŞÜK	AFRİKA	ORTA
10	KOLOMBIYA	ORTA	LATİN AMERİKA	ORTA
11	KOSTA RİKA	ORTA	LATİN AMERİKA	DÜŞÜK
12	MALEZYA	ORTA	ASYA	ORTA
13	MEKSİKA	ORTA	LATİN AMERİKA	DÜŞÜK
14	MISIR	ORTA	ORTADOĞU	DÜŞÜK
15	NEPAL	DÜŞÜK	ASYA	DÜŞÜK
16	NİKARAGUA	DÜŞÜK	LATİN AMERİKA	DÜŞÜK
17	PAKİSTAN	DÜŞÜK	ASYA	ORTA
18	PANAMA	ORTA	LATİN AMERİKA	YÜKSEK
19	PAPUA Y.GİNE	DÜŞÜK	ASYA	ORTA
20	PARAGUAY	ORTA	LATİN AMERİKA	ORTA
21	PERU	ORTA	LATİN AMERİKA	YÜKSEK
22	SRİ LANKA	ORTA	AFRİKA	ORTA
23	SUDAN	DÜŞÜK	AFRİKA	YÜKSEK
24	ŞİLİ	ORTA	LATİN AMERİKA	ORTA
25	TAYLAND	ORTA	ASYA	DÜŞÜK
26	TUNUS	ORTA	AFRİKA	ORTA
27	TÜRKİYE	ORTA	AVRUPA	YÜKSEK
28	UGANDA	DÜŞÜK	AFRİKA	ORTA
29	URUGUAY	ORTA	LATİN AMERİKA	YÜKSEK
30	ÜRDÜN	ORTA	ORTADOĞU	YÜKSEK
31	VENEZÜELLA	ORTA	LATİN AMERİKA	ORTA

Kaynak: GDF, 2005.

#### 4.4. Değişkenler

Ekonomik büyümede yatırım ve borç girişlerinin etkisini değerlendirme amacıyla yapılan bu çalışmada, toplam beş bağımsız değişken alınmıştır. Bu değişkenler, yatırım girişlerine ilişkin değişkenler, borç kompozisyonuna ilişkin değişkenler ve büyümeye ilişkin değişkenler olarak ayrıştırılabilir.

**TABLO 4.2. AÇIKLAYICI DEĞİŞKENLER**

<b>YATIRIM DEĞİŞKENLERİ</b>	
DYY'ların GSMH'ye oranı	<b>FDIGNI</b>
Portföy yatırımlarının GSMH'ye oranı	<b>PFGNI</b>
<b>BORÇ KOMPOZİSYONU</b>	
Uzun vadeli dış borç stokunun toplam dış borç stokuna oranı	<b>LTDEBT</b>
<b>BÜYÜME DEĞİŞKENLERİ</b>	
Büyüme oranının bir dönem gecikmelisi	<b>LAGGROWTH</b>
İhracat ve ithalat toplamının GSMH'ye oranı	<b>EXPIMPONI</b>

DYY'ların GSMH'ye oranı, yabancı sermaye girişleri ile ekonomik büyüme arasındaki ilişkiyi araştıran ampirik çalışmalarda sıklıkla kullanılmıştır. Bu parametre katsayısının pozitif olması beklenmektedir. Çünkü DYY'ların GSMH içindeki oranının artmasının, ekonomik büyümeye olumlu bir etki yapması beklenir.

Portföy yatırımlarının GSMH'ye oranı da aynı şekilde gerek hisse gerekse bono, tahvil olarak toplam olarak veri setine alınmıştır. Aynı şekilde birçok araştırmacıya göre GSMH içindeki payın yükselmesinin ekonomik büyümeyi olumlu yönde etkileyeceği beklenmektedir.

Borç kompozisyonu ile ilgili olarak, modele kısa vadeli dış borçların GSMH'ye oranı ile kısa vadeli dış borçların toplam dış borç stokuna oranı gibi değişkenler alınmıştır. Ancak borç ve sermaye girişlerinin ekonomik büyümeye etkisi ile ilgili olarak yapılan bu ampirik çalışmada, çoklu korelasyon ekonometrik probleminin yarattığı sorunlar nedeniyle elde edilen regresyon sonuçlarından hemen hemen en anlamlısı uzun vadeli dış borçların toplam dış borç stokuna oranının alındığı bu tahmin olmuştur. Her ne kadar, çoğunlukla proje kredileri olarak gelen bu kaynağın büyümeye

katkısının pozitif olacağı düşünülürse de, anapara ve faiz geri ödemeleri, en önemlisi de verimli yatırımlarda değerlendirilememeleri nedeniyle, katsayı işaretinin eksi olması beklenmektedir.

Son olarak da büyümeye yönelik değişkenlere bakıldığında, büyüme oranının bir dönem gecikmeli değeri ekonometrik araştırmalarda gerek modele alınmayan değişkenler sorununun giderilmesi ve gerekse de büyüme hızının açıklanmasındaki yadsınamaz önemi nedeniyle çalışmaya alınmıştır. Öte yandan literatürde de sıklıkla kullanılmıştır. Bu çerçevede büyüme akademisyenleri arasında halen “koşullu yakınsama” tartışmaları devam etmektedir. Buna göre yabancı sermayenin ekonomik büyümesi daha fazla olan ülkelere yöneldiği, oysa buna daha çok ihtiyacı olan geri kalmış bölgelerin daha çok pay alması gerektiği savunulmaktadır.

İhracat ve ithalat toplamının GSMH'ye oranı olan EXPIMPGNI, ülkelerin dışa açıklığını gösteren bir değişken olarak ekonomik büyüme literatüründe yer almaktadır. İşaretin pozitif olması beklenmektedir. Ancak burada belirtilmelidir ki, seçilen ülkeler nedeniyle, ülkeler ya dış ticaret açığı olan ya da kriz geçiren ülkeler. Bu durumda, (ihracat+ithalat)/GSMH içinde ithalatı fazla olan ülkelerin ödemeler dengesi krizine düşmesi durumunda, söz konusu değişkenin ekonomik büyüme üzerindeki toplam etkisinin negatif olması beklenmektedir. Ancak düşük borçlu Doğu Asya ülkeleri üzerinde 97-98 krizinin etkilerini dışladığımızda, farklı sonuçlar alma olasılığı, bu ülkelerin genelde dış ticaret fazlası veriyor olmaları nedeniyle fazla olabilir.

#### **4.5. Ampirik Sonuçlar**

Daha önce de belirtildiği gibi, ekonomik büyümede yabancı sermaye hareketlerinin ve borç rasyolarının etkisini araştıran bu çalışmada panel veri analizi kullanılmaktadır. Bu çerçevede OLS, tek yönlü sonuçlar için LSDV ve REM1, çift yönlü sonuçlar için ise LSDV ve TIME ve REM 2 analizleri yapılmaktadır. Nominal GSMH'deki yıllık yüzde değişim, tüm modellerde bağımlı değişkendir ve ekonomik büyümeyi göstermektedir. Üçüncü bölümde panel veri analizine ilişkin açıklama ve tahmin prosedürü hakkında bilgi verilmiştir. Bu bölümde sadece alternatif tahmin sonuçlarına ilişkin bulgular tartışılacaktır.



#### 4.5.1. OLS (Pooled Regression Model) Tahmini

Borç ve sermaye girişlerinin ekonomik büyüme üzerindeki etkisini araştıran bu ampirik çalışmada öncelikle OLS tahmini yapılacaktır. Veri seti her bir ülke için belirlenen değişkenlerin, gözlem dönemi süresince alınan değerlerinin sütun haline getirilmesiyle oluşturulmuştur. OLS tahmin sonuçları Tablo 4.3'te gösterilmektedir. İhracat ve ithalat toplamının GSMH'ye oranı dışında, tüm parametre katsayılarının işaretlerinin beklenen düzeyde olduğu görülmektedir. DYY'ların GSMH'ye oranının artması, portföy yatırımlarının GSMH'ye oranının artması ve büyüme oranının bir yıl gecikmeli değerindeki artışlar, ekonomik büyümeye pozitif katkı yapmaktadır. Öte yandan ülkenin dışa açıklığını gösteren ihracat ve ithalat toplamının GSMH'ye oranının artması ve uzun dönem borç stokunun toplam borç stokuna oranının artmasının büyümeye katkısının negatif olduğu görülmektedir. Yüzde 1 düzeyinde anlamlı olan ekonomik büyüme oranının bir dönem gecikmeli değeri dışındaki tüm değişkenler anlamsızdır. Modelin açıklama gücünü gösteren R<sup>2</sup>, yüzde 2 çıkmıştır. F istatistiği 2.94'tür. Buna göre kurulan büyüme modelinin anlamlılığı çok düşüktür. Durbin-Watson istatistiği, 1.9588'dir ve modelde birinci dereceden otokorelasyon problemi bulunmamaktadır. Tahmine ilişkin test istatistikleri aşağıdadır.

