İstanbul İktisat Dergisi - Istanbul Journal of Economics
72, 2022/1, s. 175-209
ISSN: 2602-4152
E-ISSN: 2602-3954

ARAŞTIRMA MAKALESİ / RESEARCH ARTICLE

Türkiye Ekonomisinin Dış Borç Döngüleri: Krizden Kaçış Mümkün Mü?*

External Debt Cycles of the Turkish Economy: Is it Possible to Escape the Crisis?

Parla ONUK[1]

ÖZ

Çevre ülkelerin borç krizleri üzerine hâkim görüş, bu ekonomilerin ağırlıklı olarak iç dinamiklerinden kaynaklı şoklara maruz kaldığı ve temerrütlerin kendine özgü bir yapıya sahip olduğu şeklindedir. Ne var ki, finans sermayesinin gelişimine paralel olarak çevre ülkelerdeki borç krizlerinin çoğu; merkez ülkelerdeki dinamikler tarafından şekillenen sistematik bir yapıya sahiptir. Bu çalışmanın amacı, söz konusu yapıyı borç dalgaları üzerinden araştırmak ve bu dalgaların ekonomi politik dinamiklerine ışık tutmaktır. Bunun için Türkiye'deki borçlanma süreçleri tarihsel bir perspektiften masaya yatırılmıştır. Bu analizde merkez ülkelerdeki faiz oranları, Türkiye'deki borç krizlerinin ana belirleyeni olarak tespit edilmiştir. Dünya sahnesinde hegemonik bir gücün varlığı ise borç dalgalarının seyrini belirleyen temel politik etken olarak karşımıza çıkmaktadır. Aynı zamanda borç krizinin belirleyenlerinin araştırıldığı ampirik analizde; faiz oranları, yüksek enflasyon, GSYH büyümesi, doğrudan yabancı yatırımların GSYH'ye oranı ve kısa vadeli borçların rezervlere oranı temel dinamikler olarak belirlenmiştir. Bu bağlamda, dış borcun sürdürülebilirliği ve Türkiye gibi ağır borçlu bir ekonominin tekrarlayan borç krizlerinden kaçınmasının mümkün olup olmadığı konusunda değişen görüşler tartışılmaktadır.

Anahtar kelimeler: Dış Borç Dalgaları, Hegemonik Güç, Borç Krizi
JEL Sınıflaması: E30, E44, F34

ABSTRACT

AThe prevailing view on the debt crises experienced by peripheral countries is that their economies are primarily exposed to shocks arising from existing internal dynamics and defaults follow a unique process. However, parallel to the development of financial capital, most debt crises in the peripheral countries have a systemic structure shaped by the dynamics of the core countries. The aim of this study is to investigate the structure in question through debt cycles and to shed light on the political economy dynamics of these cycles. Hence, foreign borrowing in Turkiye is examined from a historical perspective. In the present analysis, interest rates in core countries are identified as the main

DOI: 10.26650/ISTJECON2022-1096657

* Bu makale yazarın 2019 yılında yayınlanan "Tarihsel Perspektiften Dünya Ekonomisinde Borçlanma Dalgaları ve Ekonomi Politik Dinamikleri" başlıklı doktora tezinden türetilmiştir.

[1]Dr. Öğr. Üyesi, Nişantaşı Üniversitesi, İktisadi, İdari ve Sosyal Bilimler Fakültesi, Ekonomi ve Finans Bölümü, İstanbul, Türkiye

ORCID: P.O. 0000-0003-0475-8284

Sorumlu Yazar/Corresponding author:
Parla ONUK,
Nişantaşı Üniversitesi, İktisadi, İdari ve Sosyal Bilimler Fakültesi, Ekonomi ve Finans Bölümü, İstanbul, Türkiye
E-posta: parla.onuk@nisantasi.edu.tr

Başvuru/Submitted: 31.03.2022
Kabul/Accepted: 27.04.2022

Atıf/Citation: Onuk, P. (2022). Türkiye ekonomisinin dış borç döngüleri: Krizden kaçış mümkün mü? . *İstanbul İktisat Dergisi - Istanbul Journal of Economics, 72*(1), 175-209. https://doi.org/10.26650/ISTJECON2022-1096657

This work is licensed under Creative Commons Attribution-NonCommercial 4.0 International License

determinant of boom periods and consequent debt crises. The presence of a hegemonic power in the world economy is a major political dynamic behind the debt cycles. At the same time, the determinants of the debt crisis were empirically tested by considering 21 developing countries between 1970 and 2017. Interest rates, high inflation, GDP growth, the ratio of foreign direct investment to GDP, and the ratio of short-term debt to reserves are determined to be the main dynamics. In this context, we discuss contrasting views on the sustainability of external debt and whether it is possible for a heavily indebted economy like Turkiye to escape recurring debt crises.

Keywords: External Debt Cycles, Hegemonic Power, Debt Crisis
JEL Classification: E30, E44, F34

EXTENDED ABSTRACT

From the 1820s, the development of finance capital has paved the way for large capital movements from the core to the periphery of the world economy. While these capital inflows are an important source of funding for economic growth in peripheral countries, reversal of capital flows often leads to crises in heavily indebted economies, and in some cases, it generates economic and social devastation. Sanction mechanisms, which are enforced following these crises, have played a significant role in the establishment of the core's hegemony over the periphery and restructuring the global economy to align with core interests.

Peripheral countries' fall into debt crises, one after the other, like dominoes, in the 1980s had widespread repercussions worldwide. In the economics literature, scholars have turned to researching and understanding the effects of foreign debt generating international crises. The first groundbreaking article was presented by Eaton and Gersovitz (1981) to determine why countries pay their debts asserting that countries pay foreign debts out of concern for long-term reputations. In the event of a possible default, creditors evaluate debtors' repayment records, and countries with good reputations are able to access foreign funds with lower risk premiums. Conversely, those with bad records are unable to secure funds, resulting in devastating defaults. In short, indebted countries would be able to determine their own future.

Although the study received considerable attention, interest in the debt literature in the international arena declined until the late 1980s and early 1990s; however, the Mexican (Tequila) Crisis of 1994, the Asian Debt Crisis of 1997, the Russian default soon after, and even the European Debt Crisis of 2010 rekindled

interest in the subject. The world was now witnessing the external debt crises of the peripheral countries in a systematic and cumulative manner; therefore, the sterile theoretical infrastructure that focused only on countries' internal dynamics was extremely insufficient for explaining the functioning and effects of international credit mechanisms.

This study aims to fill this gap in the literature and explores the economic and political dynamics behind peripheral countries' external borrowing. To determine these dynamics, in the first section, the definition of debt waves is presented within the framework of theoretical arguments. In order to analyze the global development of borrowing and identify economic policy determinants. The second section examines the phases of these waves using an historical perspective, determining the main years wherein borrowing began to rise. Additionally, Turkiye's indebtedness in these periods is discussed. In the third section, the determinants of falling the debt crisis were empirically tested by considering 21 developing countries between 1970 and 2017. While the findings confirm the significance of interest rates, they also indicate that other macroeconomic variables, such as GDP growth, short term debt to total reserves, and high inflation, which are among the other factors that trigger debt crises. Besides economic dynamics, the presence of a hegemonic power in the world economy is a major political dynamic behind debt cycles. In the presence of a great political power, creditors are better organized and able to impose heavy sanctions on indebted nations. Accordingly, the period of restructuring, which is the third and last phase of the cycle, lasts a very short time under these circumstances. In this context, we discuss contrasting views on the sustainability of external debt and whether it is possible for a heavily indebted economy like Turkiye to escape recurring debt crises.

1. Giriş

Çevre ülkelerin 1980'lerde bir domino taşı gibi birbiri ardına borç krizlerine sürüklenmeleri dünya çapında geniş yankı uyandırdı. İktisat yazınında düşünürler, dış borçlanmanın uluslararası çapta bir krize dönüşmesinin etkilerini anlamaya ve araştırmaya yöneldiler. Bu bağlamda ilk çığır açıcı makale, Eaton ve Gersovitz (1981) tarafından ülkelerin neden borçlarını ödediği sorunsalına cevap niteliğinde ortaya çıktı. Yazarlar, ülkelerin uzun vadeli itibarları konusunda endişe duydukları için dış borçlarını ödediklerini belirttiler (Roos, 2019, s. 23). Zira olası bir temerrüt durumunda alacaklılar borçlunun geri ödeme kayıtlarını değerlendirecek ve itibarını gözeten ülkeler daha düşük risk primine sahip yabancı fonlara erişim sağlayabileceklerdi. Aksine sicili bozuk ülkeler ise yıkıcı temerrütlerle adeta baş başa kalacaklardı. Kısacası, borçlu ülkeler geleceklerini kendileri tayin edebileceklerdi.

Çalışma oldukça ses getirse de 1980'lerin sonu ve 1990'ların ilk yıllarına kadar uluslararası arenada borç literatürüne ilgi giderek azaldı. Gelgelelim, 1994'teki Meksika (Tekila) Krizi, 1997'lerdeki Asya Borç Krizi, hemen ardından Rusya'nın temerrüdü ve dahi 2010'daki Avrupa Borç Krizi konuya ilgiyi yeniden alevlendirdi. Dünya artık sistematik ve kümülatif şekilde çevre ülkelerin dış borç krizlerine sahne oluyordu. Dolayısıyla ülkelerin sadece iç dinamiklerine odaklanan kısır teorik altyapı, uluslararası kredi mekanizmalarının işleyişini ve yarattığı etkileri açıklamakta son derece yetersiz kalmaktaydı.

Bu çalışma, literatürdeki bu boşluğu doldurmayı amaçlamaktadır. Aynı zamanda çevre ülkelerin dış borçlanmasının ardındaki ekonomik ve politik dinamikleri araştırmaktadır. Bu dinamiklerin tespiti için ilk bölümde, teorik argümanlar çerçevesinde borç dalgalarının tanımı yapılacaktır. Burada borçlanmanın küresel çapta gelişimi analiz edilecek ve ekonomi politik belirleyenler gün yüzüne çıkarılacaktır. İkinci bölümde ise tarihsel perspektif ışığında bu dalgaların evreleri incelenecek ve borçlanmanın yükselişe geçtiği temel yıllar tespit edilecektir. Ayrıca Türkiye'nin tespit edilen dönemler içerisindeki borçluluğu masaya yatırılacaktır. Osmanlı İmparatorluğu'nu da inceleyeceğimiz bu dönemlerde Türkiye'nin gerek

iç gerekse dış dinamiklerinin uluslararası kredi piyasasındaki rolü analiz edilecektir. Üçüncü bölümde borç krizine ve borç bunalımına düşmenin belirleyenleri ampirik olarak test edilecektir. Son bölümde ise tespit edilen ana dinamikler ışığında Türkiye'nin mevcut borç yükü ile olası bir krizden kaçınıp kaçınamayacağına dair tespitler yapılacaktır.

2. Literatür Taraması

19. yüzyılın ikinci yarısından günümüze kapitalizm, geri kalmış toplumların merkezdeki sanayileşmiş ülkeler tarafından hem iktisaden hem de politik açıdan şekillendirildiği bir sisteme dönüşmüştür. Bu durumu yaratan iki araç vardır. İlki doğrudan yabancı yatırımlar, ikincisi ise dış borçlanmadır. Yapılan yatırımlar ile az gelişmiş ülkelerin kaynakları kullanılırken, borçlandırma yoluyla hem ekonomik hem de siyasi açıdan yaptırım mekanizmaları hayata geçirilmiştir.

