

BÖLÜM 7

KREDİ TEMERRÜT TAKASI (CDS) PRİMLERİ İLE KISA VADELİ TOPLAM DIŞ BORÇ MİKTARI ARASINDAKİ İLİŞKİ: TÜRKİYE ÖRNEĞİ¹

Deniz KARACA²

Mustafa Cem KIRANKABEŞ³



¹ Bu çalışma Deniz Karaca tarafından Doç. Dr. Mustafa Cem Kirankabeş danışmanlığında T.C. Balıkesir Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsünde tamamlanan “Makro Ekonomik Göstergelerin Ülke Riski Göstergesi Olan Kredi Temerrüt Takasları (CDS) Üzerindeki Etkisi: Türkiye Örneği” adlı yüksek lisans tezinden üretilmiştir.

² T.C. Ziraat Bankası, Sındırgı Şubesi, dkaraca111@gmail.com, ORCID No:0000-0002-6834-7479

³ Doç. Dr., Balıkesir Üniversitesi, İİBF, E-posta: ckirankabes@balikesir.edu.tr, ORCID No: 0000-0002-0807-5897

GİRİŞ

Çalışmamızda ülke riski göstergesi olarak kabul edilen Kredi Temerrüt Takası (Credit Default Swaps-CDS) Primleri ile kısa vadeli toplam dış borç/GSYH oranı arasındaki ilişki incelenmiştir. Çalışmada 31.10.2013 ile 30.09.2019 tarihleri arasında aylık veriler kullanılmıştır. Dış borç göstergesi olarak çalışma kapsamındaki aylardaki kısa vadeli toplam dış borç değerleri aynı dönemin Gayrisafi Milli Hasılasına (GSMH) oranlanarak kullanılmıştır. CDS primleri ile kısa vadeli toplam dış borç göstergeleri arasındaki ilişkilerin araştırılması için öncelikle Johansen Eş Bütünleşme Analizleri yapılmış ve daha sonrasında veriler arasında kısa dönemde dengeden sapma eğilimleri test edilmesi için Vektör Hata Düzeltme Modeli (VECM) analizi yapılmıştır. Son olarak ilgili dönemde CDS Primleri ile kısa vadeli toplam dış borç arasındaki iki yönlü nedensellik ilişkisinin saptanması için Granger Nedensellik Testinden yararlanılmıştır.

CDS primlerinin ülkeye ait finansal risk göstergesi olarak değerlendirilmesinin temelinde 2008 finansal krizi yatmaktadır. Krizde Moody's, Standard & Poor's ve Fitch Ratings gibi en bilinen kredi derecelendirme kuruluşları Amerika mortgage piyasasında konut kredilerinin geri ödenememesi sonucu bankacılık sisteminde yaşanan ve etkileri tüm dünyaya yayılan finansal krizini öngörme konusunda yetersiz kalmıştır. Bunun en temel göstergesi Amerikan yatırım bankası olan Lehman Brothers'ın o dönemdeki kredi notları çok yüksek olmasına rağmen temerrüde düşmesidir. Yaşanan bu süreçten dolayı kredi derecelendirme kuruluşlarına olan güvenin azalması, CDS primlerinin ülke kredi riskini gösteren bir türev ürünü olarak öne çıkmasını neden olmuştur.

Ülkeleri makro ekonomik olarak krize sokabilecek birçok olumsuz durum vardır. Bunlardan en önemlileri ülkenin dış borçları, iç borçları, bankacılık krizleri, yüksek enflasyon rakamları ve para birimindeki değer düşüşleridir. Bu olumsuzluklar ile ülkelerin kredi riski arasında neden sonuç ilişkisi olduğu genel bir kanıdır. Ekonomik büyüme dönemleri çoğu zaman aşırı iyimserliğe neden olmaktadır. Bu da kredi riskini etkileyen değişkenlerin durumunun ihmal edilmesine ve sonuç olarak borç krizine neden olabilmektedir (Reinhart ve Rogoff, 2008, s.4-20).