Bu tahminden ortaya çıkan ilk çarpıcı sonuç beklentilerin aksine yabancı sermaye sermaye hareketleri ve borç rasyoları ile ekonomik büyüme arasında varsayılan ilişkinin çok zayıf olduğudur. Dolayısı ile ekonomik büyümeye ilişkin tartışmalarda yabancı sermaye hareketlerinin ve borç rasyolarının önemi oldukça düşüktür ve büyüme oranlarında gelişmeler büyük ölçüde kendine has dinamikler içermektedir.

**TABLO 4.3. OLS TAHMİNİ VE SONUÇLARI**

<b>OLS Without Group Dummy Variables</b>					
Unconditional ANOVA (No regressors)					
	<b>Source</b>	<b>Variation</b>	<b>Deg. Free</b>	<b>Mean Square</b>	
	Between	.286620	30.	.955401E	
	Residual	13.6026	651.	.208950E	
	Total	13.8893	681.	.203954E	
<b>Ordinary Least Squares Regression</b>					
Observations	= 682	Dep. var	= GROWTH		
Mean	= .05384961764	Weighthing Variable	= none		
S.D.	= .1428124026	Std. Dev.	= .1480		
R-squared	= .021297	Sum of squares	= 13.593449970		
F[ 5,676 ]	= 2.94	Adjusted R-squared	= 0.01406		
Log-L	= 367.4495	Prob value	= 0.01229		
LogAmemiyaPrCrt.	= -3.898	Restricted(b=0) Log-L	= 0.360.1086		
Parameters	= 6	Akaike Info. Cr.	= -1.060		
Durbin-Watson Statistic	= 1.95885	Deg. Fr	= 676		
		Rho	= 0.0205		
<b>Panel Data Analysis of GROWTH [ONE way]</b>					
Variable	Coefficient	Standar d Error	t test (b/S. Er.)	P[ Z ]>z	Mean of X
<b>LAGGROWTH</b>	.11609761	.0378022	3.071	.0021	.0540195
<b>FDIGNI</b>	.07014599	.2547967	.275	.7831	.0176995
<b>PFGNI</b>	.61466108	.3819021	1.609	.1075	.0042755
<b>LTDEBT</b>	-.0343868	.0613795	-.560	.5753	.8278507
<b>EXPIMPJNI</b>	-.0100575	.0118889	-.846	.3976	.7898506
<b>Constant</b>	0.0801196	.0522509	1.533	.1252	

Ancak, ülkeler arası farklılıkların dikkate alınması ile elde edilecek sonuçların daha farklı olacağı yönündeki beklentiler nedeniyle panel veri analizi çerçevesinde diğer tahmin yöntemlerinin sonuçlarının görülmesinde fayda vardır. Dolayısıyla hata terimlerinin varyansının sabitliği varsayımı serbest bırakılır. OLS modelinde gruplar arası değişen varyansın test edilmesi ve LSDV modelinde tahmin edilen ülke-spesifik katsayıların anlamlılığının test edilmesi için yukarıdaki tahmine olasılık oran testi (likelihood ratio test) ve F testi uygulanır. Aslında yapılan, regresyondaki fonksiyonun eğiminin (sabit katsayı) tüm gruplar için aynı olup olmadığıdır. Genel olarak, gruplar arası kesit ve zaman serisi analizlerinde regresyon

katsayılarının homojen olduğu varsayılır. Bu varsayımın ihlal edilmesi tahminde ekonometrik problemler ortaya çıkarabilir.

**TABLO 4. 4. LSDV TAHMİNİ VE TEST İSTATİSTİKLERİ**

<b>Least Squares with Group Dummy Variables</b>							
<b>Ordinary Least Squares Regression</b>							
Observations	= 682			Dep. var	= GROWTH		
Mean	= .05384961764			Weighting Variable	= none		
S.D.	= .28124026			Std. Dev.	= .14355		
R-squared	= .041620			Sum of squares	= 13.311187		
F[ 35,646 ]	= .80			Adjusted R-squared	= -0.01030		
Log-L	= 374.6048			Prob value	= 0.78728		
LogAmemiyaPrCrt.	= -3.831			Restricted(b=0) Log-L	= 60.1086		
Parameters	= 36			Akaike Info. Crt.	= -.993		
Estimated Autocorrelation of e(i,t)	= 0.034868			Deg. Fr	= 646		
Variable	Coefficient	Standard Error	t test (b/S. Er.)	P[ Z ]>z	Mean of X		
LAGGROWTH	.096062467	.0387493	2.479	.0132	0.054019		
FDIGNI	.104259251	.2883651	.362	.7177	0.017699		
PFGNI	.578623488	.4128659	1.401	.1611	0.004275		
LTDEBT	-.06313438	.0867530	-.728	.4668	0.827850		
EXPIMPJNI	-.04905545	.0280212	-1.751	.0800	0.789850		
<b>Least Squares with Group Dummy Variables</b>							
Model	Log-Likelihood	Sum of Squares	R squared				
(1) Constant term only	360.10863	13.88925537	.0000000				
(2) Group effects only	367.21917	13.60263519	.0206361				
(3) X-variables only	367.44951	13.59344970	.0212974				
(4) X and group effects	374.60479	13.31118728	.416198				
<b>Hypothesis Tests</b>							
<b>Likelihood Ratio Test</b>				<b>F Tests</b>			
	Chi-squared	d.f.	Prob.	F	num	Denom	Prob value
(2) vs (1)	14.221	30	.99345	.457	30	651	.99475
(3) vs (1)	14.682	5	.01181	2.942	5	676	.01229
(4) vs (1)	28.992	35	.75264	.802	35	646	.78728
(4) vs (2)	14.771	5	.01139	2.829	5	646	.01546
(4) vs (3)	14.311	30	.99309	.457	30	646	.99480

Tablo 4.4'te LM ve F test istatistiğine ilişkin değerler sunulmaktadır. Buna göre ülke spesifik katsayıların çok da anlamlı olmadığı sonucu görülmektedir, yani; homojenite vardır. OLS uygun modeldir. Ancak yine de ülkelere özgü spesifik katsayılar, ve ülke ve döneme özgü spesifik

katsayıların görülebilmesi amacıyla tek yöllü LSDV, REM 1 ile çift yöllü LSDV ve TIME ve REM2 tahmin modellerine bakılacaktır.

#### **4.5.2. Tek Faktörlü Sabit ve Tesadüfi Etkiler Modeli**

Homojenlik varsayımının reddedilmesinden sonra, en küçük kareler kukla değişkeni (LSDV) tahmin yöntemi uygulanmıştır. Modelin ortak formülasyonu ülkeler arasındaki farkların sabit terimdeki farklılıklarla ölçülebileceğini varsaymaktadır. Daha önce de belirtildiği gibi, bu model, ülkelere kukla vererek, sabit etkileri ölçmeye çalışmaktadır. Aslında bahsedilen klasik OLS'dir. LSDV modelinde OLS'deki sabit katsayı yerine her ülke için farklı bir katsayı verilmektedir.

Tablo 4.4.'te de yine aynı şekilde ihracat ve ithalat toplamının GSMH'ye oranı dışındaki değişkenlerin katsayılarının işaretlerinin beklenen düzeyde olduğu görülmektedir. Ancak bu değişken, anlamlı olmuştur. Katsayıların değerleri de yaklaşık olarak OLS tahmini ile elde edilen sonuçlara yakındır.

**TABLO 4.5. ÜLKELERİN SPESİFİK KATSAYILARININ LSDV MODELİ İLE  
TAHMİNİ**

ÜLKE	KATSAYI	STANDART SAPMASI
BOLIVYA	.11757	.08476
EL SALVADOR	.14911	.0834
ENDONEZYA	.13621	.08107
FAS	.14240	.08982
FİLİPİNLER	.12280	.08084
HİNDİSTAN	.11644	.08381
HONDURAS	.13896	.08891
JAMAİKA	.15911	.08880
KENYA	.12871	.08251
KOLOMBİYA	.10390	.08117
KOSTA RİKA	.18249	.08527
MALEZYA	.18922	.09868
MEKSİKA	.12533	.08043
MISIR	.14464	.08543
NEPAL	.12356	.09042
NİKARAGUA	.15502	.08566
PAKİSTAN	.11488	.08168
PANAMA	.20074	.10076
PAPUA Y.GİNE	.12355	.09475
PARAGUAY	.09894	.08357
PERU	.12774	.07573
SRİ LANKA	.15633	.08685
SUDAN	.09841	.06596
ŞİLİ	.11656	.08221
TAYLAND	.14850	.07527
TUNUS	.14849	.09188
TÜRKİYE	.13469	.07736
UGANDA	.15635	.07893
URUGUAY	.08004	.07344
ÜRDÜN	.16513	.09394
VENEZUELLA	.09016	.08122

Yukarıdaki tabloda LSDV modelinden alınan, ülkelerin spesifik katsayıları ve standard sapmaları gösterilmiştir. Grubun homojen dağılımlı olması nedeniyle, görüldüğü üzere, spesifik etkiler tümüyle pozitiftir.

LSDV modeline alternatif olarak, tek yönlü model çerçevesinde zaman faktörü hesaba katılmadan tesadüfi etkiler modeli tahmin edilecektir.