Kapitalizmin eriştiği bu yeni aşamayı Marx (2011 [1867]) kapitalist büyümenin tekelci eğilime sahip doğasına işaret ederek açıklamıştır. Bu yapı dolayısıyla azalan kar hadlerinin sermayedarları uluslararası ticarete yönlendirdiğinin altını çizmiştir (Marx, 1997, s. 210). Emperyalizm teorisinin temellerini atan Hobson ise gelişmiş ülkelerin, üretim fazlasından kurtulmak için çevre ülkelere yönelmek zorunda olduklarını belirtmiştir. Çünkü sermaye ihracı, yerli harcama gücünün eşitsiz dağılımından kaynaklanan kapitalizmin gelişimindeki yanlışlığın bir sonucudur (Hobson, 1961 [1902]). Kaynak aktarımına dikkat çeken bir diğer düşünür olan Hilferding (1981 [1910]), bankaları tekelci büyümenin ana aktörü olarak görmüştür. Finans kapitalin gücünün sermaye ihracını kaçınılmaz hale getirdiğini vurgulamıştır. Aynı şekilde Luxemburg (2003 [1913]) ve Lenin (1950 [1917]) de merkezdeki karlılık krizlerine ve dışa açılma zorunluluğuna dikkat çekerek çevre ülkelerin uğradıkları dönüşüme ışık tutmuşlardır.

Marksist emperyalizm teorisyenleri, karlılık ve faiz oranlarını sermaye ihracının ana dinamikleri olarak görmüşlerdir. Seneler sonra Bukharin (1987) ulusal ekonomilerin her birinin dünya ekonomisi sistemine dahil olduğu savını öne atarak Dünya Sistemi/Bağımlılık Yaklaşımlarının temellerini atmıştır. Wallerstein bu

yaklaşımların önde gelen düşünürlerindendir ve dış borçlanmaya ayrı bir parantez açmıştır. Wallerstein (1999) tıpkı Hilferding gibi finans kapitalin gücüne dikkat çekmiş ve ticari bankaların mali fazlalarını yönlendirebilecekleri pazarlar açısından çevre ülkelerin varlığının önemli olduğunun altını çizmiştir. Özellikle 1980 küresel borç krizine atıfta bulunarak kredilerin er ya da geç borçluları yoksullaştıracağını, bu zaman diliminde ise merkezin gelirlerini küresel çapta koruduğunu ifade etmiştir (Wallerstein, 1999, s. 51). Ayrıca yine bu asimetrik yapı çerçevesinde hegemonyanın, çevre ülkelerdeki borç krizi sonrası yaptırım mekanizmalarına yön vereceğini belirtmiştir.

Dış borçlanmayı çevrenin merkeze olan bağımlılığını güçlendiren bir unsur olarak gören Frank (1984) ise büyüyen kredi balonunun merkezdeki krizleri aşmak için elzem olduğuna dikkat çekmiştir. Zira para arzı arttırılarak şişirilen bu balon, merkeze kısa süreli bir rahatlama sağlatacak ve büyüme sürdürülebilecektir. Ancak zamanla çevre ülkeleri de krize sürükleyecektir. Söz konusu bağımlılığa vurgu yapan bir diğer düşünür Amin'e (1991, s. 170) göre merkez ülkeler için çevre ekonomilere yapılan sermaye ihracı, artı değerin gerçekleştirilmesindeki en önemli araçtır.

Suter (1992) bu yaklaşımları daha da ileriye taşıyarak, dış borçlanmayı merkez-çevre ilişkisi içinde uzun çevrimsel süreçler üzerinden analiz etmiştir. Çalışmasında, çevre ülkelerin borçluluğunun uzun dönemli dalgalarla olan ilişkisini ortaya koymuştur. Küresel borçlanma dalgalarının varlığına işaret eden Suter, merkezdeki hegemonik güç ve küresel ekonomik büyümenin bu dalgaların dinamiklerini şekillendiren ana dinamikler olduğunu belirtmiştir. Çalışmasında hem ampirik hem de tarihsel analizler kullanarak dış borçlanmanın siyasi ve ekonomik dinamiklerine ışık tutmuştur.

Suter'in borç dalgası kavramı, bu çalışmanın yöntemine de katkı sağlamıştır. Yüksek borçlanma dönemlerinin belirli zaman aralıkları ile tekrarlayan yapısı, birbirlerine bağlı süreçler olmaları ve merkez-çevre arasında borçlanma üzerinden kurulan bağımlılık ilişkisi dış borçların birer dalga olarak değerlendirilebilmesini olanaklı kılmaktadır (Kowalewski, 1989; Suter ve Pfister, 1989; Suter, 1992). Bu

sebeple, Marksist Emperyalizm Teorileri ve Bağımlılık Yaklaşımlarının ışığında borç dalgalarının yapısı ve ekonomi politik dinamiklerinin tespiti borç literatüründeki eksikliği giderecektir. Bu analize geçmeden önce borç dalgalarının yapısına açıklık getirmek, çalışmanın cevap aradığı sorular açısından oldukça yararlı olacaktır.

2.1. Borç Dalgalarının Yapısı ve İlişki İçinde Olduğu Dalgalar

Küresel borç dalgaları kavramı, çevre ülkelerin borçluluğunun döngüsel yönlerini ifade etmektedir. Bir borç dalgasının üç ardışık aşaması vardır. İlk aşama, uluslararası kredilerin genişlediği patlama evresidir. Bu evrede merkezde biriken sermaye çevre ülkelere borçlanma şeklinde büyük miktarlarda akmaktadır. İkinci aşama, çevre ülkelerin borçlarını ödemede zorluklar yaşadığı evredir. Dış borç stokunun ciddi bir yük haline geldiği bu dönemde ülkeler ciddi borç bunalımı ile baş etmek zorunda kalırlar. Son olarak üçüncü aşama, alacaklılar ve borçlular arasında yeniden yapılandırma anlaşmalarının müzakere edildiği dönemdir. Burada borç krizleri yönetilmeye çalışılır. Devam eden süreçte ise çevre ülkeler, uluslararası sermaye piyasalarına tekrar erişim imkanına sahip olmaktadırlar. Ancak yeni bir patlama evresine gelene kadar uluslararası fon akışları oldukça mütevazidir (Onuk, 2019, s. 21).

Borç dalgaları, üç evreden oluşan yapısı ile Suter'in analizinin aksine sadece uzun değil kısa dönemli dalgalarla da ilişki içindedir. İş çevrimleri bu dalgalardan en önemlisidir.[1] Zira merkez ülkelerin iç piyasalarının sınırlarını en iyi resmeden dalgalardır. İki dalga arasındaki ilişki oldukça çarpıcıdır. Nitekim iş çevrimlerinin dip yaptığı durgunluk safhası ve ardından gelen genişleme evresindeki birkaç yılda, çevre ülkelerde çoğunlukla borç patlama evreleri yaşanmaktadır. İngiltere ve ABD'de yapılan araştırmalar ve bir sonraki bölümde borç patlama evrelerinin

[1] İş çevrimleri, Burns ve Mitchell'in (1946) ortaya koyduğu kısa dönemli dalgalardır. Bu dalgalar, işletmeler tarafından organize edilen bir piyasaya sahip olan ulusların toplam ekonomik faaliyetlerinde görülen bir dalgalanma türüdür. Bir çevrimin genişleme, daralma, durgunluk (kriz) ve yeniden canlanma olmak üzere dört temel evresi vardır. Bu evrelerde birçok ekonomik faaliyet (üretim, istihdam, tüketim vb.) yaklaşık aynı zamanda ortak yönde hareket etmektedirler. Bu değişim dizisi tekrarlayıcıdır ancak periyodik değildir. Aynı zamanda iş çevrimleri, 1 yıldan 10 ya da 12 yıla kadar uzanan kısa bir zaman dilimine sahiptir (Burns ve Mitchell, 1946, s. 3).

tespiti ile söz konusu ilişkinin oldukça güçlü olduğu görülecektir.[2] Bu ilişki, merkez-çevre bağımlılığını borçlanma mekanizması üzerinden gözler önüne sermektedir. Merkezde reel sektörde kar oranlarının zamanla gerilemeye başlaması şirketleri yeni alanlara açılmaya adeta zorunlu kılmaktadır. Bu yönelim, daralma evresi boyunca geniş çaplı olmasa da sürmekte, durgunluk evresinde ise hız kazanmaktadır.

Reel sektördeki bu eğilime karşın sermayedarlar için ana mekanizma faizdir. İş çevrimlerinin daralma evresinde merkez ülkelerde faizler nispeten yüksektir ve sermayedarlar riskli çevre ülkelerden ziyade öncelikli olarak merkezde yatırım yapmayı tercih ederler. Lakin kriz patlak verdiğinde, faizlerin düşmesiyle çevre ülkelere yönelirler. Burada bankaların rolü oldukça kritiktir. Bu durumu fırsata çevirerek açtıkları kredilerle borç rakamlarında ciddi bir patlamaya sebebiyet verirler. Borç patlama evresinin ardından ortaya çıkan kriz dönemi ise yine aynı dinamikler tarafından şekillenir. Merkezde yaşanan ekonomik toparlanma vasıtasıyla faiz oranlarında yaşanan artış ya da merkez bankası tarafından politika faizinin yükseltilmesi, çevredeki fonları hızla merkeze doğru çeker ve nihayetinde ağır borç yükü altındaki çevre ülkeler bir bir krize sürüklenirler.

İş çevrimleri ve küresel borçlanma dalgaları arasındaki bu ilişki; dış borçlanmanın tek bir ülke bazında değerlendirilemeyeceği, merkez-çevre diyalektiği açısından dünya geneline yayılan geniş bir perspektifle analiz edilebilmesi gerektiğini gözler önüne sermektedir. Aynı zamanda merkez ülkelerdeki faiz oranları gerek borç patlama evresinin gerekse de kriz evresinin ana belirleyeni olarak karşımıza çıkmaktadır. Ayrıca merkezde yaşanan ekonomik sıkıntıların çevredeki borçlanmayı tetikleyen temel mekanizma olduğu da görülmektedir.

Borç dalgalarının ilişki içinde olduğu bir diğer durum Mensch'in (1978) yenilik yaklaşımıdır. Mensch (1978) teknolojik yenilikleri, temel ve küçük çaplı buluşlar

[2] ABD'nin iş çevrimlerinin incelenmesi ve belirli yılların tespiti NBER (National Bureau of Economic Research) adlı kuruluş tarafından yapılmaktadır. İngiltere için ise NIESR (National Institute of Economic and Social Research) aynı görevi üstlenmektedir. Bu kurumların internet sitelerinden iş çevrimlerine ilişkin bütün detaylar bulunabilmektedir (NBER, 2019, 14. 09; NIESR, 2019, 14. 09).

olarak ikiye ayırmaktadır. Temel yeniliklerin dünya çapında çığır açıcı buluşlar olduğunu ve sermaye birikimini katladığını ancak zamanla standartlaşmasının da kaçınılmaz olduğunu belirtmiştir. Standartlaşmadan kastı, iyileştirme yenilikleri gibi küçük çaplı buluşlarla şirketlerin pazar paylarını ve kar marjlarını korumaya çalışmasıdır. Ne var ki, bu durum uzun sürmemekte ve girişimcileri yeni buluşlara yönelmeye zorunlu kılmaktadır (Suter, 1992, s. 22).