Yüksek dış borçları olan ülke likidite sorunu yaşıyorsa yani borçlarını ödeyebilecek yeterli finansal varlığı yoksa bu sorun ülkeyi temerrüde sokar, yüksek borç yükü de yüksek temerrüt riski demektir ve yüksek temerrüt riski ülkenin kredi itibarını düşürür (Nogués ve Grandes, 2001). Çalışmada kullanılan kısa vadeli toplam dış borç yükü/GSYH oranı ülke ekonomisinin dış borcunun ne kadarını GDP tarafından karşılandığını ifade etmektedir. Borçların GSYH içindeki payını gösteren bu orandaki bir artış, likidite krizi olasılığının arttığını gösterir. Bu bilgiler ışığında kısa vadeli toplam dış borç/GSYH oranı

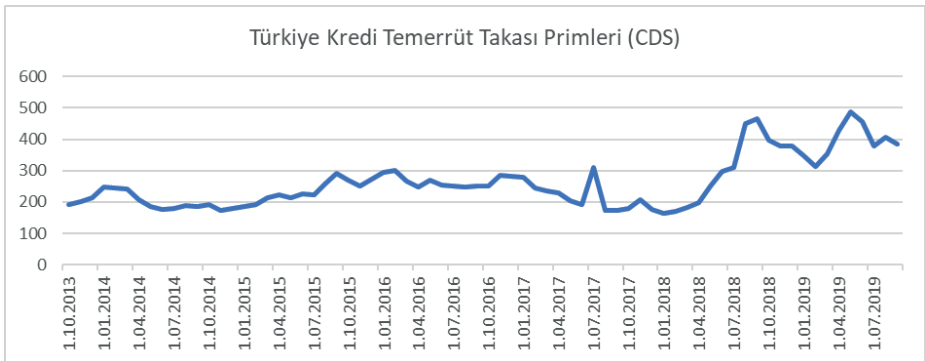
ile CDS primleri arasında pozitif bir ilişki olduğu düşünülmektedir (Mellios ve Blanc, 2006, s.363). Bu çalışmada yukarıda bahsi geçen olumsuzluklardan kısa vadeli toplam dış borç/GSYH oranı ile CDS primleri arasındaki ilişki incelenmiştir.

1) KREDİ TEMERRÜT TAKASI PRİMİ VE HESAPLANMASI

CDS, koruma alıcısı ve koruma satıcısı olmak üzere iki taraftan oluşan kredi yükümlülüklerinin yerine getirilmeme riskine ilişkin bir sigortalama sözleşmesi olarak tanımlanabilir. Kredi türev araçları arasında en çok tercih edilen araç CDS olmuştur. Amerikan yatırım bankası ve finansal hizmetler sağlayan J.P. Morgan tarafından doksanlı yılların başlarında kredi riskinden korunmak amacı ile CDS sözleşmeleri oluşturulmuştur. CDS primlerini kısaca riskten korunmak amacıyla yapılan bir sigortalama işlemi olarak tanımlamak mümkündür. Bu sigorta işleminde riski üstlenen tarafa belirli bir bedel ödenir bu bedel CDS puanına göre belirlenen CDS primidir. CDS Primleri kredi derecelendirme kuruluşlarının belirlemiş oldukları kredi notlarına alternatif olarak değerlendirilir.

CDS işlemi, verilen borçların sigortalanması işlemi olarak tanımlanabilir. Bu sigortanın fiyatı, korumayı satan tarafa karşı korumayı satın alan tarafın periyodik zaman aralıklarıyla ödediği miktardır ve bu sigorta edilen nominal değer oranı CDS primi olarak adlandırılır (Kisgergely, 2009). Uygulamada her 100 puan %1 faiz oranına tekabül eder. Yani kredi risk priminin 400 olması durumunda borç için beklenen faiz oranı %4 olarak düşünülmelidir. Risk primi ne kadar yüksekse görüldüğü gibi ülkenin borçlanma maliyeti o derece yüksek olmaktadır.

Grafik 1: Türkiye 31.10.2013 ile 30.09.2019 tarihleri arasındaki aylık CDS Primleri



Kaynak: Grafik 1 Yazar tarafından oluşturulmuştur.

Grafik 1’de Türkiye’ye ait 31.10.2013 ile 30.09.2019 tarihleri arasındaki aylık bazda CDS değerleri görülmektedir. Bu veri seti çalışmamızın analiz kısmında da kullanılmıştır.