**TABLO 4.6. TEK YOLLU REM1 TAHMİNİ VE TEST İSTATİSTİKLERİ**

<b>Random Effects Model: <math>v(i,t) = e(i,t) + u(i)</math></b>					
<b>Estimates:</b>					
Var[e]		= .206056D-01			
Var[u]		= .763547D-03			
Corr[v(i,t),v(i,s)]		= .035731			
Lagrange Multiplier Test vs. Model (3)		= 6.11			
(1df, prob value		= .013476)			
(High values of LM favor FEM/REM over CR model)					
Fixed vs. Random Effects (Hausman)		= 9.17			
(5 df, prob value		= 102654)			
(High(low) values of H favor FEM(REM.))					
<b>Reestimated using GLS coefficients:</b>					
<b>Estimates:</b>					
Var[e]		= .207220D-01			
Var[u]		= -.477106D-03			
Sum of squares		.136433D+02			
R-squared		.177094D-01			
Variable	Coefficient	Standard Error	t test (b/S. Er.)	P[ Z ]> z	Mean of X
<b>LAGGROWTH</b>	.115568891	.0381647	3.028	.0025	0.05401
<b>FDIGNI</b>	.027862730	.2678423	.104	.9171	0.01769
<b>PFGNI</b>	.678778206	.3948315	1.719	.0856	0.00427
<b>LTDEBT</b>	-.06048670	.0162440	3.724	.0002	0.82785
<b>EXPIMPGNI</b>	-.00911877	.0144269	-.632	.5273	0.78985

REM 1 modeli tahminleri Tablo 4.6'da gösterilmektedir. Katsayıların işaret ve değerleri hemen hemen beklenen düzeydedir. Ancak bu sefer uzun vadeli kredilerin toplam borç stokuna oranının ekonomik büyüme üzerindeki etkisi pozitif olmuştur. Öte yandan portföy yatırımlarının GSMH'ye oranı ve uzun vadeli kredilerin toplam borç stokuna oranı istatistiksel olarak anlamlı bulunmuştur. Modelin açıklama gücü olan R<sup>2</sup> yüzde 0.018'dir. Katsayıların standart hataları da OLS ve LSDV modeline kıyasla daha düşük çıkmıştır. Bu durum modelin bir üstünlüğü olarak değerlendirilebilir.

Tek yollu sonuçlar ile ilgili olarak, test istatistikleri REM 1 modelinin anlamsız olduğunu ortaya koymaktadır. OLS ile REM1 modelinin karşılaştırılmasında kullanılan LM testine göre, LM testinin yüksek çıkması OLS lehinedir. Öte yandan Sabit ve Tesadüfi Etkiler Modelinin (LSDV ve REM1) karşılaştırılmasında kullanılan Hausman test istatistiğine göre Sabit Etkiler Modeli uygun bulunmuştur. Buna göre gruplar arası değişen varyans

olmadığını söyleyebiliriz. LM istatistiğinin olasılık değeri yüzde 0.01 seviyesindedir.

#### **4.5.3. Çift Faktörlü Sabit ve Tesadüfi Etkiler Modeli**

Borç ve sermaye girişlerinin ekonomik büyümeye katkısının değerlendirildiği bu çalışmada, çift faktörlü modeller çerçevesinde yapılacak tahminler ülkeler arasındaki heterojenliğin yanında dönemlere özgü gelişmeleri de hesaba katacaktır. Çift Faktörlü Sabit Etkiler Modeli genel olarak, ülkelere özgü sabit spesifik etkilerin yanında, zamana özgü spesifik değişkenler ile etkileri de hesaba katmaktadır. Ünelere özgü değişkenler, ülkeler arasında değiştiği gibi, döneme bağılı olarak da farklılık göstermektedir. Ülke ve zamana ilişkin kukla değişkenleri, global ekonomik ve mali koşulların, borç ve sermaye girişlerinin ekonomik büyüme üzerindeki yıllık etkisini ölçmeye yarar. Öncelikle LSDV ve TIME modelinin sonuçları araştırılacaktır.

Zaman etkilerini modele alırsak, modelin açıklama gücü, diğer tüm modellerde elde edilen R<sup>2</sup> 'lerden daha yüksek çıkmaktadır. Katsayılardan sadece dışa açıklığı gösteren ihracat ve ithalat toplamının GSMH'ye oranının katsayısı istatistiksel olarak anlamlı çıkmıştır. Diğer tüm değişkenlerin katsayıları anlamsız bulunmuştur. İşaretler, OLS ve LSDV tahminlerinde olduğu gibidir. Tablo 4.7'de LSDV ve TIME modeli tahmin sonuçları görülmektedir.

**TABLO 4.7. LSDV ve TIME MODELİ TAHMİNLERİ VE TEST İSTATİSTİKLERİ**

<b>Least Squares with Group Dummy Variables and Period Effects</b>							
<b>Ordinary Least Squares Regression</b>							
Observations	= 682	Dep. var	= GROWTH				
Mean	= .05384961764	Weighthing Variable	= none				
S.D.	= .428124026	Std. Dev.	= .13826				
R-squared	= .139783	Sum of squares	= 11.928658				
F[ 57,624 ]	= 1.78	Adjusted R-squared	= .06121				
Log-L	= 411.9992	Prob value	= .00060				
LogAmemiyaPrCrt.	= -3.876	Restricted(b=0) Log-L	= 360.1086				
Parameters	= 58	Akaike Info. Cr.	= -1.038				
Estimated Autocorrelation of e(i,t)	= .033788	Deg. Fr	= 624				
Variable	Coefficient	Standart Error	t test (b/S. Er.)	P[ Z ]>z	Mean of X		
LAGGROWTH	.052060492	.0394369	1.320	.1868	0.054019		
FDIGNI	.280212042	.3078068	.910	.3626	0.017699		
PFGNI	.384538302	.4152788	.926	.3545	0.004275		
LTDEBT	-.10975573	.0880580	-1.246	.2126	0.827850		
EXPIMPJNI	-.05364655	.0291800	-1.838	.0660	0.789850		
Constant	.177667729	0/080532	2.206	0.274			
<b>Test Statistics for the Classical Model</b>							
Model	Log-Likelihood	Sum of Squares	R squared				
(1) Constant term only	360.10863	13.88925537	.000000				
(2) Group effects only	367.21917	13.60263519	.0206361				
(3) X-variables only	367.44951	13.59344970	.0212974				
(4) X and group effects	374.60479	13.31118728	.416198				
(5) X ind.&time effects	411.45317	11.94777484	.1397829				
<b>Hypothesis Tests</b>							
<b>Likelihood Ratio Test</b>					<b>F Tests</b>		
	Chi-squared	d.f.	Prob.	F	num	Denom	Prob value
(2) vs (1)	14.221	30	.99345	.457	30	651	.99475
(3) vs (1)	14.682	5	.01181	2.942	5	676	.01229
(4) vs (1)	28.992	35	.75264	.802	35	646	.78728
(4) vs (2)	14.771	5	.01139	2.829	5	646	.01546
(4) vs (3)	14.311	30	.99309	.457	30	646	.99480
(5) vs (4)	73.697	21	.00000	3.396	21	625	.00000
(5) vs (3)	88.007	52	.00134	1.706	52	625	.00201

Aşağıdaki tablo, ülke spesifik sabit katsayılar ile dönem etkilerini değerlendirmektedir. Tablodan da görüldüğü üzere, dış borç ve sermaye hareketleri bakımından sorunlu ülkelerde ülke spesifik katsayı negatif çıkmıştır. Buna göre modele alınmayan değişkenlerin ekonomik büyümeye katkısının ülke spesifik katsayısının yüksek olduğu ülkelerde daha fazla



olduğunu, katsayının düşük olduğu ülkelerde ise daha az olduğunu söyleyebiliriz.

Öte yandan zaman etkileri bakımından 1982 Borç Krizi ve 1997 Asya Krizi'nden sonra global ekonomik ve mali gelişmelere bağlı olarak dönem katsayısı negatif çıkmıştır. 2000'li yılların başında negatif olan katsayı 2003 yılında pozitif dönmüştür. Tabii bu modelde 31 gelişmekte olan ülke verilerinin yer aldığını düşünürsek, modele alınan ülkelerin de zaman katsayısının işaret ve değerinin de önemli olduğu söylenebilir.