Borç dalgaları bu yönüyle teknolojik yeniliklerle ilişki içindedir. Çünkü gerek temel yenilikler gerekse küçük çaplı buluşlarla fon birikimi sağlandığı sürece her zaman çevre ülkelere aktarılacak kaynak vardır. Dış borçlanma bu sayede kısa zaman aralıkları ile gün yüzüne çıkmaktadır.

Son tespit edilen ilişki ise uzun dönemli hegemonik dalgalarladır. Hegemonik dalgalar hem ekonomik hem de siyasi açıdan birer hegemon haline dönüşen güçlerin tarih sahnesinde düşüşünü ve yükselişini resmeden dalgalardır (Wallerstein, 2015b). Bu dalgalar borçlanma dalgaları ile üç açıdan ilişki içindedir. İlk olarak, hegemonik bir gücün varlığında borç krizlerinin ardından gelen yeniden yapılandırma evresinde müzakereler kısa süreli olmaktadır. Zira bu güç kendini uluslararası finansal sistemin işleyişinden adeta sorumlu hisseder. Bu öyle bir hal alabilir ki, borcunu ödemeyen ülkelere askeri ve siyasi gücünü kullanmaktan geri durmaz. Bu sayede borç problemleri hızlıca çözüme kavuşturulur.

İkincisi, hegemonik gücün zayıf olduğu dönemlerde borçluların pazarlık gücünün artmasıdır. Dolayısıyla ciddi faiz ve anapara indirimleri sağlamaktadırlar. Son olarak ise yine hegemonik bir gücün etkin olmadığı zamanlarda merkez ve çevre arasındaki finansal ilişkiler siyasi araçlar ve uluslararası kurumlar tarafından daha sık düzenlenmektedir.

3. Tarihsel Perspektif Işığında Dış Borcun Patlama Evreleri

Dış borçlanma dalgasının hem kısa hem de uzun dönemli dalgalarla ilişki içinde olması bize dış borçlanmanın ana dinamiklerini göstermektedir. Burada ortaya attığımız ilişkileri tarihsel kanıtlarla tespit yoluna giderek temel resmi daha da

netleştirmeye çalışmaktayız. Bu sebeple küresel anlamda ilk borç krizi dönemi sayılan 1820'lere dönerek günümüze değin borç patlama dönemlerini tespit etmekle işe başlayalım.

3.1. 19. Yüzyılın Patlama Evreleri

19. yüzyıl, Sanayi Devrimi'nin etkisiyle seri üretimin ve beraberinde sermaye birikiminin katlanarak arttığı kapitalizmin gelecek vaat eden en çarpıcı dönemidir. Bu dönemdeki sermaye hareketleri Şekil 1'de gösterilmiştir. İngiltere hem ekonomik hem de siyasi egemenliğiyle dönemin hegemonik gücü, dolayısıyla sermayeyi de büyük oranlarda ihraç eden ana ülke olarak karşımıza çıkmaktadır. Bu sebeple İngiltere özelinde sermaye hareketlerini incelemek dış borç dönemlerini belirlemek açısından yeterli olacaktır. Şekil 1 incelendiğinde dört dönem dikkat çekicidir. Bunlar taralı alanlarla belirtilen 1820-24, 1862-72, 1877-1890 ve 1902-1913 dönemleridir. Bu dönemlerdeki net sermaye ihraçlarından sadece dış borçlanmaya yönelik kaynak aktarımlarını elde edebilmek için dönemin tek borçlanma aracı olan devlet tahvili istatistikleri incelendiğinde (bkz. ek 1, 2, 3, 4) 1820-25, 1862-73 ve 1886-90 süreçleri borç patlama evreleri olarak tespit edilebilmektedir (Suter, 1992; Onuk, 2019).

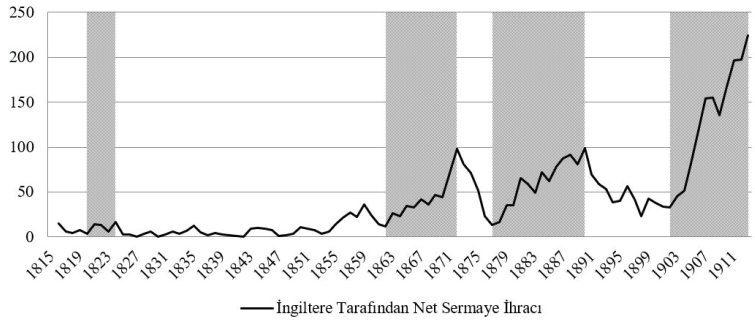
1820-25 döneminde Osmanlı dış borç almamıştır. Bu evrede, bağımsızlığını yeni kazanan Latin Amerika ülkeleri gerek zengin maden kaynakları gerekse ucuz işgücü açısından sermayenin ana rotası olmuştur. 1886-90 borç patlama evresinde ise Osmanlı düşük faizli borçlar biriktirebilmiştir. Ancak Latin Amerika'nın Arjantin ve Brezilya gibi ülkeleri kadar çok küresel sermayeden yararlanamamıştır. Bu ülkelerde Baring Brothers gibi dönemin önemli bankerleri yürüttükleri faaliyetler sonucu yabancı fonları çekebilmişlerdir. Neticede borç miktarı arttıkça ülkelerin kırılganlıkları artmış ve önemli krizlerle baş başa kalmışlardır.[3]

Şekil 1 incelendiğinde dikkat çeken başka bir dönem ise 1902-13'tür. Bu evre, sermaye ihracının diğer yıllara nazaran olağanüstü bir artış gösterdiği dönemdir.

[3] Detaylar için bkz. (Onuk, 2019).

Osmanlı dahil birçok çevre ülke bu zaman diliminde küresel arenadaki bloklaşmanın etkisiyle yüksek miktarlarda borçlanmışlardır. Ne var ki, borçlanma büyüklüğüne rağmen bu dönem, dünya savaşı gibi sıra dışı bir olayla sonlandığı için çalışmanın odaklandığı temel dinamiklere ışık tutamamaktadır. Bu sebeple 19. yüzyıl borç patlama evrelerinde Osmanlı'nın rolünü incelemek için 1862-73 dönemi detaylıca incelenecektir.

Şekil 1. İngiltere'den Net Sermaye İhracı (Milyon Pound): 1816-1913



Kaynak: Imlah, 1958, s. 72-75.

3.1.1. 1862-73 Borç Patlama Evresi: Bu patlama evresinde Osmanlı'nın yanı sıra Latin Amerika ülkeleri, Mısır, ABD, Romanya, Rusya ve gibi stratejik önem taşıyan birçok ülke dış borca yönelmişlerdir.[4] Zira 1820'lere nazaran sermaye aktarımları, Şekil 1'de görüldüğü gibi oldukça geniş çaplı olmuştur. Borçlardaki bu patlama, Sanayi Devrimi'nin devam eden etkisi ile demiryolu sektörünün 1840'lardan itibaren gösterdiği gelişmelere atfedilebilir. Zira teknolojik yenilikler, merkez ülkelerde üretimle beraber sermayenin de akıl almaz şekilde artmasına neden olan temel etken olmuştur. Bu dönemde de İngiltere ile beraber Almanya, Avusturya ve Fransa gibi ülkeler demiryolu sektöründeki üretimlerinin yanı sıra fon birikimini de giderek katlamış ve çevre ülkelere ihraç etmişlerdir.

Fon aktarımının birkaç merkez ülke nezdinde yapılması birçok ülkeyi de jeopolitik özellikleri açısından dış borca konu etmiştir. Bunun en tipik örneği bu

[4] ABD'nin dış borç büyüklükleri ve tarihleri için bkz. (Bayoumi ve Bordo, 1998). Romanya'nın dış borç büyüklükleri ve tarihleri için bkz. (Suter, 1992). Mısır'ın dış borç istatistikleri için bkz. (Tunçer, 2015, s. 32).

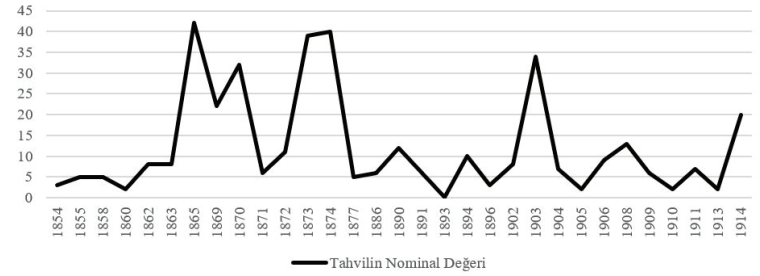
dönemde Osmanlı'nın borçlanmasıdır. Şekil 2 incelendiğinde, İmparatorluğun 1850'lerde de borçlandığı ancak 1862-73 patlama evresinde çok daha büyük meblağlarda borçlandığı dikkat çekmektedir. Bu sebeple Osmanlı'nın sürüklendiği borç krizini dış dinamiklerden bağımsız ele almak son derece eksik olacaktır. Öncelikle sermaye birikiminin katlanarak arttığı ve hegemonik gücünü sürdürmeyi başaran İngiltere'ye yönelmek, sermaye aktarımının dinamiklerinin tespiti açısından oldukça önemlidir. Burada en çarpıcı olan, borç patlama evresinin başlangıç tarihi olarak tespit edilen 1862 yılının İngiltere için durgunluk yılı olmasıdır.[5] Bu ilişki merkez ile çevre arasında dış borçlanma üzerinden kurulan köprünün en dikkat çekici göstergesidir.

İngiltere'de bu tarihlerde yaşanan durgunluğa düşük faiz oranlarının da eşlik ettiği görülmektedir (Homer ve Sylla, 2005, s. 206). Bu sayede Osmanlı 1860'tan itibaren ciddi borçlar biriktirebilmiştir. Faiz oranları uygun olduğu ölçüde iç kaynakları yetersiz de olsa borç bulmakta zorlanmamıştır. Kamu borcu 200 milyon sterline kadar yükselmiştir (Lipson, 1991, s. 198). 1873'te ise merkez ülkelerde patlak veren krizin küresel fon akışını ciddi oranda azalttığı görülmektedir. Faizler ise hızla tırmanışa geçmiştir (Homer ve Sylla, 2005, s. 206). Fon bulmakta zorlanan borçlu ülkeler 1874-76 yılları arasında birer birer krize sürüklenmişlerdir. Osmanlı da kesilen fonlardan nasibini alarak yüksek borç yükü altında 1876 yılında iflasını açıklamak zorunda kalmıştır (bkz. Ek 3).

İngiltere'nin hegemonik gücü sayesinde alacaklıların iyi organize olmasıyla Düyun-u Umumiye kurulmuş ve bu sayede alacaklılar borç krizi vasıtasıyla Osmanlı'nın mali özerkliğine büyük bir darbe indirmişlerdir. Bu kurumun kuruluş ve işleyiş biçimi aslında sonraki yıllardaki IMF'nin çalışma prensibine örnek teşkil edecektir.

[5] National Institute of Economic and Social Research İngiltere için iş çevrimlerinin zirve ve dip yaptığı tarihleri belirlemiştir. 1862 yılı ülkenin ekonomik faaliyetlerinin dip yaptığı tarihtir (Chadha, Janssen ve Nolan, 2000, s. 18).