2) DIŞ BORÇ TANIMI

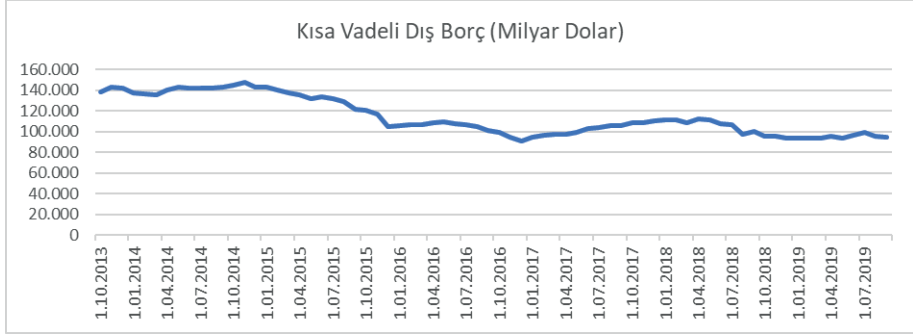
Ülke sınırları içinde yerleşmiş olan kişi ya da kurumların, ülke sınırları dışındaki kişi ya da kurumlardan türlü biçimlerde temin ettikleri kaynaklar dış borç olarak tanımlanır (Evgin, 1996: 15). Dış borçlar, dış kaynaklardan temin edilen, alınmaları veya geri ödemeleri esnasında milli gelir üzerinde pozitif ya da negatif etkiye sebep olan uluslararası ilişkiler sonucu ortaya çıkan akımlardır (İnce, 1996: 86).

Uluslararası Para Fonu (IMF), Uluslararası Ödemeler Bankası (BIS), Dünya Bankası (World Bank) ve Ekonomik İşbirliği ve Kalkınma Örgütü (OECD) tarafından 1984 yılında kurulan Dış Borç İstatistikleri Çalışma Grubu 1988 yılında dış borcun tanımını yapmıştır. Bu tanıma göre brüt dış borçlar, belirli bir zamanda bir ülkede yerleşik durumdaki kuruluş ve kişilerin, ülke dışında bulunan kuruluş ve kişilere karşı, bir akde bağlı olarak geri ödenmesi gereken faizli veya faizsiz anapara miktarı ya da anaparalı veya anaparasız faiz ödemelerinden oluşmaktadır. Brüt dış borçlar yükümlülüklerin tamamını oluşturur. Net dış borçlar, varlıklardan yükümlülüklerin çıkarılması sonucunda kalan kısımdır (Klein, 1994: 56).

Gelişmekte olan ülkeler dış borçlanmayı, genelde ulusal tasarruflarla oluşturulmak istenen ancak, mevcut tasarruflar ile gerçekleştirilemeyen yatırımların ve dış ticaret açığının kapatılmasında bir finansman yöntemi olarak kullanırlar (Bangura ve diğerleri, 2000: 3).

Vadesi bir yıl veya daha kısa olan borçlar kısa vadeli borç olarak tanımlanmaktadır. Kısa vadeli borçlar ülkenin likidite ihtiyacını karşılamak ve ödeme sorunlarını ortadan kaldırmak maksadıyla kullanılır (Aksoy, 1998: 155). Dış borçların tamamına yakını II. Dünya Savaşına sürecine kadar uzun vadeli borçlar konumundayken, savaş sürecinden sonra artan ekonomik ilişkiler ve kurulan uluslararası kuruluşlar, kısa vadeli borçların dış borçlanmada söz sahibi olmasına neden olmuştur (Eker, 1996: 238). Kısa süreli dış borçlar genellikle ihracatın finansmanı amacıyla kullanılırlar. Para piyasalarında çok fazla kısa vadeli işlem gerçekleşmektedir. Bu tür işlemlerin risk seviyesi yüksektir (Yalçın, 2005: 41). Kısa vadeli borçların artışı bir ülkenin kredibilitesinde negatif etki oluştururken gelecekteki borç konjonktüründe de olumsuz etkiye neden olmaktadır (Uyar, 2019:40). Çalışmamızda kullanılan kısa dönem dış değerleri dolar cinsinden borç grafiği aşağıda verilmiştir.

Grafik 2: Türkiye 31.10.2013 ile 30.09.2019 tarihleri arasındaki aylık kısa vadeli dış borç (Milyar \$)



Kaynak: Grafik 1 Yazar tarafından oluşturulmuştur.

