

# İktisadi Kalkınmanın Aracı Olarak Doğrudan Yabancı Sermaye Yatırımlarının Özel Sektör Dış Borçlanması Üzerindeki Etkisi

İdris SARISOY<sup>1</sup> M. Kemal BEŞER<sup>2</sup> Hüseyin ÖZTÜRK<sup>3</sup>

## 1. GİRİŞ

Çeşitli sebeplerle bir ülkeden başka bir ülkeye giden ve orada da fiziki varlığa dönüşen sermayeler, buldukları ülkelerin ekonomik koşullarında önemli değişimlerin yaşanmasına neden olabilirler. Bu ekonomik değişim ve gelişimin genellikle pozitif olduğu söylenebilir. Bunun en önemli göstergesi ülkelerin daha fazla yabancı yatırım çekebilmek için çeşitli teşvikler uygulamaya koymalarıdır.

Bir ülkenin iktisadi kalkınmasına önemli katkısı olan doğrudan yabancı sermaye yatırımları (DYSY), aynı zamanda ülkedeki yatırım-tasarruf dengesinde tasarruflar aleyhine ortaya çıkacak farkın, yani tasarruf açığının telafi edilmesine yardımcı olur. Böylece yatırımların finansmanında ortaya çıkan tasarruf açığını gidermek için başvurulmuş dış borçlanma ihtiyacı da azalmış olur. Ancak bir ülkede DYSY artarken dış borçlanma da artabilir. Bunun iki açıklaması olabilir: i) DYSY ülkedeki tasarruf açığını telefi edebilecek boyutta değildir, ya da, ii) borçlanma yatırım harcamalarının finansmanından ziyade başka amaçlar için (bütçe açıklarının finansmanı, vadesi gelen borçların ödenmesi vb.) kullanılmaktadır. Bu gelişme daha çok kamu kesiminin borçlanmasında<sup>4</sup> görülebilir. Özel sektör tarafından gerçekleştirilen dış borçlanma ise genellikle yatırım harcamalarının finansmanında kullanılır.

Bu çalışma, iki model üzerinden DYSY ile özel sektör dış borçlanması arasındaki ilişkiyi ülkeler bazında analiz etmeyi amaçlamaktadır. Öncelikle DYSY'nin bir ülkenin makroekonomik ve koşullarından etkilenip etkilenmediği sınırlanmakta, ardından DYSY'nin özel sektör dış borçlanması üzerindeki etkisi analiz edilecektir. DYSY üzerinde küresel koşulların yanında her bir ülkenin kendine özgü finansal, mali ve makroekonomik koşullarının da etkili olduğu varsayımı altında, son on yıl içerisinde DYSY ile özel sektör kesiminin dış borçlanma motivasyonu incelenecektir. Olumlu ekonomik, mali ve finansal koşullara sahip olunması halinde bir ülkenin özel sektör kuruluşlarının uluslararası borçlanma

1 Yrd. Doç.Dr., Zonguldak Karaelmas Üniversitesi, İ.İ.B.F. Maliye Bölümü, [sarisoy@karaelmas.edu.tr](mailto:sarisoy@karaelmas.edu.tr)

2 Yrd. Doç.Dr., Eskişehir Osmangazi Üniversitesi, İ.İ.B.F. İktisat Bölümü, [mkbaser@ogu.edu.tr](mailto:mkbaser@ogu.edu.tr)

3 Uzman, Hazine Müsteşarlığı, Dış Ekonomik İlişkiler Genel Müdürlüğü Uluslararası Sermaye Piyasaları Dairesi, [huseyin.ozturk@hazine.gov.tr](mailto:huseyin.ozturk@hazine.gov.tr)

4 Kamu kesimi borçlanmasına ilişkin istatistikî bilgiler Ek Tablolarda bölümünde verilmiştir.

faaliyetleri üzerinde DYSY'nin anlamlı bir etkiye sahip olması öngörülmektedir. Bu amaçla, gelişmiş ve gelişmekte olan özel sektör kesiminin dış borçlanması ile o ülkelerde gerçekleşen DYSY arasındaki ilişki, bir ülkenin borçlanma ve yatırım ortamını etkileyebilecek kontrol değişkenleri kullanılarak panel regresyon yöntemiyle belirlenecektir.