Şekil 2. Osmanlı'nın Dış Borç Büyüklükleri (Milyon pound): 1854-1914

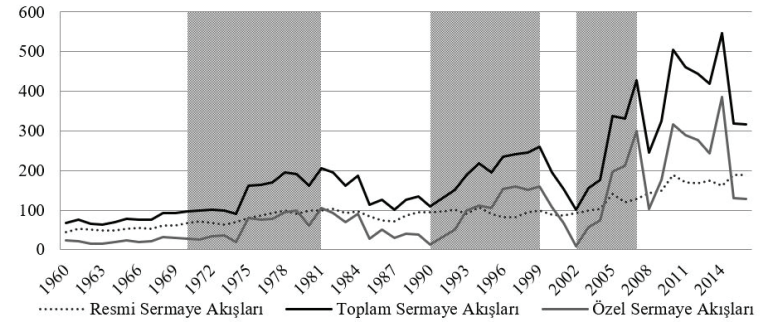


Kaynak: Birdal, 2010, s. 28.

3.2. 20. ve 21. Yüzyılın Patlama Evreleri

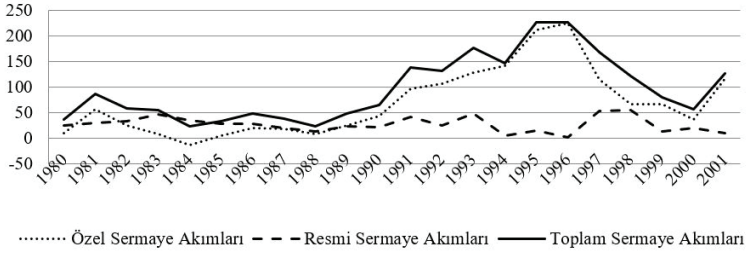
Yeni bir yüzyıla adım atıldığında, dünya iki büyük savaşa sahne olmuştur. Siyasi arenada baş gösteren sıkıntılar sermaye ihracının da bu yıllarda nispeten düşük seyretmesine yol açmıştır. 1970'lerden itibaren borç enstrümanlarının çeşitlenmesi ve küresel barış ortamının tahsis edilmesiyle sermaye ihracının olağanüstü seviyelere ulaştığı görülmektedir. Şekil 3 ve Şekil 4 merkez ülkelerin net sermaye ihracı seyrini resmetmektedir. Bu veriler 1970 ile 2000'li yıllar arasında yüksek miktarda borçlanan çevre ülkelerin verileri ile karşılaştırıldığında 1970-81, 1990-96 ve 2002-07 borç patlama evreleri olarak tespit edilebilmektedir. Bu üç borç patlama evresinde de Türkiye yüksek borç rakamlarıyla karşımıza çıkmaktadır (bkz. Ek 5, 6, 7, 8, 9).

Şekil 3. DAC Ülkelerinden Gelişmekte Olan Ülkelere Özel, Resmi ve Toplam Sermaye Akışları (Milyar $): 1960-2016



Kaynak: OECD, 2018.

Şekil 4. Gelişmekte Olan Ülkelere Net Sermaye Akışları (Milyar $): 1980-2001

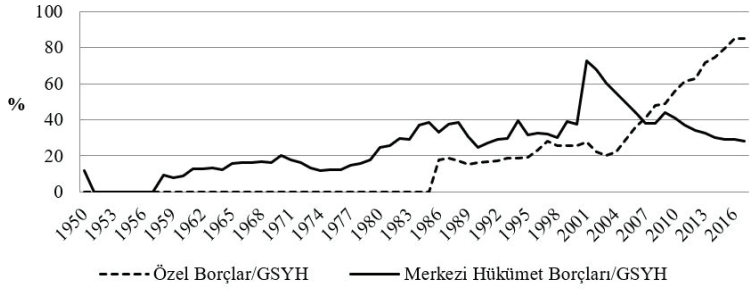


Kaynak: IMF, The World Economic Outlook Database, Eylül 2000.

3.2.1. 1970-81 Borç Patlama Evresi: Bu patlama evresinde Latin Amerika ülkeleri başta olmak üzere Türkiye ve birçok çevre ülke, geçmişteki evrelere nazaran ciddi borçlar biriktirmişlerdir (bkz. Ek 5). Geçmiş evrelere nazaran borçlanmadaki bu artış yine teknolojik yeniliklerden kaynaklanmaktır. Otomotiv sektörünün yanı sıra petrol enerji sektöründe, elektrik ve makina sanayi tüm üretim araçları sektöründe üretkenliği ciddi derecede arttırarak sermayeyi katlamıştır (Beenstock, 1984; Gordon, 1989).

Türkiye ise dış konjonktürdeki bu gelişmelerden payını almayı başarmıştır. Şekil 5 Türkiye'nin 1950'lerden itibaren dış borç oranlarını göstermektedir. 1970-80 aralığında geçmiş dönemlere nazaran kamu borçlarında ciddi bir artış görülmektedir. Bu dönemden önceki borçlar küresel nitelikli bir borç evresi olarak nitelendirilemez ancak ülkenin kısa vadeli borç sarmalına sürüklenmesinin önünü açması açısından oldukça mühimdir. Zira dış ticarette gerçekleşen liberalizasyon sonucu dış ticaret dengesi açık verdikçe ülke sürekli dış borca yönelmek zorunda kalmıştır (İnce, 2001, s. 195-196).

Şekil 5. Türkiye'nin Toplam Dış Borcunun GSYH'ye Oranı: 1950-2017



Kaynak: Mbaye, Moreno-Badia ve Chae, 2018.

1970-81 borçlanma evresine bakıldığında, merkez ülkelerde karlılık ve faiz oranlarının oldukça düşük olduğu dikkat çekmektedir (Balkan, 1994, s. 100, 151). Bu dönemde Türkiye ise gerek içerde gerekse dışarda çalkantılı süreçlerden geçmektedir. Her şeyden önce ülke üretim yapısı olarak ithal ikameci modeli benimsemiştir. Bu model çerçevesinde, uyumlu alt yapı yatırımları oluşturulmadan yeni sanayi dalları kurulmasına girişilmiştir. Örneğin, enerji üretimi dikkate alınmadan elektrikli aletler sanayisi kurulmuştur. Enerjide yabancılara büyük oranda bağımlı olan ülkenin bu hamlesi, kardan çok maliyetlerin artmasına yol açmıştır. Yine büyük ölçüde tarıma dayalı bir ekonomide, tarım makine ve aletleri sanayisi hatta daha az maliyetli tren yolu taşımacılığını geliştirmek yerine özel kullanım için binek otomobili üretmek tercih edilmiştir. Bu üretim modeli ülkeyi umarsızca yabancı fonlara mahkûm kılmıştır (Birdal, 1999, s. 87). İlaveten ülke 1974 yılında Kıbrıs Harekatı'nın bir bedeli olarak, ABD ambargosu ve hatta Batı'nın örtülü ambargosuna maruz kalmış ve dahası petrol fiyatlarında yaşanan artış, büyük petrol ithalatçısı olan Türkiye'ye ağır bir darbe vurmuştur. Dış ticaret hadleri şiddetle kötüleşmeye başlayan ülke, çareyi yabancı fonlara yönelmekte bulmuştur. Devlet tahvilleri yüzde 11 getiri ile merkez ülkelere göre ciddi getiriler vaat ettiği için küresel konjonktürün de etkisiyle Türkiye önemli bir borç yükünün altına girmiştir.

Borç yükünün artışına yol açan en önemli enstrümanlardan biri DÇM (Dövize Çevrilebilir Mevduat) hesapları olmuştur. İlk kez 1967 yılında uygulamaya konulan bu sistemle hükümetin döviz, özel sektörün de kredi elde etmesi planlamıştır. Şöyle ki, DÇM hesabına döviz yatıran kişi veya kuruluşlar arzu ettikleri taktirde

paralarını faiziyle birlikte döviz veya o günkü cari kur üzerinden bunun karşılığı kadar TL tutarını geri almaktadır. Faiz oranları Europara piyasalarına göre oldukça yüksektir. Bankalarda tutulan bu hesaplar karşılığı döviz olan TL cinsinden mevduat hesaplarıdır. Fon girişleri ile büyüyen hesapları bankalar, iç piyasadaki özel ve tüzel kişilere kredi olarak kullandırdılar. Herhangi bir kur riski ise bankalar açısından söz konusu değildir. Çünkü devlet bankalara kur garantisi vermiştir. Kısacası bankalar Türkiye'deki şirketlerin dış finansmanına aracı olmuş ve devlet de bu mevduatların garantörlüğünü üstlenmiştir (İnce, 2001, s. 209).

Kıbrıs Harekatı'ndan sonra yeniden canlandırılan bu hesaplar, bir yıl gibi kısa bir zaman diliminde büyük boyutlara ulaşmıştır. Zira 1975 yılının sonunda döviz rezervlerinin yaklaşık yüzde 98'i DÇM'lerden oluşmaktadır (Birdal, 1999, s. 91). Kısa dönemli rahatlamak adına ülke daha büyük bedellere gebe kalmıştır. Nitekim 1979 yılında ABD Paul Volcker'ın önderliğinde sıkı para politikası uygulamaya karar vermiş ve faiz oranlarındaki artış diğer çevre ülkeler gibi Türkiye'yi de yabancı fonlardan mahrum bırakmıştır (Balkan, 1994, s. 106). Burada faiz oranlarındaki artışla aynı yıl Türkiye'nin de krize sürüklendiği dikkat çekmektedir. Borç krizine çözüm olarak IMF ile masaya oturulmuştur. 24 Ocak 1980 kararları doğrultusunda devlet kesiminin küçültülmesi, KİT'lerin özelleştirilmesi, dış ticaret ve sermaye piyasalarında serbestleşme, vergilerin azaltılması gibi kararlar hayata geçirilmiştir. Kısacası alacaklıların sıkı örgütlülüğünün temsili olan IMF, borç krizi sayesinde çevre ülkelere neoliberalizmin politikalarını dayatma imkanına kavuşmuştur.

3.2.3. 1990-06 Borç Patlama Evresi: 1990-96 borç patlama evresi beraberinde önce Meksika'yı, ardından Asya'yı, ilaveten Rusya ve diğer gelişmekte olan ülkeleri o zamana kadar görülmüş en şiddetli küresel borç krizine sürükleyen son derece önemli bir dönemdir. Bu süreçte Türkiye ise dışa açılmış istikrarsız yapısı yüzünden birbiri ardına krizlere maruz kalmıştır.

24 Ocak kararları Türkiye için milat olmuştur. Bu tarihten itibaren ithal ikame modeli terkedilmiş ve özelleştirmelere hız kazandırılmıştır. İlaveten sermaye hesabı da serbestleştirilmiştir. Söz konusu politikaların ülkeye faturası ise yükselen dış

ticaret açığı olmuştur. Öyle ki, GSMH'nin bir payı olarak dış ticaret açığı 1992 yılında yüzde 3 iken, ertesi yıl yüzde 8,5'e kadar çıkmıştır (Celasun, 1998, s. 5).

Açıklar kronikleşen bir hale geldikçe ülke borç batağına daha fazla batmıştır. 1990-94 döneminde dış borçtan ziyade iç borç biriktirmiş ve kısa vadeli borç sarmalına sürüklenmiştir. Şöyle ki, TCMB 1989 yılında yeni bir para politikası uygulamaya karar vermiştir. Banka'nın amacı ticari bankalara yönelik kaynak akışını azaltmak ve burada yabancı sermayeye alan yaratmaktır. Nitekim küresel fonlardaki artış da göz önünde bulundurulduğunda, 1990 yılında 7,2 milyar dolar artan dış borç birikiminin 3,8 milyar doları kısa vadeli borç iken, bu tutarın 2,3 milyarı ise ticari bankalara ait olmuştur (Ekinci, 1997, s. 257). Bu politika tıpkı Meksika ve daha sonra Asya'da da görüldüğü gibi kısa vadeli borçları hızla tırmandırmıştır. Dahası kamu açıklarının finansmanı ise iç borçlanma ile sağlanmıştır.