3) YÖNTEM

Çalışmada 31.10.2013 ile 30.09.2019 yılları arasında aylık veriler kullanılarak Türkiye'nin CDS primi ile aynı dönemdeki Türkiye'nin kısa vadeli toplam dış borç değerleri /GSYH oranı arasındaki ilişkiyi belirlemek amacıyla öncelikle Johansen Eşbütünleşme Analizi yapılmıştır. Eşbütünleşme analizi sonrasında ise veriler arasında kısa dönemde dengeden sapma eğilimlerinin test edilmesi amacıyla Vektör Hata Düzeltme Modeli (VECM) testi yapılmıştır. CDS primleri ile kısa dönemli toplam borç/GSYH arasındaki iki yönlü nedensellik ilişkisinin analizi için ise Granger Nedensellik Testi kullanılmıştır.

4) ANALİZ

Çalışmanın analiz kısmında kredi temerrüt takası değişkeni CDS olarak, kısa vadeli toplam dış borç/GSYH oranı ise Borç/GDP olarak kısaltılmıştır. Aşağıda çalışma kapsamında yapılmış olan CDS ve Borç/GDP değişkenleri arasındaki Johansen Eşbütünleşme ilişkisi sonuçları ve Granger testi sonuçları görülmektedir.

Birim Kök Testi

Alışmada serilerin durağanlığını gözlemek amacıyla Genişletilmiş Dickey-Fuller (ADF) Testi yapılmıştır. Birim kök testinde düzey ve fark için sabitli ve trendli model kullanılmıştır. Gecikme uzunluğu için Akaike Bilgi Kriteri kullanılmıştır. Uygun gecikme sayısı köşeli parantez ile belirtilmiştir. Birim kök testinde düzey ve fark için sabitli ve trendli model kullanılmıştır. Gecikme uzunluğu için Akaike Bilgi Kriteri kullanılmıştır. Uygun gecikme sayısı köşeli parantez ile belirtilmiştir.

Tablo 1: Birim Kök Testi Sonuçları

DEĞİŞKEN	ADF TEST İSTATİSTİĞİ	KRİTİK DEĞERLER		
		%1	%5	%10
CDS	-2.56[11]	-4.09	-3.47	-3.16
DCDS	-8.34 [11]	-4.09	-3.47	-3.16
Borç/GDP	-2.49 [11]	-4.09	-3.47	-3.16
DBorç/GDP	-7.66 [11]	-4.09	-3.47	-3.16

H_0 : Seri durağan değildir (Birim kök içerir),

H_1 : Seri durağandır (Birim kök içermez).

Tablodaki sonuçlara göre CDS serisi düzey değerleri için ADF-t istatistiği %1, %5, ve %10 anlam düzeyinde mutlak değerde kritik değerlerden düşük olduğundan dolayı birim kök içermektedir. CDS serisinin farkı alındığında DCDS için hesaplanan ADF-t istatistiği değerleri mutlak değerde kritik değerlerden büyük olduğundan birim kök içermemektedir. Tablodaki sonuçlar CDS serisinin düzeyde durağan olmadığını farkı alındığında I(1) durağan olduğunu göstermektedir.

Tablodaki sonuçlara göre Borç/GDP serisi düzey değerleri için ADF-t istatistiği %1, %5, ve %10 anlam düzeyinde mutlak değerde kritik değerlerden düşük olduğundan dolayı birim kök içermektedir. Borç/GDP serisinin farkı alındığında DBorç/GDP için hesaplanan ADF-t istatistiği değerleri mutlak değerde kritik değerlerden büyük olduğundan birim kök içermemektedir. Tablodaki sonuçlar Borç/GDP serisinin düzeyde durağan olmadığını farkı alındığında I(1) durağan olduğunu göstermektedir.