**TABLO 4.8. SABİT ETKİLER VE DÖNEM ETKİLERİNİN LSDV ve TIME MODELİ İLE TAHMİNİ**

ÜLKE	KATSAYI	DÖNEM	KATSAYI
PAPUA Y.GİNE	.06784	1982	-.04903
MALEZYA	.05811	1983	-.06668
KOSTA RİKA	.04677	1984	-.02380
ÜRDÜN	.03232	1985	-.05774
JAMAİKA	.02469	1986	.03362
SRI LANKA	.02382	1987	.07624
UGANDA	.02036	1988	-.01312
NİKARAGUA	.01932	1989	-.02483
TUNUS	.01724	1990	.04156
EL SALVADOR	.01588	1991	.01042
MISIR	.01087	1992	.02364
FAS	.00967	1993	.02473
TAYLAND	.00878	1994	.08647
HONDURAS	.00572	1995	.07603
ENDONEZYA	.00112	1996	.02158
TÜRKİYE	-.00117	1997	.00291
NEPAL	-.00575	1998	-.06749
KENYA	-.00628	1999	.02793
MEKSİKA	-.01034	2000	-.00657
PERU	-.01178	2001	-.05957
PANAMA	-.01179	2002	-.02381
FİLİPİNLER	-.01240	2003	.02338
HİNDİSTAN	-.01635		
PAKİSTAN	-.02008		
BOLİVYA	-.02151		
ŞİLİ	-.02211		
KOLOMBİYA	-.03308		
PARAGUAY	-.03754		
SUDAN	-.04524		
VENEZÜELLA	-.04743		
URUGUAY	-.05967		

Ülke ve dönem etkilerinin dünya ekonomisindeki gelişmelere paralel olduğu söylenebilir. Bu durum da modelin açıklama gücünü artırarak, tahmine olumlu katkıda bulunur.

Çift yönlü sonuçlar altında tahmin edilecek ikinci model REM2'dir. Modelin katsayılarına bakılırsa, bağımlı değişkenin bir dönem gecikmeli değerinin ve uzun dönem dış borç stokunun toplam dış borç stokuna oranının katsayısının anlamlı olduğu görülmektedir. Diğer katsayılar anlamsızdır. İşaretleri de beklenen düzeyde değildir. Standart sapmaların oldukça düşük olduğu görülmektedir. Özellikle büyüme oranının bir dönem gecikmesinin standart sapmasındaki belirgin düşme sonucunda, LSDV ve TIME modelinde anlamsız olan LAGGROWTH değişkeni, bu modelde yaklaşık yüzde 5 düzeyinde anlamlı çıkmıştır. Öte yandan yine uzun dönem dış borç stokunun toplam dış borç stokuna oranı değişkeninin standart sapması da belirgin ölçüde düşmüştür. Buna göre, istatistiksel olarak LTDEBT değişkeninin katsayısı yüzde 1 düzeyinde anlamlı bulunmuştur. LM testinin değeri REM2 modelinin OLS'e göre daha uygun olduğunu ortaya koymaktadır. Öte yandan Hausman test istatistiğine göre, Sabit Etkiler Modeli, Tesadüfi Etkiler Modeline göre daha anlamlı bulunmuştur. Bu durum da standart sapmaların düşmesiyle değişkenlerin anlamlılık düzeylerinin artmasına bağlanabilir.

Aşağıdaki tabloda REM2 modeli test istatistikleri sunulmaktadır.

**TABLO 4.9. REM2 MODELİ TAHMİNİ VE TEST İSTATİSTİKLERİ**

<b>Random Effects Model: <math>v(i,t) = e(i,t) + u(i) + w(t)</math></b>					
<b>Estimates:</b>					
Var[e]	= .191164D-01				
Var[u]	= .859364D-03				
Corr[v(i,t),v(i,s)]	= .043020				
Var[w]	= .205726D-02				
Crr[v(i,t),v(j,t)]	= .097161				
Lagrange Multiplier Test vs. Model (3)	= 51.07				
(2 df, prob value	= .000000)				
(High values of LM favor FEM/REM over CR model)					
Fixed vs. Random Effects (Hausman)	= 12.71				
(5 df, prob value	= .026288)				
(High(low) values of H favor FEM(REM.))					
<b>Reestimated using GLS coefficients:</b>					
<b>Estimates:</b>					
Var[e]	= .192802D-01				
Var[u]	= -.385659D-03				
Var[w]	= .222114D-02				
Sum of squares	.136794D+02				
R-squared	.151088D-01				
Variable	Coefficient	Standard Error	t test (b/S. Er.)	P[ Z ] >z	Mean of X
LAGGROWTH	.084443913	.038337	2.203	.0276	0.05401
FDIGNI	.181625154	.276834	.656	.5118	0.01769
PFGNI	.574361345	.39100	1.469	.1418	0.00427
LTDEBT	.056422367	.019706	2.863	.0042	0.82785
EXPIMPJNI	-.00944142	.014415	-.655	.5125	0.78985

#### 4.5.4. Model Seçimi

Hausman test istatistiği Tek ve Çift Yollu Sabit Etkiler Modelleri olan LSDV ve LSDV ve TIME modelinin, ekonomik büyüme ile sermaye hareketleri arasındaki ilişkinin açıklanmasında daha uygun olduğunu göstermektedir. Öte yandan REM1 ve REM2 modellerinde açıklama katsayısı da daha düşüktür. Ancak standart sapmaların düşük olması, REM 2 modelinin daha uygun olabileceğini düşündürmektedir. Öte yandan çift faktörlü modeller tek faktörlü modellere göre, zaman etkisini de hesaba kattığından daha uygun gibi görünmektedir.

**TABLO 4.10. ALTERNATİF TAHMİN YÖNTEMLERİ<sup>18</sup>**

DEĞİŞKENLER	OLS	LSDV	REM1	LSDV&TIME	REM2
LAGGROWTH	0.116 (3.071)*	0.096 (2.479)*	0.115 (3.028)*	0.052 (1.320)	0.084 (2.203)**
FDIGNI	0.070 (0.275)	0.104 (0.362)	0.027 (0.104)	0.280 (0.910)	0.181 (0.656)
PFGNI	0.614 (1.609)	0.578 (1.401)	0.678 (1.719)***	0.384 (0.926)	0.574 (1.469)
LTDEBT	-0.034 (-0.560)	-0.063 (-0.728)	0.060 (3.724)*	-0.109 (-1.246)	0.056 (2.863)*
EXPIMPNGI	-0.010 (-0.846)	-0.040 (-1.751)***	-0.009 (-0.632)	-0.053 (-1.838)***	-0.009 (-0.655)
Constant	0.080 (1.533)	—	—	0.177 (2.206)**	—
R <sup>2</sup>	0.021	0.041	0.017	0.13	0.015
Adj R <sup>2</sup>	0.014	-0.013	—	0.06	—
F istatistiği	2.94	0.80	—	1.78	—
DW istatistiği	1.958	—	—	—	—
LM istatistiği	—	—	6.11	—	51.07
Hausman ist.	—	—	9.17	—	12.71

\*: %1 anlamlı, \*\* % 5 anlamlı, \*\*\* % 10 anlamlı

Yukarıdaki tablodan REM2 ve LSDV ve TIME modelindeki katsayıları karşılaştırırsak, LAGGROWTH ve LTDEBT değişkenlerinin REM2 modelinde istatistiksel olarak belirgin bulunması göze çarpmaktadır. Buna göre söz konusu değişkenlerin katsayı değeri de önemli ölçüde yükselmiştir. LAGGROWTH değişkeninin, katsayı değeri LSDV ve TIME modelinde yüzde 5 iken REM 1 modelinde yüzde 8'e yükselmiştir. LTDEBT'in katsayı değeri ise LSDV ve TIME modelinde yüzde 5 düşüş gösterirken, REM2 modelinde yüzde 5 artışı işaret etmektedir.

Panel veri analizi ile yapılan alternatif tahmin yöntemlerinden hangisinin uygun olduğu konusundaki tartışma sonucunda LSDV ve TIME modelinin birkaç nedenden dolayı uygun model olduğunu söyleyebiliriz. Ancak burada esasen OLS'in yapmakta olduğumuz ampirik çalışma açısından en uygun model olduğu regresyon analizlerinden açıkça görülmüştür. Ancak gerek ülke ve gerekse zaman spesifik etkilerinin

<sup>18</sup> Değişkenlerin katsayı değerlerinin altındakiler t istatistikleridir. LAGGROWTH; bağımsız değişkenin bir dönem gecikmeli değeri, FDIGNI, DYY'ların GSMH'ye oranı, PFGNI, Portföy yatırımlarının GSMH'ye oranı, LTDEBT, uzun vadeli dış borç stokunun toplam dış borç stokuna oranı, EXPIMPNGI, ihracat ve ithalat toplamının GSMH'ye oranıdır. Bağımsız değişken, ekonomik büyümedir. Nominal GSMH'deki artış ile gösterilmektedir.

değerlendirilmesi amacıyla panel veri analizine başvurulmuş ve tahmin yöntemleri ile modeller test edilmiştir. LSDV ve TIME modelinin üstünlüklerinden en açıkça görüleni açıklama katsayısının yüksekliğidir. Ancak hipotez testlerine göre daha önce de belirttiğimiz gibi OLS en uygun modeldir. LM ve Hausman test istatistikleri de Sabit Etkiler Modelinin Tesadüfi Etkiler Modeline göre bu analizde daha uygun olduğunu ortaya koymaktadır. Öte yandan değişkenlerin beklenen işaretleri açısından da LSDV ve TIME ile makul sonuçlar bulunmuştur.