Özel sektör kesiminin bir ülkenin kalkınmasında motor bir göreve sahip olduğu bilinmektedir. Öte yandan özel sektörün finansman ihtiyacının karşılanması da birçok ülke için sorun teşkil edebilmektedir. Yüksek tasarruf oranına sahip ülkelerde özel sektör şirketleri finansman ihtiyaçlarının büyük bir bölümünü yurt içi kaynaklardan karşılayabiliyorken, az gelişmiş ve gelişmekte olan ülkelerde özel sektör kesiminin yurt dışı kaynaklara ihtiyaç hissetmeleri bilinen bir gerçektir. Bu anlamda özel sektör kesiminin dış borçlanma yoluyla sağladığı finansman koşullarının incelenmesi, bir anlamda o ülkenin, özellikle azgelişmiş ve gelişmekte olan ülkelerin, iktisadi kalkınmasının önemli bir ayağını incelemek anlamına gelmektedir. Buradan hareketle çalışmanın önemli bir kısmını oluşturan DYSY'nin özel sektör borçlanması üzerindeki etkisinin incelenmesi, DYSY'nin bir ülkenin iktisadi kalkınmasındaki yerinin incelenmesi anlamına geleceği aşikardır.

Makalenin ilk bölümünde dış borçlanmanın gerekçeleri hakkında kısa bir giriş yapılacaktır. Dış borçlanmanın gerekçesi de bu bölümde incelenecektir. İkinci bölümde ise dış borçlanma faaliyetlerinin ana belirleyicileri incelenecek olup, uluslararası ve yerel koşulların dış borçlanma üzerindeki etkisi tartışılacaktır. Üçüncü bölüm ise dış borçlanma yöntem/typlerinin irdeleneceği bölüm olup; DYSY, portföy hareketleri ve ticari krediler yoluyla sağlanan dış finansman hakkında detaylı bilgi verilecektir. Dördüncü bölümde ise özel sektör dış borçlanmasının belirleyicileri ve DYSY'nin söz konusu süreçteki rolü üzerinde iki model üzerinden incelenecektir. Beşinci bölümde ise analiz sonuçları çerçevesinde genel durum resmedilecek ve önerilerle birlikte sonuç yer alacaktır.

## **2. DIŞ BORÇLANMA: GEREKÇELER VE KISA BİR GEÇMİŞ**

Gelişmekte olan ülkelerin dış finansmana veya dış borçlara ihtiyaç duymalarının ardında birçok neden sayılabilir. Bunlar arasında: yetersiz iç tasarruflar, sanayileşme ve kalkınma çabalarının büyük miktarda finansmanı zorunlu kılması, sanayi üretiminin büyük ölçüde ara malı ithalatına dayalı olmasından dolayı dışa olan bağımlılık, dış ticaret ve ödemeler dengesi açıkları ve bunları finanse edebilecek yurtiçi döviz miktarının yetersiz kalması, askeri harcamaların zaman zaman büyük boyutlara ulaşması, kamu açıkları, yurtiçi finansmanın yurt dışı finansmana kıyasla pahalı olması, ekonominin kısa vadeli sermaye akımlarına açık olması, vadesi gelen dış borçların yine dış borçlanma yoluyla çevrilme ihtiyacıdır (Lessard, 1986).

Son dönemlere ilişkin yurtdışı borçlanmanın temel saiklerini dört ana başlık altında toplamak mümkün görünmektedir. Tasarruf açığı hâlâ dış borçlanmanın en temel nedenini teşkil etmektedir. Yurtiçi tasarrufların yatırımların finansmanına yetmediği ülkelerde, dış borç tasarruf açığının başlıca finansman kaynağı olmaktadır. Yurtiçi tasarrufların kısıtlı olmasına bağlı olmakla birlikte ödemeler dengesi açıkları ve döviz darlığı da yurtdışı borçlanmanın bir nedeni olarak ayrı bir kalemde değerlendirilebilir. Dış ticaretin açık verdiği ülkelerde yurtiçi döviz rezerv miktarının sınırlı olmasına