İncelenen model:

$$CDS_t = c + b_2 \text{Borç/GDP} + u_2$$

Tablo 2. Borç/GDP ve CDS Primleri Gecikme Uzunluğu Göstergesi

Lag	LogL	LR	FPE	AIC	SC	HQ
0	-1.171.64	NA	9.57E+12	3.556.505	3.563.140	3.559.127
1	-1.096.17	144.086*	1.10e+1*	33.3991*	33.5982*	33.4778*
2	-1.093.133	5.619.87	1.13E+1	3.342.827	3.376.003	3.355.936
3	-1.090.441	4.812.21	1.18E+1	3.346.792	3.393.239	3.365.145
4	-1.086.703	6.457.06	1.19E+1	3.347.585	3.407.303	3.371.182
5	-1.085.202	2.501.06	1.29E+1	3.355.159	3.428.147	3.384.000
6	-1.081.85	5.373.86	1.32E+1	3.357.140	3.443.399	3.391.225

Tablodan görüldüğü üzere en uygun gecikme sayısı olan 1 gecikme sayısı kullanılmıştır.

Değişkenler arasındaki Johansen Eşbütünleşme Testi sonuç tablosu aşağıda verilmiştir.

Tablo 3. CDS ve Borç/GDP Primleri İz İstatistiği ve Maximum Özdeğer İstatistiği Göstergeleri

İz İstatistiğine Göre Eşbütünleşme Testi				
Hipotezler	Özdeğer	İz İstatistiği	%5 Kritik Değer	Prob.**
None *	0.219145	19.19711	15.49471	0.0132
At most 1	0.026521	1.881541	3.841466	0.1702
Maximum Özdeğer İstatistiğine Göre Eşbütünleşme Testi				
Hipotezler	Özdeğer	Maksimum Özdeğer İstatistiği	%5 Kritik Değer	Prob.**
None *	0.219145	17.31557	14.26460	0.0160
At most 1	0.026521	1.881541	3.841466	0.1702

H_0 : Değişkenler arasında eşbütünleşme yoktur.

H_1 : Değişkenler arasında eşbütünleşme vardır.

Eşbütünleşme testi sonuçları incelendiğinde, hesaplanan hem İz istatistiği değerleri hem de Maksimum Öz Değer test istatistiği değerleri kritik değerden büyük oldukları için H_0 reddedilir yani %5 önem seviyesinde Borç/GDP değişkeni ile CDS değişkeni arasında eşbütünleşme ilişkisi vardır. Johansen Eşbütünleşme testi sonucuna bakıldığında da uzun dönemde Borç/GDP değişkeni ile CDS değişkeninin birbirini etkilediği söylenebilir. Finansal riskin göstergeleri içinde makro ekonomik değişkenlerinden birisi olan Borç/GDP ülkenin dış borçlarını ödeyebilme yeterliliğini ve gücünü gösterir bu orandaki artışlar likidite krizinin ve finansal riskin arttığı anlamına gelir dolayısıyla ülkenin dış borçlarını ödeyebilmede temerrüde düşme riski de artacaktır bunun sonucunda da kredi riskinin sigortalanmasını ifade eden CDS primlerinde de artışlar yaşanması beklenmekte olup artan CDS primleri sonucunda ülkenin borçlanma maliyetlerinde artışlar yaşanacaktır. Yüksek CDS primleri ülke ekonomisinde belirsizliklere yol açacaktır bu bağlamda yatırımcıların ülkeye ve ülke içi firmalara borç verme, yatırım yapma kararlarında endişeli davranmalarına sebep olacağı için yatırım kararlarının azaldığını özellikle yabancı yatırımcıların ülkeye borç verme kararları negatif yönde etkilendiklerini görürüz dolayısıyla ülkeye yabancı sermaye girişleri azalırken yabancı sermayenin ülkeden çıkışı hız kazanacaktır. Yüksek CDS primlerine sahip ülkeler ise bu olumsuz koşullar altında piyasadaki fon bulmada güçlükler çekecektir.

Borç/GDP değişkeni ile CDS değişkeni arasında eşbütünleşme ilişkisinin bulunmasından sonra bu değişkenler arasında kısa dönemde dengeden sapma

eğilimlerinin test edilmesi amacıyla vektör hata düzeltme modeli testi yapılmıştır.

Tablo 4. Borç/GDP ve CDS Primleri VECM Göstergeleri

Error Correction:	D(CDS)	D(Borç/GDP)
CointEq1	-0.079175	-109.3260
	(0.04488)	(29.1269)
	[-1.76406]	[-3.75344]

Not: Standart hata için () kullanılmıştır. T istatistiği için [] kullanılmıştır.

Kritik değerlerle karşılaştırıyoruz.