Aşağıdaki grafiklerde gerçekleşen büyüme oranları panel veri analizindeki LSDV ve TIME ve REM2 modeli tahmin edilen büyüme oranlarının grafiği sunulmaktadır. Genel olarak, gerçekleşen büyüme oranları ile tahmin edilen büyüme oranlarının aynı trend içerisinde olduğu sonucuna varılabilir. LSDV ve TIME ve REM2 modeli bu anlamda tahminde başarılı bulunmuş ve tahmin noktaları büyüme oranlarını bir ya da iki dönem önce açıklamaktadır. Buna göre, panel veri tahminlerinin uluslar arası piyasadaki sermaye akımlarının yöneldiği ya da başladığı ülkeler açısından erken uyarı sinyalleri taşıdığı söylenebilir.

Eklerde yer alan grafiklerde ülkeler coğrafi konumlarına göre ayrılmış ve bu bölgeler alfabetik olarak sıralanmıştır.

## BEŞİNCİ BÖLÜM

### SONUÇ ve ÖNERİLER

Küreselleşme ile başlayan değişim rüzgarları ile sermaye hareketleri hızlanmıştır. Dış borç ve yatırım girişleri özellikle 1990'lerden sonra daha çok DYY'lar ve portföy yatırımları lehine dönmüştür. Genel olarak, anapara ve faiz ödemesi olan ve daha çok ABD Doları ya da Euro cinsinden yapılan dış borçlanma özellikle gelişmekte olan ülkeler açısından oldukça olumsuz sonuçlar çıkartabilmektedir. Her ne kadar özellikle uzun vadeli dış krediler, genellikle proje kredisi kapsamında alınsa da, genellikle verimli alanlarda değerlendirilememektedirler. Ancak özel sermaye hareketleri kapsamında yer alan portföy yatırımları ve DYY'ların geri ödemesi olmadığından aslında ülkelerin ekonomik büyümesinde olumlu katkıda bulunmaktadır.

Buna göre, bu çalışmada da toplam beş adet açıklayıcı değişken ile borç ve sermaye girişlerinin ekonomik büyümeye etkisi araştırılmıştır. GSMH'deki yıllık yüzde değişim olan ekonomik büyüme, bağımlı değişkendir. Bağımsız değişkenler, büyüme oranının bir dönem gecikmeli değeri (LAGGROWTH), DYY'ın GSMH'ye oranı(FDIGNI), Portföy yatırımlarının GSMH'ye oranı(PFGNI), uzun vadeli dış borç stokunun toplam dış borç stokuna oranı(LTDEBT) ve ülkenin dışa açıklığını gösteren ihracat ve ithalat toplamının GSMH'ye oranı olan EXPIMPGNI değişkenidir. Bu değişkenlerden FDIGNI ve PFGNI, yatırım girişleri ile ilgili, LTDEBT ise borç kompozisyonu ile ilgili değişkendir. EXPIMPGNI ve LAGGROWTH ise büyüme değişkenleri olarak modele alınmıştır. Değişkenlere ilişkin veriler, Dünya Bankası veri tabanından alınmıştır. ABD Doları cinsinden cari değerlerdir.

Panel veri analizi ile yapılan tahmin sonucunda LSDV ve TIME modelinin uygun olduğu sonucuna varılmıştır. Buna göre, yatırım girişleri ekonomik büyümeyi pozitif yönde etkilerken, borç kompozisyonun büyümeye etkisi negatiftir.

Sermaye hareketlerinin ekonomik büyümeye katkısı bu modelde oldukça düşük çıkmıştır. Buna göre ekonomik büyümenin başka dinamikleri vardır. Bunlar modele dahil edilmeyen sermaye, emek, teknolojik gelişmeye ilişkin değerler olarak sayılabilir. Dolayısı ile ekonomik büyüme ile yabancı sermaye hareketleri ve borç rasyolarının ilişkisi oldukça zayıf ve çok yönlü bir ilişki olarak karşımıza çıkmaktadır. Büyümeye etki eden faktörlerin önemli bir bölümünü oluşturan iç dinamik ve üretim faktörlerindeki gelişmelerden ziyade, yabancı sermaye hareketleri ve borç rasyolarını dikkate alan bu çalışmadan ortaya çıkan ilk önemli sonuç, bu modelin açıklama gücünün oldukça sınırlı olduğu şeklindedir.

Büyüme modelleri açısından, sermayenin bir başına ekonomik büyümeyi sağlamada yetersiz olduğunun ortaya çıktığını söyleyebiliriz. Buna göre, buradaki büyüme modelinin Harrod-Domar ve Solow (1956) büyüme modeli olmadığını, içsel büyüme modeli olduğunu söyleyebiliriz.

Harrod-Domar (1939) büyüme modelinde sermaye birikimi, büyümedeki esas unsurken, Solow'da (1956) sermaye birikiminin yanında teknolojik gelişmelerin de katkısı olduğu ileri sürülmektedir.

Öte yandan içsel büyüme modellerinde büyümenin kendi iç dinamikleri olduğu ve geleneksel üretim fonksiyonundan hareketle oluşturulmuş büyüme denklemindeki işgücü, sermaye ve teknoloji gibi değişkenlerin dışarıdan veri alınmadığı ileri sürülmektedir. (Lucas, R., 1988; Romer, P., 1986). Endojenlerde, teknoloji ve artan bilgi birikiminin sağladığı verimlilik artışı büyümeyi artıran en önemli etkenlerdir.

Buradaki büyüme modelinde yer alan açıklayıcı değişkenlerin ekonomik büyümeye katkısının düşük çıkması da endojenlerin büyümenin kendi iç dinamikleri olduğu savını desteklemektedir.

Buna karşın, sermaye hareketlerinin ekonomik büyümeye düşük de olsa bir katkısı olduğu da görülmüştür. Literatüre baktığımızda, bu ilişkinin genellikle pozitif ve anlamlı olduğu görülmektedir. Sonuç olarak, ülkelerin dış borçlanma yerine daha çok doğrudan yabancı yatırım ve portföy yatırımı çekmesi gerektiği söylenebilir.

Bunun için öncelikle daha çok finansal entegrasyon gerekmektedir. Daha sonra ülkeler tarafından uygun ekonomik, siyasi ve sosyal ortamın sağlanması gerekmektedir. Bu ortamın sağlanması için gereken koşulların başında fiyat istikrarı ve uygun bir maliye politikasının izlenmesi gerektiği söylenebilir. (Helbling, T., Ashoka Mody ve Ratna Sahay, Mayıs 2004)

Daha sonra vergi sisteminin basitleştirilmesi, bürokrasinin azaltılması gerekmektedir. Öte yandan alınan dış kredilerin de verimli alanlarda değerlendirilmesi, bunun için kreditor ve borçlu bazında uygun bir denetim sisteminin oluşturulması uygun olacaktır.



## KAYNAKÇA

- Bailliu, Jeannine N. (Temmuz 2000). Private Capital Flows, Financial Development, and Economic Growth in Developing Countries. *Bank of Canada Working Paper*, 2000-1.
- Balassa, Bela. (1978). Exports and Economic Growth. Further Evidence. *Journal of Development Economics*, 5, 181-189.
- Barro, Robert J. (Mayıs 1991). Economic Growth in a Cross Section of Countries. *Quarterly Journal of Economics*, 106, 407-433.
- Barro, Robert J. (Ağustos, 1996). Determinants of Economic Growth: A Cross-Country Empirical Study. NBER Working Paper 5698.
- Borenzstein E., J. De Gregorio ve J. W. Lee (1998). *Journal of International Economics* 45. 115-135.
- Bosworth, Barry P; Susan M. Collins ve Carmen Reinhart. (1999). *Brookings Papers on Economic Activity*, Vol. 1999, No. 1, 143-180.
- Burnside, Craig ve David Dollar. (Eylül 2000). Aid, Policies, and Growth. *The American Economic Review*, Vol. 90, No. 4, 847-868.
- Domar, E. (1946) Capital Expansion, Rate of Growth and Employment. *Econometrica*, Vol. 14, No. 2, 137-147.
- Dornbusch, Rudiger ve Stanley Fischer. (1994). *Macroeconomics*. USA. McGraw-Hill, Inc.
- Dowling, Jr. John Malcolm ve Ulrich Hiemenz. (1983). Aid, Savings and Growth in the Asian Region. *The Developing Economies*, Volume 21, No.1, 3-13.
- Fischer, Stanley. (1991). Growth, Macroeconomics and Development. NBER *Macroeconomics Annual*, 329-364.