bağlı olarak cari açığın finansmanı için yurtdışı kaynaklara ihtiyaç duyulmaktadır. Cari açığını kısa vadeli sermaye akımlarıyla finanse edilmesi sonucunda içsel ya da dışsal şoklarla ülkeyi terk eden sermayenin ortaya çıkardığı döviz ihtiyacı dış borçlanmayla giderilebilmektedir. Dış borçlanmanın kısa vadeli sermaye hareketlerinin tersine dönmesi sonucunda gerçekleşmesi genel olarak borçlanıcı ülkenin yüksek maliyetli borçlanmasına neden olmaktadır. Öte yandan, sermayenin marjinal getiri oranının gelişmekte olan ülkelere yüksek olması sermayenin gelişmekte olan ülkelere gitmesine zemin hazırlamaktadır. Ayrıca, gelişmekte olan ülkelere sermayenin işgücüne oranının düşük seviyelerde olması nedeniyle sermayenin marjinal getirisi gelişmiş ülkelere nazaran gelişmekte olan ülkelere daha yüksektir (Workie Tiruneh, 2004, p. 265). Getiri oranları arasında fark gelişmiş ülke fonlarının gelişmekte olan ülkelere çeşitli kanallarla aktarılmasını izah etmektedir.

Gelişmekte olan ülkeler, 1970'li yıllardan itibaren, gelişmeleri için gereksinim duydukları finansmanı dışarıda aldıkları borç ve yardımlarla karşılamaya başlamışlardır. Mevcut gelir düzeyinin düşüklüğünden kaynaklanan iç tasarrufların yetersizliği, etkin vergi toplayamama ve ihracat hacminin düşük olması gibi nedenlerle yatırımlar yurt dışı kaynaklardan finanse edilmiştir. 1970'lerde gerçekleştirilen kontrolsüz dış borçlanma birçok ülkeyi borç sorunuyla yüzleşmelerini gerekli kılmıştır. 1980'ler birçok gelişmekte olan ülkenin borç yapılandırmasına gittiği dönemi kapsamaktadır.

Uluslararası sermaye piyasaları, 1970 ve 1980'li yılların borç sorununun kısmi çözümüyle birlikte 1990'larda tekrar birçok gelişmekte olan ülkenin finansman ihtiyacının karşılanması için başvuru kaynağı olmuşlardır. Bu dönem içerisinde fon yaratmak üzere yeni finansal araçların devreye sokulması yabancı sermaye girişini hızlandırarak ticari banka ağırlıklı borçlanma eğilimini banka dışı kaynaklara yönlendirmiştir. Özelleştirme uygulamalarının hız kazanması da portföy yatırımlarının kompozisyonunu bu yönde değiştirmiştir. Pek çok ülke, kısa vadeli fonları ülkesine çekebilmek için, düşük değerli döviz kurları, düşük vergi oranları ya da vergi istisnaları gibi birçok uygulamayı devreye sokmuştur.

Dışarıdan temin edilen finansmanın kısa dönemlerde içeride kaynak yaratıcı yatırımlara aktarılamaması ve iç mali yapıyı düzenleyecek reformların birçok gelişmekte olan ülkede uygulanmıyor olması nedeniyle dış finansman ihtiyacı süreklilik arz etmiştir. Öte yandan, bir yandan kamu otoriteleri bizatihi kendileri uluslararası sermaye piyasalarından borçlanırken kamu açıklarının yarattığı yüksek faizler özel sektör ve bankacılık sistemi için dış borçlanmayı daha cazip hale getirmiş, özel sektörün finansman arayışında uluslararası sermaye piyasaları önemli bir başvuru kaynağı olmuştur.

Gelişmekte olan ülkeler genelde ekonomik daralmanın ve krizlerin yaşandığı dönemler hariç, sürekli cari işlemler dengesi açığı veren bir ekonomi özelliği taşımaktadır. Yurtiçi tasarrufların yetersizliği yatırımların finansmanı için dış kaynak kullanımını zorunlu kılmaktadır. Doğrudan yabancı sermaye yatırımlarının da yetersizliği göz önüne alındığında, cari işlemler dengesi açığı borçlanma ihtiyacını da beraberinde getirmektedir. Nitekim son 1980 sonrası dönemde dış borçlanmayla yatırımları finanse etmek yanında dış borcun vade yapısında da önemli bir değişiklik göze çarpmaktadır. Öz sermaye finansmanı (equity finance) uzun vadeli kaynak bulabilen özel kesim şirketleri finansal serbestleşmeyle birlikte uluslararası sermaye piyasalarından daha kısa vadeli fakat sürekli kaynak bulmuşlardır.