%10= 1.65

%5=1.96

Hata düzeltme testinde, hata düzeltme parametresinin anlamlı ve negatif çıkması beklenmektedir. Hata düzeltme testi sonuçlarına mutlak değerde bakarak hata düzeltme kat sayısının -0.079 olduğunu t istatistiği değerinin de -1.76 olduğunu görürüz t-istatistiği sonucu kritik değerle karşılaştırıldığında da modelin çalıştığını ve bir dönemde ortaya çıkabilecek dengesizliğin bir sonraki dönemde düzelebileceğini görürüz. Borç/GDP ile CDS arasındaki uzun dönem ilişkisinin tutarlıdır ve kısa dönemde yaşanabilecek bir şok sonucu birbirlerinden uzaklaşmaları durumunda uzun $\frac{1}{0.079} = 12,5$ rar yakınlaşacaklardır. Bir şok etkisi yaşanması durumunda $\frac{1}{0.079} = 12,5$ dönem sonra ortadan kalkacaktır.

Tablo 5. Borç/GDP ve CDS Primleri Uzun Dönem Katsayıları

Cointegrating Eq:	CointEq1
CDS (-1)	1.000000
Borç/GDP (-1)	0.003029
	(0.00068)
	[4.42574]
C	-285.3183

Not: Standart hata için () kullanılmıştır. T istatistiği için [] kullanılmıştır.

Analiz sonucunda elde edilen uzun dönem katsayıları ile oluşturulan denklem;

$$CDS_t = 285.3183 - 0.0030Borç/GDP + u_t$$

Borç/GDP t-istatistiği kritik değerlerle karşılaştırıldığında Borç/GDP uzun dönem katsayısı anlamlı çıkmıştır. Dolayısıyla kurduğumuz model de uzun dönemde Borç/GDP göstergesinde 1 puanlık bir değişim CDS'leri 0.003 puan azaltacaktır.

Değişkenler arasındaki Granger Nedensellik Testi sonuçları aşağıda verilmiştir.

H_0 : Bağımsız değişkenler bağımlı değişkenin nedeni değildir

H_1 : Bağımsız değişkenler bağımlı değişkenin nedenidir.

Tablo 6. Borç/GDP ve CDS Primleri Arasındaki Granger Nedensellik Sonuçları

	F istatistiği	Prob (Olasılık Değ.)	SONUÇ
Borç/GDP_CDS	0.77270	0.4660	Borç/GDP den CDS Primlerine doğru nedensellik ilişkisi yoktur.
CDS_Borç/GDP	3.06699	0.0534	CDS Primlerinden Borç/GDP endeksine doğru bir nedensellik ilişkisi vardır.

Granger nedensellik testi sonucundan görüldüğü gibi H_0 hipotezi Borç/GDP ile CDS ilişkisi için kabul edilir yani Borç/GDP'den CDS primlerine doğru nedensellik ilişkisi yoktur. CDS ile Borç/GDP ilişkisi için H_0 hipotezi reddedilir yani CDS primlerinden Borç/GDP'e doğru nedensellik ilişkisi vardır. Bu bölümde yapmış olduğumuz nedensellik analizi sonucunda tek yönlü bir nedensellik ilişkisi tespit edilmiştir.

SONUÇ

Çalışmada 31.10.2013 ile 30.09.2019 yılları arasında aylık veriler kullanılarak CDS primleri ile Borç/GDP verisi arasındaki ilişki incelenmiştir. Verilerimizi TCMB Elektronik Veri Dağıtım Sistemi (EVDS) veri tabanı üzerinden elde edilmiştir. Çalışmanın analiz bölümünde ilk olarak Johansen Eşbütünleşme Analizi yapılmıştır. Bu analiz sonucunda %5 önem seviyesinde CDS primleri ile Borç/GDP değişkeni arasında eşbütünleşme ilişkisi olduğu bulunmuştur. Johansen Eşbütünleşme testi sonucuna bakıldığında da uzun dönemde CDS değişkeni ile Borç/GDP değişkeninin birbirini etkilediği söylenebilir.