Yeni para politikasıyla iç borçlar hızla şişmeye başlamıştır. Değişen hükümet ise faiz ödemelerinin kısa vadeli borçlar üzerindeki payını, nominal faiz oranlarını düşürerek azaltmak istemiştir. Bu çerçevede 1993 yılı içerisinde Hazine'nin kullanabileceği kısa vadeli avans miktarı yükseltilmiştir. İlaveten çıkarılan ek bütçeyle daha fazla kaynak kullanmak mümkün hale gelmiştir. Hal böyle olunca, TCMB'nin kaynakları bir yıl içinde büyük ölçüde kullanılmıştır. Sonrasında hükümetin faizleri indirmek ve ortalama vadeyi uzatmak için bono ile tahvil arzını kısıtlamak, ek vergiler koymak gibi yöntemlere başvurması, 1994'ün mayıs ayında Hazine'nin büyük çabalara rağmen iç piyasalardan borçlanamamasına neden olmuştur (Özatay, 1995, s. 24-25).

Bu noktaya kadar anlatılanlar hükümetin yanlış tercihleri sonucu şişirilen iç borçların patlamasından ibarettir. Ancak hükümetin iç borca yönelmesi büyük oranda dış dinamiklerin etkisiyle ortaya çıkmıştır. Özellikle sermaye hareketlerindeki ani yön ve hacim değişiklikleri sürecin ana faktörleri olmuştur. ABD'nin 1994 yılında faiz oranlarını kademeli olarak arttırmaya başlaması diğer borçlu ülkelerde olduğu gibi Türkiye'de de büyük bir sermaye çıkış dalgasını tetiklemiştir. Zira 1994 krizinden kısa bir süre önce başlayan büyük çıkışlar krize giden sürecin açık bir göstergesi olmuştur (Türel, 2010, s. 40). Bu dönemdeki

borçların yeniden yapılandırma sürecinde yine IMF baş rolü oynamaktadır. Yapılan yeni Stand-by anlaşmasıyla özelleştirmelere hız kazandırılmıştır.

Ağır borç yüküyle Türkiye, IMF kredisi ve yapısal reformların etkisiyle yeni bir döneme adım atmıştır. 1990-96 borç patlama evresinde 1994 yılından sonra sermaye, ABD'nin faiz indirimleri sonucu hızla Asya ve diğer çevre ülkelere yönelmiştir. Türkiye'nin adım attığı yeni dönemde fonlar, uluslararası arenada halen daha oldukça boldur. Ülkeye giren fonların kompozisyonuna bakıldığında, doğrudan yabancı yatırımların oldukça düşük seviyelerde olduğu gözlemlenmektedir. Portföy yatırımlarının ise tıpkı 1990'ların başlarında olduğu gibi geniş bir yer tuttuğu dikkat çekmektedir. Yine kısa vadeli sermaye hareketlerinin hakimiyeti ise oldukça aşikardır. Bu tablo Türkiye'nin 1994'te yaşadığı hadisenin dış dinamiklerinin 2001 krizinde de aynı olduğunu gözler önüne sermektedir (Onuk, 2019, s. 200).

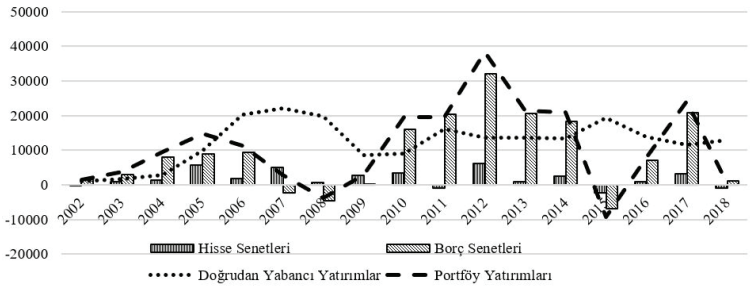
1997-98 dönemi Doğu ve Güneydoğu Asya ardından Rusya'nın borç krizine sürüklendiği zamandır. Bu dönemde ABD tekrar faiz oranlarını arttırmaya başlamıştır. Nitekim merkez ülkelere yönelik sermaye hareketleri hızlanmış ve yüksek borç rakamlarına sahip çevre ülkeler yabancı fonlardan mahrum kılınmıştır. Türkiye de bu süreçten nasibini almıştır. Borç müzakerelerine bakıldığında ise IMF tekrar sahnede olmuştur.

3.2.4. 2002-07 Borç Patlama Evresi: 2002-2007 borç patlama evresi, ABD'deki düşük faiz oranları etkisiyle çevre ülkelerin yüksek borçlar biriktirdiği ve ardından domino taşı gibi sırayla krizlere sürüklenmelerine yol açan önemli bir dönemdir. Bu evrede Türkiye ise siyasi arenada yaşadığı değişimin de etkisi ile borç serüveninde yeni bir sürece adım atmıştır. Yüksek borçlanma altında ekonomi hızla büyümekte, bütçe açıkları kapanma noktasına gelmektedir.

Türkiye'ye 2000'li yıllardaki sermaye akışları Şekil 6'da gösterilmektedir. 2002-2007'deki borç patlama evresi incelendiğinde, Türkiye'nin 2005 yılına kadar portföy yatırımları daha yüksek olmak üzere önemli ölçüde yabancı sermaye çektiğini söylemek mümkündür. Yine bu evrede borç senetlerine giren sermaye

de oldukça yüksek görünmektedir. Ancak 2005'te ABD'nin faiz artışına yönelmesi, portföy yatırımlarının ciddi oranda düşmesine yol açmıştır. Bu durum sıcak paranın ne kadar kolay ülkeden çıkabileceğinin açık bir göstergesidir.

Şekil 6. Türkiye'ye Yönelik Sermaye Akışları (Milyon $): 2002-2018



Kaynak: TCMB, Ödemeler Dengesi, Uluslararası Yatırım Pozisyonu.

2002-2007 döneminde kamu ve özel sektör borç yükleri ise tam tersi yönde hareket etmektedir. Zira 2004 yılından itibaren GSYH'nin payı olarak kamu sektörünün borç yükü azalırken, özel sektörünki hızla artmaya başlamıştır. Dış borçların artışı ile iç borçlar nispeten düşük seviyelerde kalmıştır. Enflasyon keza oldukça düşmüştür. Bütçe açığı oldukça olumlu bir trende girmiştir. Ancak cari açık 2002 yılında oldukça düşük seviyeleri görmesine rağmen, 2008 yılına kadar artmaya devam etmiştir. Dış borcu giderek artan bir ülke için cari açığın bu denli yükselişi oldukça ciddi bir sorundur. Zira geçmiş dönemlerde görüldüğü gibi kendi parasıyla dış borcunu ödeyemeyen bir ülke için bu gidişat yeterli döviz bulunamadığı takdirde dış borca bağımlılık yaratır, borcu borçla döndürme gibi kısır bir döngüye yol açar. Olası bir sermaye kesintisi ise ülkenin felaketi olabilir. İşte cari açığın düşmediği ve borçların arttığı böylesine bir tabloda bu kırılganlıklar kaçınılmazdır.

Bu çerçevede Türkiye'nin borç sarmalına sürüklendiğini söylemek mümkündür. 2022 yılına Türkiye yükselen dış borç ve enflasyon kamburu ile girmiştir. ABD ve diğer merkez ülkeler sıkı para politikasının sinyallerini vermişlerdir. Hatta ABD ilk faiz artırımını gerçekleştirmiştir. Faizlerin daha da yükselmesi sonucu dış fon bulmakta yaşanacak olası zorluklar Türkiye'nin borçlarını döndürememesine sebebiyet verebilir.

4. Ampirik Sonuçlar

Çalışmada borç dalgalarının tarihlerini belirledikten sonra her borç krizi dönemine ait birtakım ortak ekonomik dinamikler ön plana çıkmaktadır. Bu dinamikleri ampirik olarak da belirleyebilmek için panel veri analizi kullanılacaktır. Zira bu yöntemde çok sayıda değişken zaman ve mekân yönünden birlikte ele alınabilecektir. Bu sayede dünya ekonomisindeki birçok ülke ve bu ülkelere ait makroekonomik değişkenler analize dahil edilebilecektir.

4.1. Veri Seti ve Değişkenler

Panel veri analizi için 1970-2017 döneminde borç krizine sürüklenen 21 ülkeye ait veriler kullanılmıştır.[6] Bu ülkeler, IMF'nin gelişmekte olan ülkeler kategorisi içerisinden sermaye hareketlerinin en yoğun yaşandığı bölgeler baz alınarak seçilmiştir. Ayrıca zamansal boyut açısından analizde sıkıntı yaşamamak adına ülkelerin veri setlerinin eksiksiz olmasına da özen gösterilmiştir. Bu yüzden bazı ülkeler analizin dışında tutulmuştur.[7] Bu doğrultuda seçilen ülkeler ve borç krizi dönemleri Tablo 1'de gösterilmiştir.

Tablo 1 incelendiğinde, Latin Amerika ülkelerinin borç krizi bilançosunun oldukça ağır olduğu görülmektedir. Asya ülkelerine bakıldığında, Filipinler'in uzun yıllara yayılan borç krizi süreci göze çarpmaktadır. Türkiye'de ise özellikle Osmanlı'nın borçlarının bittiği yıllardan itibaren dışa açılmanın bedeli olarak krize sürüklendiği görülmektedir. Borçlular için en çarpıcı olan belirli yıllarda veya dönemlerde çoğu ülkenin neredeyse aynı zamanlarda krize sürüklenmesidir. Buradaki temel faktör, tarihsel analizde de tespit edildiği gibi merkez ülkelerdeki faiz oranlarıdır. Çünkü merkez ülkeler faiz oranlarını arttırdıkları zaman çevre

[6] Ülkelere ait verilerin çoğu Dünya Bankası veri setinden sağlanmıştır. Bu veriler https://data.worldbank.org/ adresinden alınmıştır. Yalnızca borç krizine ait veriler Reinhart ve Rogoff'un (2009) çalışması kullanılarak oluşturulmuştur.

[7] Sermaye hareketlerinin yoğun yaşandığı Yunanistan, Güney Kore, Arjantin, Şili, Malezya, Panama, Singapur, Güney Afrika ve Uruguay 1970-2017 dönemine ilişkin yeterli veriye sahip olmadıkları için analize dahil edilmemiştir.

ülkeler adeta bir domino taşı gibi sırayla borç krizine sürüklenmektedirler. Bu sebeple merkezdeki faiz oranları ampirik analizde de incelenecek başat faktör olacaktır.