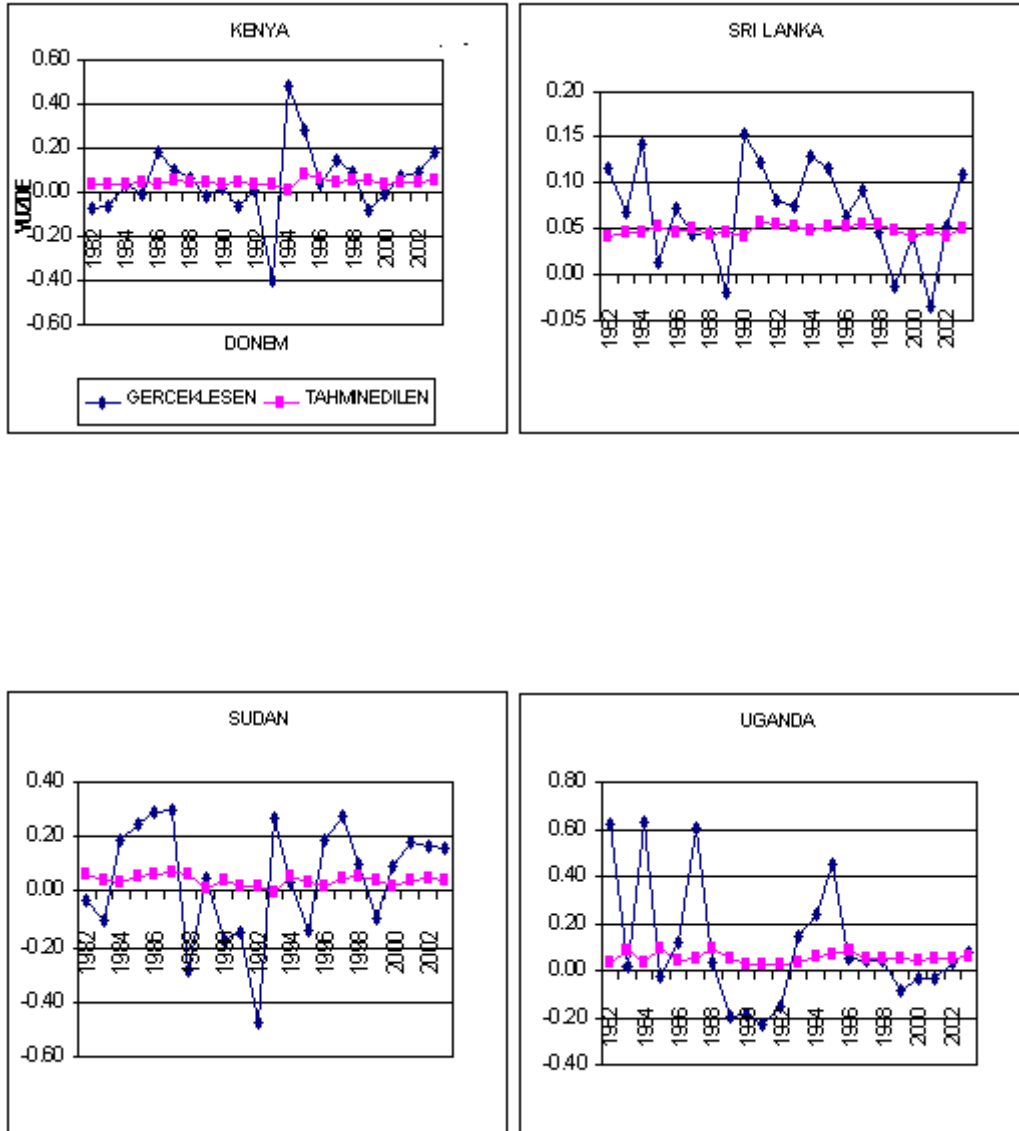
- Fischer, Stanley. (1993). The role of macroeconomic factors in growth. *Journal of Monetary Economics*, 32, 485-512.
- Frenkel, M., Katja Funke ve Georg Stadtman. (Eylül 2004) . A Panel Analysis of Bilateral FDI Flows to Emerging Economies. *Economic Systems*. Vol. 28. Issue 3. 281-300.
- Gillis, Malcolm, H. Perkins Dwight, Michael Roemer ve Donald R. Snodgrass. (1996). *Economics of Development*. New York: Norton and Company, London.
- Gruben, William C. ve Darryl McLeod. (Fall 1998). Capital Flows, Savings and Growth in the 1990s. *The Quarterly Review of Economics and Finance*, Vol. 38, No. 3, 287-301.
- Gulati, Umesh C. (Ekim 1978). Effect of Capital Imports on Savings and Growth in Less Developed Countries. *Economic Inquiry*, Vol. XVI, 563-569.
- Gür, Timur Han. (Mart 1998). External Debt and Empirical Models for Country Risk Assessment. SPK Yayınları, 117.
- Hansen, H ve F. Tarp. (2000). Aid Effectiveness Disputed. *Journal of International Development*, Vol. 12, No. 4, 375-98.
- Hansen, H. ve F. Tarp. (2001). Aid, and Growth Regressions. *Journal of Development Economics*, Vol. 64, No. 2, 547-70.
- Harrod, Sir Roy E. (1939). An Essay in Dynamic Theory. *Economic Journal*, Vol. 49, No. 193, 14-33.
- Helbling, T., Ashoka Mody ve Ratna Sahay. (Mayıs 2004). Debt Accumulation in the CIS-7 Countries. Bad Luck, Bad Policies, or Bad Advice. IMF Working Paper. WP/04/93
- IBRD. Articles of Agreement.
- IBRD. (Şubat 2001). Major Terms and Conditions of IBRD Loans.
- IDA. (2005). Report from the Executive Directors of IDA to the Board of Governors. Additions to IDA Resources: Fourteenth Replenishment.
- IMF. (1993) . Articles of Agreement.

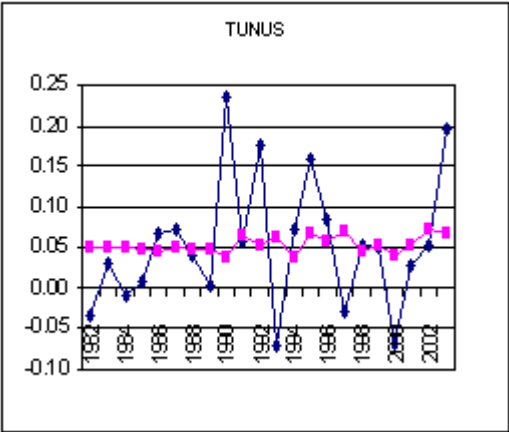
- IFC. (2004). Annual Report.
- Kormendi, Roger C. ve Philip Meguire. (1985) Macroeconomic Determinants of Growth. Cross-Country Evidence. *Journal of Monetary Economics*, 16, 141-163.
- Levine, Ross ve David Renelt. (Eylül 1992). A Sensitivity Analysis of Cross-Country Growth Regressions. *The American Economic Review*, Vol. 82, No. 4.
- Lucas, Jr. Robert E. (1998) On the Mechanics of Economic Development. *Journal of Monetary Economics*. 22, s. 3-42.
- Makki, S. Shiva ve Agapi SOMWARU. (Ağustos 2004). *American Journal of Agricultural Economics*, 86 (3): 795-801.
- Mc Lean, Ben ve Sona Shrestha (2002). International Financial Liberalization and Economic Growth. Research Discussion Paper, 2002-03. Economic Research Department. Reserve Bank of Australia
- Mosley, Paul. (1980) Aid, Savings and Growth Revisited. *Bulletin of Oxford Institute of Economics and Statistics*, Vol. 42, No. 2, 79-95.
- Mosley, Paul, John Hudson ve Sara Horrell. (Eylül 1987). Aid, The Public Sector and The Market in Less Developed Countries. *The Economic Journal*, 97, 616-641.
- OECD. (1996). The Story of Official Development Assistance. Paris. OCDE/GD(94)67.
- Papanek, Gustav F. (1973). Aid, Foreign Private Investment, Savings, and Growth in Less Developed Countries. *Journal of Political Economy*, Vol. 81, No. 1, 120-30.
- Reisen H. ve Soto M. (2001). Which Types of Capital Inflows Foster Developing Country Growth. *International Finance* 4: 1, 2001.s: 1-14.
- Romer, Paul M. (1986) Increasing Returns and Long-Run Growth. *Journal of Political Economy*. Vol. 94. No. 5 s. 1002-1037.
- Solow, Robert. (Feb. 1956). A Contribution to the Theory of Economic Growth. *Quarterly Journal of Economics*. Vol. 70, Issue 1, s. 65-94.

- Soto, M. (July, 2000) Capital Flows and Growth in Developing Countries: Recent Empirical Evidence. OECD Development Centre, Technical Papers, No. 160.
- Stoneman, Colin. (Ocak 1975). Foreign Capital and Economic Growth. World Development, Vol.3, No. 1, 11-26.
- Waheed, Abdul. (2004). Foreign Capital Inflows and Economic Growth of Developing Countries: A Critical Survey of Selected Empirical Studies. Journal of Economic Cooperation, 25, 1-36.
- WORLD BANK. (Temmuz 2001). World Bank Lending Instruments, Resources for Development Impact.
- WORLD BANK. (2004). Annual Report.
- WORLD BANK. (2001). Global Development Finance.
- WORLD BANK. (2005). Global Development Finance, CD-ROM.