### 3. DIŞ BORCUN ANA BELİRLEYİCİLERİ

Dönemler itibarıyla dış finansman yapısı vade ve nitelik bakımından farklılık göstermektedir. Bazı dönemlerde küresel ölçekte artan risk iştahı nedeniyle uluslararası sermaye akımları hız kazanırken, bazı dönemlerde risk iştahının gerilemesi nedeniyle hız kesebilir. Risk iştahındaki artış uluslararası ekonomi konjonktüründeki değişimlerden beslenir<sup>5</sup>. Uluslararası sermaye piyasalarının bulunduğu dönemdeki özel koşulları uluslararası sermaye akımlarının aktif olmasında etkili olabildiği gibi ülkelerin kendine özgü ekonomik, finansal ve hukuki yapısı uluslararası kaynakların bir ülkeye yönelmesinde etkilidir. Her bir ülkenin ve ülkede faaliyet gösteren özel kesim şirketlerinin kendine özgü koşulları yanında, uluslararası ekonomi konjonktüründeki değişimlerden de kaynaklanmaktadır. Bu nedenle uluslararası sermaye akımlarının analizinde içsel ve dışsal faktörler olarak iki belirleyici blok üzerinde çalışma yapılması gerekmektedir. Herbir ülkenin sermaye piyasalarından kaynak çekebilmesinde o ülkenin sahip olduğu ekonomik, finansal ve hukuki özelliklerinden kaynaklanan koşullar yapısal bloku oluştururken, uluslararası sermaye piyasalarının bulunduğu özel koşullar konjonktürel bloku oluşturmaktadır<sup>6</sup>. Yüksek büyüme dönemlerinde ve likiditenin bol olduğu dönemlerde artan fon akımları kârlılık ve risk kriterlerince ülkelere yönelirler. Her bir ülke kendine özgü koşulları nedeniyle farklı oranlarda kaynak çekebilmektedirler. Bir ülkeye kaynak girişi DYSY aracılığıyla olabileceği gibi portföy yatırımları ve diğer yatırımlar<sup>7</sup> şeklinde de olabilir. DYSY bir ülkeye giriş yapan uzun vadeli yatırımlar olduğundan pozitif dışsallığı yüksek olan yatırımlardır. Bu nedenle cari açığın da en sağlıklı finansman şekli olarak değerlendirilir. Öte yandan, portföy yatırımları genel olarak bir ülkeye giriş yapan kısa vadeli fon akımlarını simgeler<sup>8</sup>. Bu yatırımlar hisse senedi, devlet iç borçlanma senetleri ve ülkelerin uluslararası tahvillerinin birincil ve ikincil piyasa aktivitelerini kapsar. Bir diğer dış borçlanma kalemi ise, özel kesim şirketleri ve finansal kuruluşlarının sağlamış oldukları ticari kredilerdir, i.e. sendikasyon ve sekürütizasyon kredileri vs.. Söz konusu üç tip dış borçlanma/yükümlülük yöntemi bir sonraki bölümün konusu olarak tartışılacaktır.

### 4. DYSY – DIŞ BORÇLANMA İLİŞKİSİ

Dış finansman ihtiyacının karşılanmasında uzun vadeli kaynaklar yerel ekonominin gelişmesinde daha etkili olduğu gerekçesiyle tercih edilmektedir. Gelişmekte olan piyasalarda sermaye akımlarının

5 Küresel çapta yüksek büyüme ve bol likidite dönemlerinde genel olarak risk iştahı yüksektir. Yüksek getiri/yüksek risk prensibiyle genellikle gelişmekte olan ülkeleri tercih eden küresel fonlar, büyümenin yavaşladığı dönemlerde gelişmekte olan ülkeleri terk ederler. Bu süreci en son yaşadığımız küresel krizde gözlemek mümkün olmuştur. 2008 öncesi yüksek büyüme ve bol likidite dönemlerinde hızlanan sermaye akımları, Lehman Brother's'ın batmasının ardından yavaşlamış ve hatta durma noktasına gelmiştir. Fakat gelişmiş ülkelerin genişlemeci para politikaları ve gelişmekte olan ülkelerin yüksek büyüme potansiyeli sonucunda risk iştahı tekrar artışa geçmiştir.