Tablo 1: Ülkelerin Borç Krizi Dönemleri: 1970-2014

Ülkeler	Toplam Borç Krizi Yılları	Borç Krizi Dönemleri
Bolivya	17	1980-84, 1986-1997
Brezilya	12	1983-94
Dominik Cumhuriyeti	14	1982-1994, 2005
Ekvator	18	1982-1995, 1999-2000, 2008-2009
El Salvador	-	-
Endonezya	4	1970, 1999-2000, 2002
Fas	6	1983, 1986-1990
Filipinler	10	1983-1992
Guatemala	2	1986, 1989
Hindistan	7	1970-76
Honduras	25	1981-2005
Kolombiya	-	-
Kosta Rika	10	1981-1990
Meksika	9	1982-1990
Mısır	1	1984
Nijerya	10	1987-1994, 2004-05
Paraguay	9	1986-1992, 2003-04
Peru	18	1976, 1978, 1980, 1983-1997
Tayland	-	-
Türkiye	3	1978-79, 1982
Venezuela	12	1983-88, 1990, 1995-97, 2004-05

Faiz oranına ek olarak modelde kullanılmak üzere bir tane bağımlı değişken tasarlanmıştır. Bu değişken borç krizine ilişkin değişkendir ve Rogoff'un (2009) ülkelerin temerrüt ve yeniden yapılandırma dönemlerine ait tuttukları verilerden derlenmiştir. Değişkenlere ilişkin tanımsal istatistikler Tablo 2'de gösterilmiştir.

Tablo 2: Değişkenlerin Tanımsal İstatistikleri

Değişkenler	Gözlem Sayısı	Ortalama	Std. Sapma	Minimum	Maksimum
Borç Krizine Düşme	945	0,20	0,40	0	1
ABD'nin Reel Faiz Oranı	945	5,60	3,75	0,09	16,38
Portföy Yatırımları/GSYH	658	-0,0053	0,0213	-0,3287	0,0941
Yüksek Enflasyon	945	0,08	0,27	0	1
GSYH Büyümesi	945	4,18	3,92	-13,13	25,01
Kısa Vadeli Borçların Rezervlere Oranı	945	16,10	10,28	0	68,68
Doğrudan Yabancı Yatırımlar/GSYH	878	1,71	1,89	-5,01	12,19
Uluslararası Rezervlerin İthalat İçindeki Payı	832	4,78	2,99	0,22	19,20

Bağımsız değişkenler yedi tanedir. İlk olarak bahsedildiği gibi merkez ülkelerdeki faiz oranları ele alınmıştır. Analizimiz 1970-2017 dönemini ele alındığı için, dünya ekonomisinde sermaye hareketlerine yön veren ABD'nin reel faiz oranını kullanmak daha uygun görülmüştür. İkincisi portföy yatırımlarının GSYH'ye oranıdır. Burada borçlu ülkelerin yabancı sermayedeki kesintilere nasıl cevap verdiği ve borç krizine ya da bunalımına sürüklenip sürüklenmeyecekleri ölçülmektedir. Üçüncü değişken, GSYH'deki yıllık artış oranıdır. Bu değişken, ülkelerin kredibilitesinin önemli bir göstergesidir. Bu sayede ülkeler daha fazla borçlanabilmelerinin yanı sıra borçlarını ödemekte de ciddi sorunlarla karşılaşmamaktadırlar. Borç krizine giden yolda ise bu değişkenin önemli bir belirleyen olup olmadığının araştırılabilmesi için modele eklenmesine karar verilmiştir.

Bir diğer değişken, toplam rezervler içinde kısa vadeli borçların payıdır. Son 25 senedir kısa vadeli borçlar, çevre ülkelerin borç krizlerine sürüklenmelerinin ardındaki en önemli faktör olmuştur. Alacaklılar riskli gördükleri çevre ülkelere kısa vadeli borç vermeyi tercih etmektedirler. Bu durum, merkezdeki sermayeye gittikçe bağımlı hale gelen çevre ülkelerin dönem dönem felaketi olmuştur. Zira merkezde faiz oranı yükselince, yabancı sermaye kesintisine ilaveten vadeleri kısa olan borçlar, çevre ülkelerde büyük bir likidite krizine yol açmıştır. Şüphesiz ki, fon sıkıntısı çeken ülkelerde borç krizleri kaçınılmaz olmuştur. Bu sebeple borç krizinin açıklanmasında bu denli önem teşkil eden bu değişkenin modele dahil edilmiştir. Bu değişken kadar son yıllarda önem kazanan bir diğer değişken ise yüksek enflasyon değişkenidir. Bu

değişken kukla değişken olarak tasarlanmıştır. Ülkelerin enflasyon değerlerinin yüzde 50'den yüksek olduğu yıllara 1, diğer yıllara ise 0 verilerek oluşturulmuştur.

Doğrudan yabancı yatırımların GSYH'ye oranı ve uluslararası rezervlerin ithalat içindeki payı ise diğer bağımsız değişkenlerdir. Bu iki değişkende de olası azalışların borç krizine ya da sıkıntısına düşmede önemli etkiler yaratabileceği düşünülmektedir. Bu sebeple analize dahil edilmeleri uygun görülmüştür.

4.2. Panel Veri Analizi ve Logit Model

Çalışmada yöntem olarak doğrusal olmayan panel veri analizi tercih edilmektedir. Bu çalışmada borç krizine ve borç bunalımına düşmenin belirleyenleri analiz edileceği için bağımlı değişken ikili tercih modeli olarak kurgulanmıştır.

İkili tercih modellerinde bağımlı değişken; t zamanında i'inci birim için olay gerçeklemişse 1 değerini, gerçekleşmemişse 0 değerini almaktadır. Bu durumda bağımlı değişkenin beklenen değeri;

$$E(Y_{it}) = 1.P_{it} + 0.(1-P_{it}) = P_{it} \quad (1)$$

şeklindedir. Olayın t zamanında i'inci birim için gerçekleşme olasılığı ise aşağıdaki denklemde gösterilmektedir (Yerdelen Tatoğlu, 2013, s. 161).

$$P_{it} = Prob(Y_{it}=1) = E(Y_{it} \mid X_{it}) = F(\beta' X_{it}) \quad (2)$$

Burada F fonksiyonu, logit, probit gibi modellerin seçilmesini ifade etmektedir. Çalışmamızda logit model ile analiz yapılacaktır. Logit modelde lojistik dağılım kullanılmaktadır ve formülü şu şekildedir;

$$L_i = \ln\left[\frac{P_i(Y_i=1)}{1-P_i(Y_i=1)}\right] = \ln(e^{\beta' X_i}) = \beta' X_i \quad (3)$$

Köşeli parantezin içindeki $P_i/1-P_i$ odds oranını (bahis oranı) göstermektedir. Bu oran Y_i=0'a karşı Y_i =1'in ihtimalinin oranıdır. Eşitliğin sol tarafı odds oranının logaritmasını ifade etmektedir (Lardaro, 1993, s. 408).

4.3. Analizin Sonuçları

Tablo 3'de enflasyon değişkeni hariç diğer tüm değişkenler borç krizi yılından bir sene önceki değerleri alınarak modele dahil edilmiştir. Buradaki asıl amaç borç krizine sürükleyen dinamikleri belirlemek olduğu için, değişkenlerin tam kriz yılındaki değerlerinin aksine bir önceki yıldaki değerlerinin kullanılması daha uygun görülmüştür.

Tablo 3: Logit Regresyon Modeli Sonuçları: Borç Krizine Düşme

Bağımsız Değişkenler	**Bağımlı Değişken: Borç Krizine Düşme**		
	Odds oranı	**Katsayılar**	**z değeri**
ABD'nin Reel Faiz Oranı	1.317014	0.275*	3.540
Portföy Yatırımları/GSYH	1.140639	0.131	1.430
Yüksek Enflasyon	11.92753	2.478*	4.130
GSYH Büyümesi	0.934000	-0.068*	-1.710
Kısa Vadeli Borçların Rezervlere Oranı	1.004373	0.004*	2.520
Doğrudan Yabancı Yatırımlar/GSYH	0.804102	-0.218*	-2.500
Uluslararası Rezervlerin İthalat İçindeki Payı	0.963316	-0.037	-0.570
Sabit	0.026645	-3.625*	-4.560
İstatistikler			
Wald	73.75		
LR	73.39		

*0.01, 0.05 ve 0.10 anlamlılık düzeylerini göstermektedir.

Model incelendiğinde, doğrudan yabancı yatırımların GSYH'ye oranı değişkeninin anlamlı çıktığı görülmektedir. Bu değişkendeki bir sene önceki bir birimlik azalış, borç krizine düşme olasılığını 0,80 kat, aynı şekilde GSYH büyümesindeki bir birimlik azalış ise 0,93 kat arttırmaktadır. ABD'nin reel faiz oranı ise borç krizinde en güçlü değişkenlerden biri olarak tespit edilmiştir. Bir sene önceki faiz oranında bir birimlik artış, borç krizine düşme ihtimalini %31 oranında arttırmaktadır. Ayrıca yüksek enflasyona sahip ülkelerin, düşük enflasyona sahip ülkelere nazaran borç krizine düşme ihtimalleri 11,92 kat daha fazladır. Aynı

zamanda bir sene önceki kısa vadeli borçların rezervlere oranındaki bir birimlik artış, krize düşme olasılığını %0,04 oranında arttırmaktadır.

Bu değişkenlerin aksine portföy yatırımlarının GSYH'ye ve toplam rezervlerin ithalata oranı değişkenleri anlamlı çıkmamışlardır. Kriz sürecini belirleyen ana etkenler değillerdir. Ancak burada özellikle portföy yatırımlarındaki kesintilerin ülkeleri büyük sıkıntıya soktuğu gerçeği göz ardı edilmemelidir.

5. Sonuç ve Değerlendirme

1800'lerden itibaren çevre ülkeler giderek artan miktarda dış borçlanmaya gitmiş ve dönem dönem borç krizlerine düşerek hem ekonomik hem de siyasi arenada önemli ödünler vermişlerdir. Özellikle 1980'lerden itibaren IMF'nin borç krizlerine müdahalesi ve sunduğu reçeteler uluslararası arenada büyük tartışmaları beraberinde getirmiştir. Dayatılan kemer sıkma politikaları ve özelleştirmeler son olarak 2010 yılında Yunanistan'da kitlesel halk ayaklanmalarına neden olmuştur. Borç krizinin tarihi bu kadar eskilere dayanırken krizin nedenleri ve çözümü konusunda halen daha küresel bir uzlaşma sağlanamaması bu çalışmanın ana çıkış noktasını oluşturmuştur.

Çalışma küresel borçlanma dalgalarını tespit ederek yüksek borçlanma, borç krizi ve yeniden yapılandırma süreçlerinin hangi dinamiklerle ilişkili olduğunu ortaya koymuştur. Merkezdeki faiz oranları, borç dalgasının hem patlama hem de kriz olmak üzere iki evresini de şekillendiren tek etkendir. Zira merkezde iç piyasada daralma yaşandığı, karlılığın düşmeye başladığı dönemlerde faiz oranları gerilemekte ve sermaye hızla çevre ülkelere doğru akmaktadır. Böylece hem merkezde atıl kalan fonlara hareket alanı yaratılmış olmakta hem de dış kaynaklara bağımlılığı artan çevre ülkeler üzerinde merkezin yaptırım gücü artmaktadır. Bu sayede dış borç rakamları faizler düşük kaldığı sürece hızla şişmektedir. Ne zamanki merkezde ekonomik toparlanmanın sinyalleri alınır ve faizler yükselmeye başlar, o zaman çevre ülkeler şişen borç balonunun patlamasıyla borç krizleri ile karşı karşıya kalmaktadırlar.

Faiz oranının yanı sıra dalganın borç krizi evresinin temel belirleyenleri ise ampirik analiz ışığında; doğrudan yabancı yatırımlar/GSYH, kısa vadeli borçların

rezervlere oranı GSYH büyümesi ve yüksek enflasyon gibi kimi makroekonomik göstergelerdir. Doğrudan yabancı yatırımlar/GSYH ve GSYH büyümesindeki azalışlar borç krizlerini tetiklerken, aksine kısa vadeli borçların rezervler oranı arttıkça borç krizine düşme ihtimali yükselmektedir.