Finansal riskin göstergeleri içinde makro ekonomik değişkenlerinden birisi olan Borç/GDP ülkenin kısa vadeli dış borçlarını ödeyebilme yeterliliğini gösterir bu orandaki artışlar likidite krizinin ve finansal riskin arttığı anlamına gelir dolayısıyla ülkenin dış borçlarını ödeyebilmede temerrüde düşme riski de artacaktır bunun sonucunda da CDS primlerinde de artışlar yaşanması beklenmekte olup artan CDS primleri sonucunda ülkenin borçlanma

maliyetlerinde artışlar yaşanacaktır. Yüksek CDS primleri ülke ekonomisinde belirsizliklere yol açacaktır bu bağlamda yatırımcıların ülkeye ve ülke içi firmalara borç verme, yatırım yapma kararlarında endişeli davranmalarına sebep olacağı için yatırım kararlarının azaldığını özellikle yabancı yatırımcıların ülkeye borç verme kararları negatif yönde etkilendiklerini görürüz dolayısıyla ülkeye yabancı sermaye girişleri azalırken yabancı sermayenin ülkeden çıkışı hız kazanacaktır. Yüksek CDS primlerine sahip ülkeler ise bu olumsuz koşullar altında piyasadan fon bulmada güçlükler çekecektir.

Çalışma yapmış olduğumuz dönemde ülkemizde CDS primleri Borç/GDP'nin granger nedeni iken, Borç/GDP CDS primlerinin granger nedeni değildir. CDS primlerindeki artışlar ülkenin borçlarını ödemede temerrüde düşme olasılığını artıracaktır. Bu ekonomik koşullar altında yatırımcıların yüksek CDS primlerine sahip ülkeleri riskli gördüğü için borç verme konusunda olumsuz etkilenmeleri doğaldır. Bu durum ülkenin borçlanma maliyetlerinde artışlara sebep olacaktır. Yüksek maliyette bile olsa dış borç bulmakta zorlanan ülkelerin likidite kriziyle karşılaşma ihtimali ve dış şoklara karşı daha güçsüz hale gelmesi muhtemeldir. Bunlara ek olarak CDS primleri yükselen ülkeye sermaye girişlerinin azalırken sermaye çıkışlarının artmasıyla birlikte ülkenin dış borçlarını ödemede güçlük çekmesi yaşanması muhtemel olan diğer sonuçlardır. Ülkelerin toplam borç stoğu özellikle de çalınmamızın ana temasını oluşturan kısa vadeli dış borç oranındaki artışlar likidite krizine, temerrüde düşmeye, ekonomik istikrarsızlığa ve tüm bu koşullar altında yatırım kararlarında olumsuz etkilere yol açarken ülkenin borçlanma maliyetlerini oldukça arttırmaktadır.

KAYNAKÇA

- Aksoy, Ş. (1998). Kamu Maliyesi. İstanbul: Filiz Kitabevi.
- Bangura, S. Kitabire, D. and Powell, R. (2000). External Debt Management in Low-Income Countries, 00-196, 1-35 *IMF Working Paper*.
- Eker, A. (1996). Kamusal Maliye. İzmir: Doğu Matbaacılık.
- Evgin, T. (1996). Dış Borçlarımız. *Hazine Dergisi*. Sayı: 4, 71-88.
- İnce. M. (1996). Devlet Borçlanması. Ankara: Seçkin Yayınevi.
- Kisgergely, K. (2009). What moved sovereign CDS spreads in the period of financial turbulence. *Report on Financial Stability*.
- Klein, T. M. (1994). External Debt Management. Washington, 245 Word Bank Technical Paper.
- Mellios, C., and Paget-Blanc, E. (2006). Which factors determine sovereign credit ratings?. *The European Journal of Finance*, 12(4), 361-377.
- Nogués, J., and Grandes, M. (2001). Country risk: economic policy, contagion effect or political noise?. *Journal of Applied Economics*, 4(1), 125-162.
- Reinhart, C. M., and Rogoff, K. S. (2009). *This time is different: Eight centuries of financial folly*. Princeton University Press.
- Uyar, G. (2019). Türkiye’de dış borçların ekonomik büyümeye etkisi: 1970-2017. Yayınlanmamış yüksek lisans tezi. Balıkesir Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü, Balıkesir
- Yalçın, E. (2005). İktisadi Büyüme ve Dış Krediler Ampirik Bir Çalışma. Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası. Dış İlişkiler Genel Müdürlüğü Uzmanlık Tezi. Ankara.