6 Kavramsallaştırmalar yazarlara ait olup, geliştirilecek modellerde söz konusu iki blok üzerinden analiz gerçekleştirilecektir. Taylor ve Sarno (1997) da farklı çekici ve itici faktörler (push-pull factors) başlığı altında gelişmekte olan ülkelere kısa ve uzun vadeli sermaye akışını belirleyen faktörler üzerinde bir analiz gerçekleştirmiştir. Dolayısıyla, dış borcun DYSY ile ilişkisinin incelendiği bir analizde yapısal ve konjonktürel olarak adlandırdığımız iki bloktaki faktörlerin analize dahil edilmesi tutarlı görünmektedir.

7 Banka ve özel sektör kuruluşlarının aldıkları uzun ve kısa vadeli krediler bu formda incelenmektedir.

8 Hisse senedi ve bono/tahvil piyasasına giriş yapmış portföy yatırımcıları uzun dönem bu piyasa da kalabilirler. Fakat ikincil piyasada ellerindeki tuttukları varlıkları satma imkanına sahip oldukları için genel olarak kısa vadeli sermaye akımları içerisinde değerlendirilirler. Yakın döneme kadar gelişmekte olan ülke varlıklarına yatırım yapan portföy yatırımları da genel olarak kısa vadeli gerçekleşmiştir.

genelde kısa vadeli karakteri uzun vadeli yatırım imkanlarına olanak sağlamadığı için, bu ülkeleri uzun vadeli yatırım olanaklarını geliştirmek için gerekli hukuki alt yapılarının oluşturulmasını ve uzun vadeli kaynak imkanı sağlayacak yerel finansal kuruluşların kurulmasını zorunlu kılmıştır (Öztürk vd., 2010). DYSY'lerin uzun vadeli olmaları ve yerel ekonomi üzerindeki olumlu etkileri dikkate alındığında, gelişmekte olan ülkeler için öncelikli olarak istenen finansman kaynakları olmuştur. Bu nedenle DYSY'ler özel sektörün dış finansman portföyünün en sağlıklı kalemini oluşturmaktadır.

DYSY; bir ülkede bir firmayı satın almak, yeni kurulan bir firma için kuruluş sermayesi sağlamak ya da mevcut firma için sermaye artırımını sağlamak ile o ülkede bulunan firmalar tarafından diğer ülkede bulunan firmalara yapılan yatırımlar (Karluk, 1991:428) olarak tanımlanmaktadır. Tanımdan da anlaşılacağı üzere DYSY, bir ekonomideki yerleşik varlığın başka bir ekonomideki yerleşik varlığa ya da yeni bir yatırım alanına, kalıcı kazanç elde etmeyi hedefleyen yatırımlardır. Yeni yatırım sahalarının açılmasına imkân sağlaması ve mevcut yatırımları geliştirmesi gibi nedenlerle söz konusu bu yatırımlar çeşitli avantajlar sağlamaktadır. Özellikle bilgi teknolojilerinin kullanımı ve transferi ile firmanın piyasada başarılı olması ve ekonominin canlanması, ev sahibi ülke açısından mal ve hizmetlerin sunumunda düzen ve etkinliğin sağlanması, söz konusu avantajlar arasında sayılmaktadır (Obwona, 2001:47; Metin-Ozcan vd., 2004). DYSY'ler özellikle, giriş yaptıkları ülkenin yatırım ortamını olumlu yönde etkilemekte ve o ülke içerisinde iş ortamının kalitesini ve verimliliğini artırmaktadır (Gersl ve Hlavacek, 2007). Ayrıca, makroekonomik açıdan DYSY'ler en risksiz finansman dış finansman aracı olarak değerlendirilmektedir (Taylor ve Sarno, 1997).