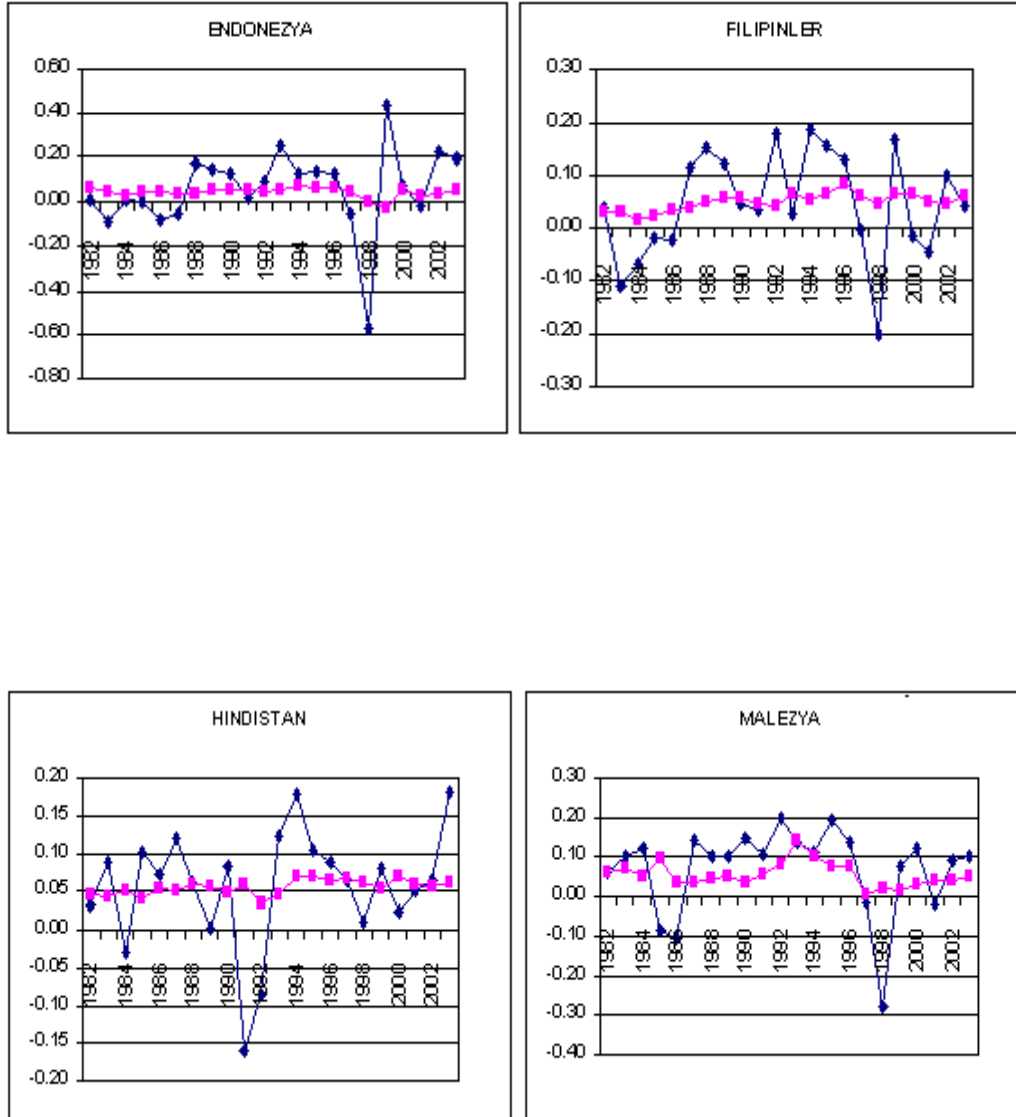
# EKLER

## AFRİKA ÜLKELERİNDE GERÇEKLEŞEN VE TAHMİN EDİLEN BÜYÜME ORANLARI

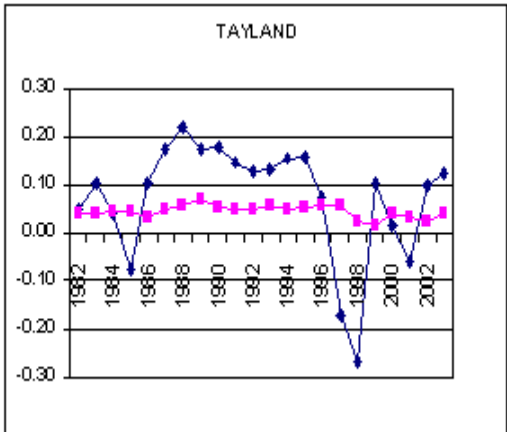
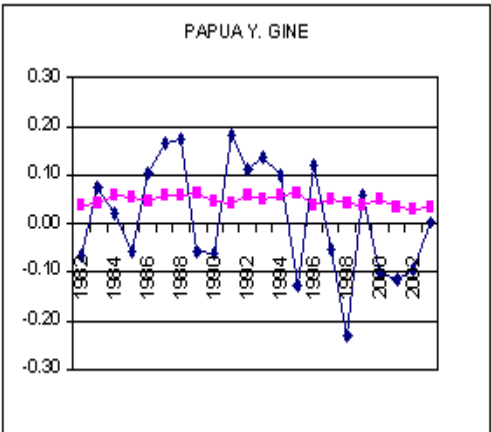
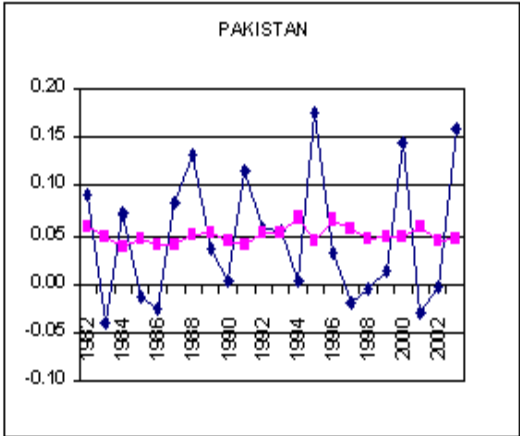
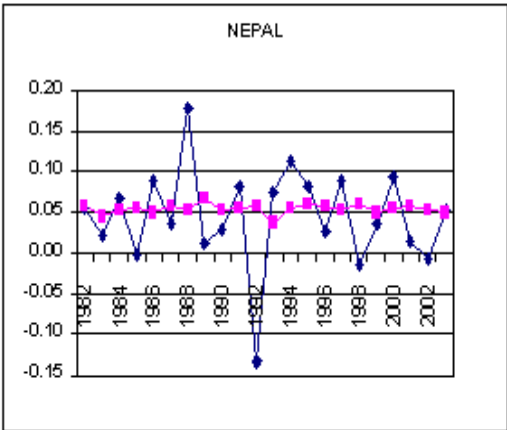




## ASYA ÜLKELERİNDE GERÇEKLEŞEN VE TAHMİN EDİLEN BÜYÜME ORANLARI

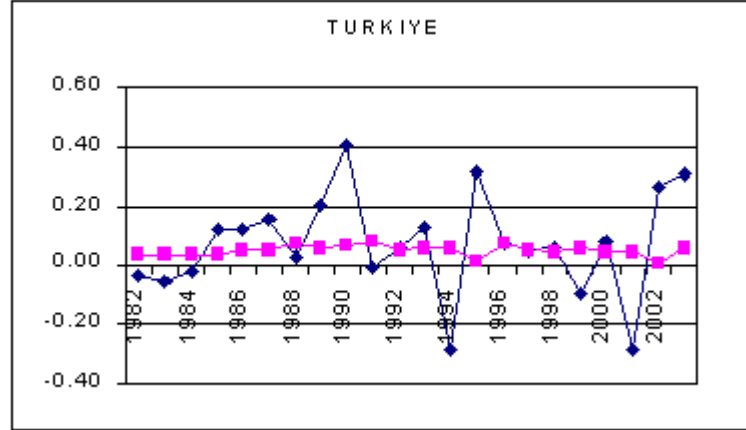






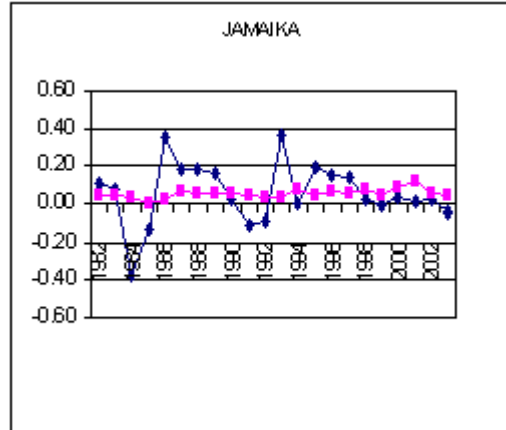
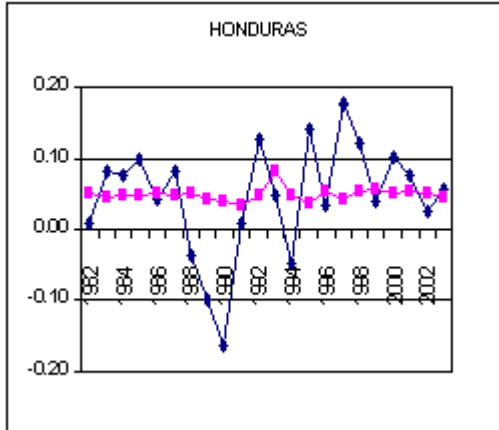
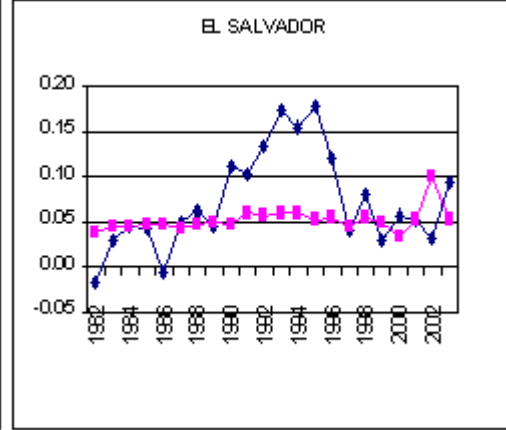
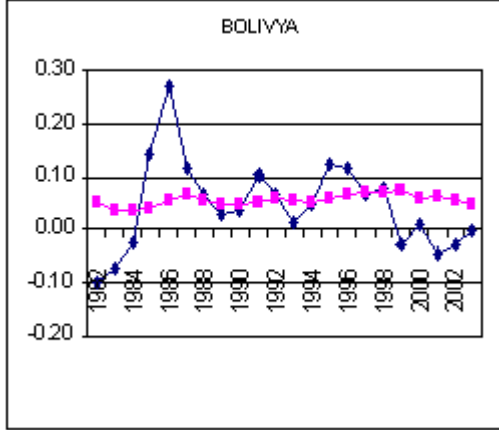