Borçlanma dalgasının üçüncü evresi olan yeniden yapılandırma safhasının dinamikleri ise siyasi etkenlerdir. Dünya sahnesinde hegemonik bir gücün varlığı, bu dönemin oldukça kısa sürmesine yol açmaktadır. Aynı zamanda yine bu gücün etkisiyle alacaklılar arasındaki iş birliği artmakta ve bu sayede çevre ülkeler ağır yaptırımlarla karşı karşıya kalmaktadır. Günümüze bakıldığında ise bu yüksek iş birliği alacaklıların ortak çıkarlarını temsil eden IMF'de görülebilmektedir. Şu an küresel arenada her ne kadar hegemonik bir güç olmasa da zaten IMF gibi bir kurumun varlığı, borç sözleşmelerinin kısa sürede tamamlanmasına neden olmaktadır. Çünkü IMF alacaklıların ortak çıkarını gözeten bir kurumdur.

Borçlanma süreçlerinde dış dinamiklerin çarpıcı etkisi, Türkiye'nin özellikle artan özel sektör borcu ile önümüzdeki dönemlerde olası bir borç bunalımına ya da krizine sürüklenip sürüklenmeyeceğine dair öngörülerde bulunmamıza olanak sağlamaktadır. Merkez ülkelerdeki faiz oranlarının belirleyici etkisi göz önünde bulundurulduğunda kaynak aktarımının yoğun yaşandığı yüksek dış borçlanma dönemlerinde fonların devlet eliyle üretime kaydırılması son derece etkin bir yöntem olacaktır. Nitekim teşvik politikaları hayata geçirilmelidir. Zira artan kaynak aktarımının bir sonu olduğu unutulmamalıdır. Bu sebeple ülke ekonomisinin üretim dinamiklerini güçlendirici politikalar hayata geçirilmelidir. Türkiye'nin son yıllardaki yüksek borçlanma bilançosuna bakıldığında ise bu tarz teşvik politikalarını görmemekteyiz. Dahası Fed'in pandemi sonrası faizleri arttırma hamlesini tekrar devreye sokması bunun aksine TCMB'nin düşük faiz politikasındaki ısrarı ileriki süreçte Türkiye'nin borçlarını döndürmesinde ciddi sıkıntılara düşeceğini göstermektedir. Türkiye'nin olası bir borç krizinden kaçınmak için devlet eliyle kaynaklarını üretime kaydırması bu süreçteki en doğru hamlelerden biri olacaktır. Aksi takdirde merkezdeki faiz artışlarının ülkeyi ve diğer kırılgan yapıdaki çevre ülkeleri borç sarmalının içine sürüklemesi muhtemel görünmektedir.

Hakem Değerlendirmesi: Dış bağımsız.
Çıkar Çatışması: Yazar çıkar çatışması bildirmemiştir.
Finansal Destek: Yazar bu çalışma için finansal destek almadığını beyan etmiştir.

Peer-review: Externally peer-reviewed.
Conflict of Interest: The author has no conflict of interest to declare.
Grant Support: The author declared that this study has received no financial support.

Kaynaklar/References

Amin, S. (1991). *Eşitsiz Gelişme: Çevre Kapitalizminin Toplumsal Biçimleri Üzerine Deneme*, (A. Kotil, Çev.). İstanbul: Arba Yayınları.

Annual Report of the Council of the Corporation of Foreign Bondholders. (1896). *For the Year 1895*, London: Councilhouse.

Balkan, N. (1994). *Kapitalizm ve borç krizi*. Ankara: Bağlam Yayınları.

Bayoumi, T., & Bordo, M. D. (1998). Getting pegged: Comparing the 1879 and 1925 gold resumptions. Oxford Economic Papers, 50(1), 122-149.

Beenstock, M. (1984). *The World Economy in Transition*. London, Allen and Unwin.

Birdal, M. (1999). *Uluslararası Borç Krizi ve Çevre Ülkelerinde Yapısal Dönüşüm* (Yüksek Lisans Tezi). İstanbul Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü, İstanbul.

Birdal, M. (2010). *The Political Economy of Ottoman Public Debt: Insolvency and European Financial Control in the Late Nineteenth Century*. Londra ve New York, IB Tauris Publishers.

Bukharin, N. (1987). *Imperialism and World Economy*, Londra, Merlin Press.

Burns, A., & Mitchell, W. C. (1946). *Measuring Business Cycles*. New York, National Bureau of Economic Research.

Celasun, O. (1998). The 1994 Currency Crisis in Turkiye. *Policy, Research Working Paper WPS 1913*, Washington, DC, The World Bank.

Chadha, J. S., Janssen, N., & Nolan, C. (2000). An Examination of UK Business Cycle Fluctuations, 1871-1997. *Cambridge Working Papers in Economics*, Faculty of Economics, University of Cambridge, Supplementary Paper.

Eaton, J., & Gersovitz, M. (1981). Debt with potential repudiation: Theoretical and empirical analysis. *The Review of Economic Studies*, 48(2), 289-309.

Frank, A. G. (1984). Can the debt bomb be defused?, *World Policy Journal*, 1(4), 723-743.

Gordon, D. (1989). The Global Economy: New Edifice or Crumbling Foundation?, *New Left Review*, 168, 24-65.

Hilferding, R. (1981). *Finance Capital: A Study of the Latest Phase of Capitalist Development*. Londra, Boston ve Henley, Routledge & Kegan Paul.

Hobson, J. A. (1961). *Imperialism: A study*. Londra, George Allen & Unwin.

Homer, S., & Sylla, R. (2005). *A History of Interest Rates*. 4.bs., New Jersey, John Wiley & Sons.

IMF (2000, 09) *The World Economic Outlook Database*, (Çevrimiçi), https://www.imf.org/external/pubs/ft/weo/2000/02/data/#top.

Imlah, A. H. (1958). *Economic Elements in the Pax Britannica: Studies in British Foreign Trade in the Nineteenth Century*. Cambridge, Harvard University Press.

İnce, M. (2001). *Devlet Borçları ve Türkiye*. Ankara, Gazi Kitabevi.

Kowalewski, D. (1989). Global Debt Crises in Structural-Cyclical Perspective: 1791-1984. In W. P. Avery & D. P. Rapkin (Eds.), *Markets, Politics, and Change in the Global Political Economy* (pp. 57-84). International Political Economy Yearbook, Colorado, Lynne Rienner Publishers.

Lardaro, L. (1993). *Applied Econometrics*. New York, Harper Collins College Publishers.

Lenin, V. I. (1950). *Imperialism, the Highest Stage of Capitalism*, Moskova, Foreign Languages Publishing House.

Lipson, C. (1991). International Debt and National Security: Comparing Victorian Britain and Postwar America. In B. Eichengreen & P. H. Lindert (Eds.), *The International Debt Crisis in Historical Perspective* (pp. 189-226). London, The MIT Press.

Luxemburg, R. (2003). *The Accumulation of Capital*. Londra ve New York, Routledge.

Marichal, C. (1989). *A Century of Debt Crises in Latin America: From Indipendence to the Great Depression 1820-1930*. New Jersey, Princeton University Press.

Marx, K. (1997). *Kapital Cilt: III Ekonomi Politiğin Eleştirisi*. Ankara, Sol Yayınları.

Marx, K. (2011). *Kapital Cilt: I: Ekonomi Politiğin Eleştirisi*. Yordam Kitap, İstanbul.

Mbaye, S., M., Moreno-Badia, M., & Chae, K. (2018). Global Debt Database: Methodology and Sources. *IMF Working Paper 18/111*, International Monetary Fund, Washington, DC.

Mensch, G. (1978). *Stalemate in Technology*. Cambridge, Massachusetts, Ballinger Publishing Co.

NBER (2019, 14. 09). *US Business Cycle Expansions and Contractions*, (Çevrimiçi), https://www.nber.org/cycles/cyclesmain.html.

NIESR (2019, 14. 09). The UK Business Cycle–Dating and Implications," (Çevrimiçi), https://www.niesr.ac.uk/uk-business-cycle-%E2%80%93-dating-and-implications.

OECD (2018, 24. 11). *Total Official and Private Flows* (indicator), (Çevrimiçi) https://data.oecd.org/drf/total-official-and-private-flows.htm.

Onuk, P. (2019). *Tarihsel Perspektiften Dünya Ekonomisinde Borçlanma Dalgaları ve Ekonomi Politik Dinamikleri*. (Doktora Tezi). İstanbul Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü, İstanbul.

Özatay, F. (1995). 1994 Krizinden Alınacak Dersler: Kamu İç Borç Yönetiminde Yapılan Yanlışlıklar ve Güven Bunalımı. *İktisat, İşletme ve Finans*, 10(109), s. 17-33.

Reinhart, C. M., & Rogoff, K. S. (2009). *This Time is Different: Eight Centuries of Financial Folly*. New Jersey, Princeton University Press.

Roos, J. E. (2019). *Why Not Default*?: The Political Economy of Sovereign Debt. New Jersey, Princeton University Press.

Suter, C., & Pfister, U. (1989). Global Debt Cycles and the Role of Political Regimes. In W. P. Avery & D. P. Rapkin (Eds.), Markets, Politics, and Change in the Global Political Economy (pp. 17-55). International Political Economy Yearbook, Colorado, Lynne Rienner Publishers.

Suter, C. (1992). *Debt Cycles in the World Economy: Foreign Loans, Financial Crises, and Debt Settlements*, *1820-1990*. San Francisco, Westview Press.

The World Bank (1979). *World Debt Tables: External Debt of Developing Countries 1970-79*, Washington, DC, The World Bank.

The World Bank: (1990). *World Debt Tables: External Debt of Developing Countries 1989-90*, Washington, DC, The World Bank, (Çevrimiçi), http://documents.worldbank.org/curated/en/810821468762578665/World-debt-tables-1989-90-external-debt-of-developing-countries-second-supplement.

Tunçer, A. C. (2015). *Sovereign Debt and International Financial Control: The Middle East and the Balkans, 1870-1914*. Hampshire, Palgrave Macmillan.

Türel, O. (2010). Türkiye'de 1994, 2001 ve 2008-9 Ekonomik Krizlerinin Karşılaştırmalı Analizi, *Ekonomik Yaklaşım*, 21(75), s. 22-75.

Wallerstein, I. (1999). *The End of the World As We Know It*, Minneapolis, University of Minnesota Press.

Wallerstein, I. (2015b). *Modern Dünya Sistemi: Avrupa Dünya Ekonomisinin Pekiştirilmesi ve Merkantalizm, 1600-1750*, Çev. Latif Boyacı, 7. bs., İstanbul, Yarın Yayınları.

Yerdelen Tatoğlu, F. (2013). *İleri Panel Veri Analizi: Stata Uygulamalı*, 2. bs., İstanbul, Beta Yayıncılık.