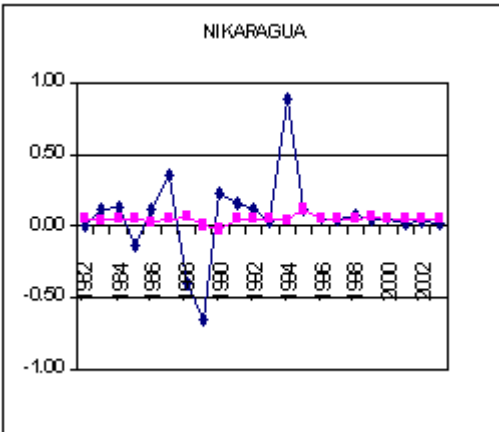
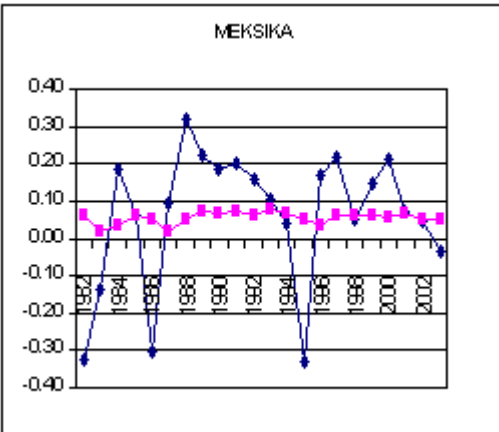
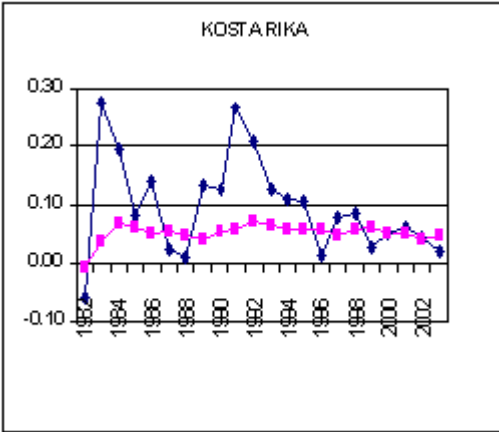
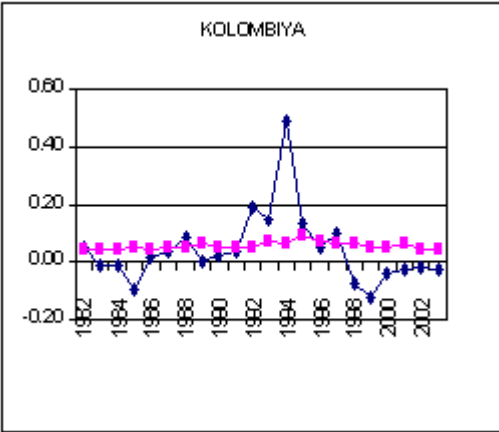
### AVRUPA ÜLKELERİNDE GERÇEKLEŞEN VE TAHMİN EDİLEN BÜYÜME ORANLARI

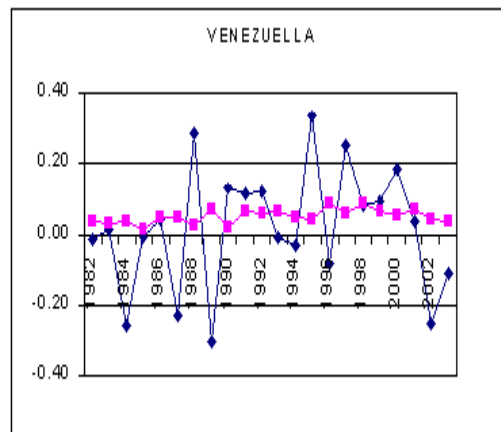
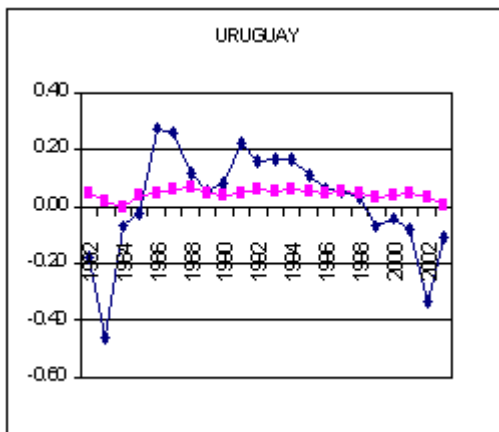
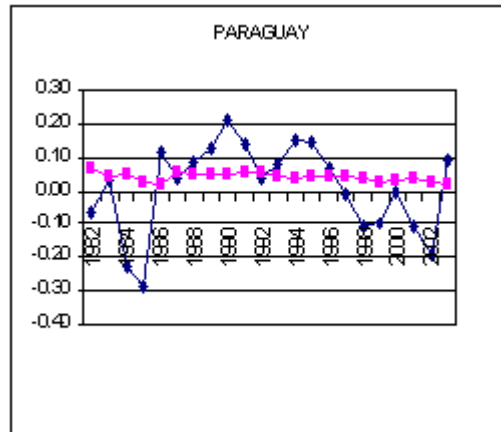
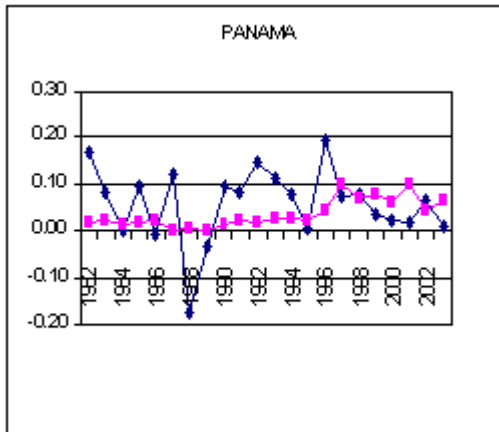
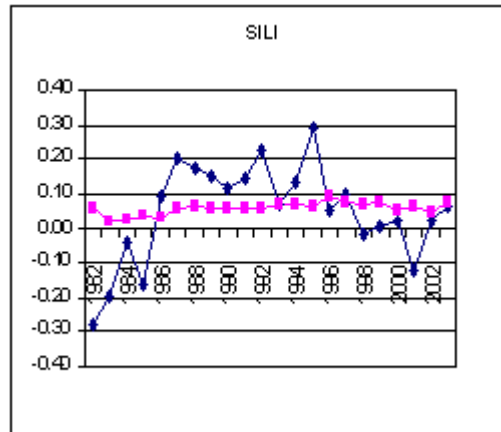
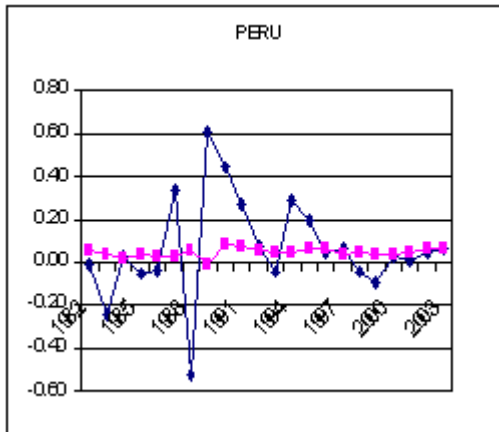




## LATİN AMERİKA ÜLKELERİNDE GERÇEKLEŞEN VE TAHMİN EDİLEN BÜYÜME ORANLARI











## ORTADOĞU ÜLKELERİNDE GERÇEKLEŞEN VE TAHMİN EDİLEN BÜYÜME ORANLARI