EKLER

Ek 1. Latin Amerika Ülkelerinin Temerrüt ve Yeniden Yapılandırma Dönemleri: 1820'ler

Ülkeler	Tahvil İhraç Tarihi	Kupon Faizi (%)	Tahvilin Nominal Değeri (£)	İhraç Fiyatı (%)	Toplamda Elde Edilen (£)	Ödemelerin Askıya Alınma Tarihi	Ödemelerin Yeniden Yapılandırma Tarihi
Arjantin	1824	6	1,000,000	85	850,000	1827	1857
Şili	1822	6	1,000,000	70	700,000	1826	1842
Meksika	1824	5	3,200,000	58	1,856,000	1827	1851
	1825	6	3,200,000	89.7	2,872,000		
Peru	1822	6	1,200,000	88	1,011,000	1826	1849
	1825	6	616,000	78	480,480		
Büyük Kolombiya	1822	6	2,000,000	84	1,680,000	1826	-
	1824	6	4,750,000	80	4,203,750		
Kolombiya[a]			Toplam tahvilin %50'si				1849
Ekvator			Toplam tahvilin %22'si				1856
Venezuela			Toplam tahvilin %28'si				1859
Orta Amerika Federasyonu[b]	1825	6	163,000	73	118,990	1828	-
Kosta Rika			Toplam tahvilin %8.3'ü				1844
Guatemala			Toplam tahvilin %42.0'ı				1856
Honduras			Toplam tahvilin %16.5'i				1867
Nikaragua			Toplam tahvilin %16.5'i				1874
El Salvador			Toplam tahvilin %16.5'i				1860

[a]Büyük Kolombiya'nın borçları 1934 yılına kadar Kolombiya'da müzakere edildi.
[b]Federasyonun borçları 1938 yılında yeniden görüşüldü.
Kaynak: Annual Report of the Council of the Corporation of Foreign Bondholders, 1896; Marichal, 1989: 189.

Ek 2. Latin Amerika Ülkelerinin Temerrüt ve Yeniden Yapılandırma Dönemleri: 1860 ve 70'ler

Ülkeler	Tahvil İhraç Tarihi	Kupon Faizi (%)	Tahvilin Nominal Değeri (£)	İhraç Fiyatı (%)	Ödemelerin Askıya Alınma Tarihi	Ödemelerin Yeniden Yapılandırılma Tarihi
Arjantin	1866	6	2,500,000	75	-	-
	1870	6	1,034,700	88		
	1871	6	6,122,400	88		
	1872	6	1,225,000	76		
	1873	6	2,040,800	89		
Kosta Rika	1871	6	500,000	72	1874	1885
	1871	6	500,000	74		
	1872	7	2,400,000	82		
Guatemala	1856	5	150,000	-	1876	1882
	1869	6	500,000	70		
Honduras	1867	5	90,000	-	1873	20.yy'ın başına kadar ödemelerini askıya almaya devam ediyor.
	1867	10	1,000,000	80		
	1869	7	2,000,000	75		
Paraguay	1871	8	1,000,000	80	1874	1885
	1872	8	2,000,000	85		
Dominik Cumhuriyeti	1869	6	757,700	70	1873	1888
Uruguay	1871	6	3,500,000	72	1876	1879
Meksika	1864	6	12,365,000	63	-	-
Peru	1862	4.5	5,500,000	93	1876	1890
	1865	5	9,000,000	83		
	1869	5	290,000	71		
	1870	6	11,920,000	82		
	1872	5	22,130,000	77		
Bolivya	1872	6	1,700,000	68	1875	1880
Kolombiya	1863	6	200,000	86	1873	1873
	1873	4	2,000,000	-		

Kaynak: Annual Report of the Council of the Corporation of Foreign Bondholders, 1896; Marichal, 1989: 191-195.

Ek 3. Osmanlı İmparatorluğu'nun Temerrüt ve Yeniden Yapılandırma Dönemleri: 1850 ve 70'ler

Tahvil İhraç Tarihi	Kupon Faizi (%)	Tahvilin Nominal Değeri (£)	Toplamda Elde Edilen Tutar (£)	Efektif Faiz Oranı (%)	Ödemelerin Askıya Alınma Tarihi	Ödemelerin Yeniden Yapılandırılma Tarihi
1854	6	3,000,000	2,286,285	7.9	1855 yılında alınan kredi hariç 1876	1881
1855	4	5,000,000	5,131,250	3.9		
1858	6	5,000,000	3,687,500	8.1		
1860	6	2,037,220	1,273,262	9.6		
1862	6	8,000,000	5,440,000	8.8		
1863	6	8,000,000	5,680,000	8.5		
1865/1	6	6,000,000	3,960,000	9.1		
1865/2	5	36,363,636	18,181,818	10.0		
1869	6	22,222,220	12,000,000	11.1		
1870	3	31,680,001	10,177,109	9.3		
1871	6	5,700,000	4,161,000	8.2		
1872	9	11,126,200	9,457,276	10.6		
1873/1	5	11,465,450	6,303,000	9.1		
1873/2	6	27,777,780	15,000,000	11.1		

Kaynak: Birdal, 2010: 28.

Ek 4. Çevre Ülkelerin Borçlanma Büyüklükleri ve Temerrüt Dönemleri: 1880-90

Ülkeler	Tahvil İhraç Tarihi	Kupon Faizi (%)	Tahvilin Nominal Değeri (£)	İhraç Fiyatı (%)	Ödemelerin Askıya Alınma Tarihi
Arjantin	1881	6	2,450,000	91	1890
	1882	6	817,000	92	
	1884	5	1,714,200	84	
	1886	5	4,000,000	80	
	1887	5	4,290,100	85	
		5	2,058,200	-	
		5	3,968,200	91/97	
	1888	4.5	3,933,580	87	
	1889	4.5	5,263,560	87	
		3.5	2,659,500	-	
	1890	5	2,976,000	-	
Brezilya	1883	4.5	4,599,000	89	1898
	1886	5	6,431,000	95	
	1888	4.5	6,297,000	97	
	1890	4	19,837,000	90	
Şili	1985	4.5	809,000	89	-
	1886	4.5	6,010,000	98	
	1887	4.5	1,160,000	97	
	1889	4.5	1,546,000	102	
Meksika	1888	6	10,500,000	78	1898
	1889	5	2,700,000	77/50	
	1890	6	6,000,000	88	
Uruguay	1888	6	4,255,300	82	1891
	1890	6	1,980,000	-	
Dominik Cumhuriyeti	1888	6	770,000	-	1892
Ekvator	1890	4	750,000	-	1894
Nikaragua	1886	6	285,000	92	-
Guatemala	1882	6	922,700	-	1894
Paraguay	1888	5	250,000	-	1892
Osmanlı İmparatorluğu	1886	5	5,909,080	-	-
	1890	4	7,827,240	81	
		4	4,545,000	78	
Mısır	1888	4.5	2,330,000	95	-
	1890	4	7,299,360	99	

Kaynak: Annual Report of the Council of the Corporation of Foreign Bondholders, 1896.

Ek 5. Yüksek Miktarlarda Borçlanan 12 Ülkeye Ait Dış Borç Stoku (Milyon $): 1970 ve 80'ler

	Toplam Dış Borç Stoku (Milyon $)			
	1970	**1980**	**1981**	**1982**
Brezilya	5,128	70,838	80,643	92,221
Meksika	5,966	57,378	78,215	86,019
Venezuela	954	29,310	32,093	32,094
Güney Kore	1,991	29,480	32,989	37,330
Şili	2,568	12,081	15,664	17,315
Arjantin	5,171	27,157	35,657	43,634
Cezayir	945	19,242	18,379	17,604
Türkiye	1,886	19,086	19,196	19,679
Yugoslavya	2,053	18,486	20,646	19,900
Romanya	-	9,762	10,447	10,003
Mısır	1,714	21,023	24,205	29,177
Endonezya	2,914	20,937	22,755	26,508

Kaynak: The World Bank, World Debt Tables: External Debt of Developing Countries 1970-79; 1989-90.

Ek 6. Yüksek Miktarlarda Borçlanan 9 Ülkeye Ait Dış Borç Stoku (Milyar $): 1980 ve 90'lar

	Toplam Dış Borç Stoku (Milyar $)					
	1980	**1988***	**1990**	**1992**	**1996**	**1997**
Güney Kore	29,480	37,156	34,986	44,156	115,803	136,984
Endonezya	20,938	52,600	69,872	88,002	128,941	136,173
Tayland	8,297	20,530	28,165	41,864	90,778	93,731
Malezya	6,611	20,541	15,328	20,018	39,673	47,228
Filipinler	17,417	29,448	30,580	33,005	40,145	45,682
Brezilya	71,520	114,592	119,877	128,741	180,725	198,231
Meksika	57,365	101,566	104,431	112,309	157,755	149,301
Arjantin	27,151	58,936	62,730	68,937	111,934	130,828
Türkiye	19,131	39,592	49,424	56,554	81,832	91,162

Kaynak: The World Bank, World Debt Tables: 1989-90; The World Bank, Global Development Finance: Country Tables 2000.

Ek 7. Yüksek Miktarlarda Borçlanan 10 Ülkeye Ait Dış Borç Stoku (Milyar $): 2000'ler

	Toplam Dış Borç Stoku (Milyar $)					
	2000	**2004**	**2005**	**2006**	**2007**	**2008**
Brezilya	241,552	219,499	187,431	193,516	237,472	255,614
Meksika	150,901	171,162	167,942	162,497	192,764	203,984
Arjantin	140,914	162,379	124,979	115,863	127,672	128,285
Türkiye	116,745	160,074	168,670	206,833	249,181	277,277
Polonya	64,834	105,318	108,172	139,033	195,375	218,022
Romanya	11,160	29,574	38,861	53,939	84,033	104,943
Rusya Federasyonu	159,993	196,783	229,911	250,746	368,075	402,453
Çin	145,711	247,679	283,986	325,260	373,773	378,245
Endonezya	143,358	137,092	146,266	132,512	142,638	150,851
Hindistan	100,243	122,588	120,224	143,402	204,992	230,611

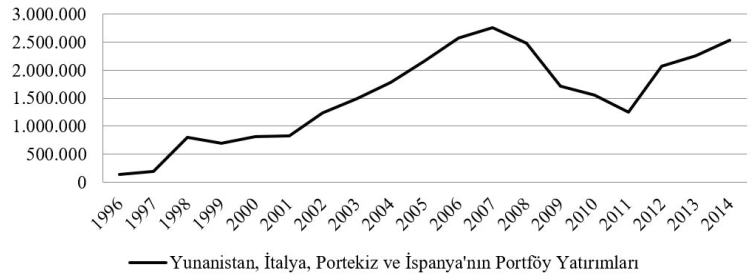
Kaynak: The World Bank, Global Development Finance 2010: External Debt of Developing Countries.

Ek 8. Avrupa'daki Çevre Ülkelerin Net Dış Borcunun GSYH'ye Oranı

Ülkeler	**2002**	**2003**	**2004**	**2005**	**2006**	**2007**	**2008**	**2009**	**2010**	**2011**
Yunanistan		47.9	51.0	57.2	60.1	66.1	73.2	84.2	100.8	98.8
İtalya							37.0	41.2	47.7	45.8
Portekiz	42.9	41.1	42.9	50.0	56.6	64.7	74.6	82.9	81.2	84.5
İspanya	29.6	33.2	39.9	49.1	61.4	71.5	78.1	89.2	93.2	97.0
İrlanda	-202.0	-206.8	-192.9	-200.9	-194.4	-203.9	-153.2	-202.4	-277.4	-312.7

Kaynak: Eurostat, Net External Debt Annual Data, % GDP.

Ek 9. Avrupa'daki Çevre Ülkelere Yönelik Portföy Yatırımları (Milyon €)



Kaynak: Eurostat, Portfolio Investment Annual Data.