DYSY'lerin ülkelerin ekonomilerine olumlu etkileri yakın döneme kadar tartışılmıştır (Jones ve Wren 2006, Javorcik 2004). DYSY'lerin uluslararası makroekonomik gelişmelere bağlı olarak yatırım yapılan ülkeleri terk etmeleri ve faaliyet kârlarının ev sahibi ülke dışına transfer edilmeleri gibi nedenler ile eleştirilmektedir (Bergin vd. 2006). Finansal açıdan ise, ülkeye kaynak girişi yapmış yabancı ülkelerin yabancı finansal kuruluşlardan finansman bulmaları yerel ekonominin cari denge açısından dengesizliğine katkıda bulunmakta ve yerel finansal sektörün gelişmemesine neden olmaktadır. Yerel ekonomi içerisindeki bankacılık sektörü, büyük ölçekte faaliyet gösteren yabancı ortaklı şirketlere kredi imkanı sağlayamamaları nedeniyle, müşteri kitlesini küçük ve orta ölçekli şirketlerle sınırlandırmakta ve kredi riskini artırabilmektedir (Gersl ve Hlavacek 2007). Öte yandan Razin (2002), bir ülkenin DYSY'ye bağımlılığını o ülkenin yapısal koşulların pozitif olduğunu göstermekle birlikte söz konusu ülkenin sermaye piyasalarının gelişmemiş olduğunun da bir göstergesi olduğunu vurgulamaktadır.

Uluslararası sermaye akımlarının yoğunlaştığı dönemlerde gelişmekte olan ülkelerde yabancı yatırımcıları ve yabancı finans kuruluşlarının söz konusu ülkelerin finansal piyasalarında aktif olarak yer aldıkları bilinmektedir. Söz konusu sermaye akımlarının uluslararası ticaret akımlarının çok üzerinde gerçekleştiği de tartışılmıştır (Goldstein vd., 1991, Montiel 1993). Hatta, gelişen ve gelişmekte olan ülkelerde uygulanan faiz oranları arasındaki farkın yüksek olduğu dönemlerde uluslararası sermaye akımlarının çok daha yüksek boyutlara ulaştığı bilinmektedir (Montiel, 1993)<sup>9</sup>. Uluslararası sermaye

9 Faiz oranı farkının arttığı dönemler gelişmekte olan ülkeler için cazip borçlanma imkanları sunmaktadır. Bunun bir örneği olarak, Lehman Brother's'in iflasının ardından birçok ülkenin genişlemeci para politikası uygulamasına bağlı olarak gelişmiş – gelişmekte olan ülke faiz oranları farkı artmış, uluslararası sermaye de yüksek getiri amacıyla gelişmekte olan ülkelere

akımlarının yoğun olarak gelişmekte olan ülkelere yöneldiği dönemlerde bu kaynaklardan en çok özel sektör kesimi faydalanmaktadır (Taylor ve Sarno, 1997). Cari açığın finansmanı için tekrar dış finansman kaynaklarından yararlanan gelişmekte olan ülkeler için bu dönemler cari açığın sarmal şeklinde artarak devam ettiği dönemler olmuştur.

Küresel etkenlerin yanında ülkelere has yapısal koşullar sermaye akımlarının yönelmesinde önemli bir rol oynamaktadır. Taylor ve Sarno (1997) bir ülkenin sahip olduğu ekonomik koşulların, hükümet politikalarının ve piyasa aksaklıklarının uluslararası sermaye akımlarının ülkeler arasındaki yönünü belirlemede önemli bir etkiye sahip olduğunu savunur. Uluslararası sermaye akımlarını etkileyen daha birçok etkenden bahsedilebilir. Öncelikle ülkelerin uluslararası sermaye piyasaları tarafından algılanan kredibilitesi sermaye akımları üzerinde önemli bir etkiye sahiptir. Ekonomik, mali ve siyasi politikalarla yatırımcılar ve uluslararası finansal kuruluşlar nezdinde güven tesis etmiş gelişmekte olan ülkeler dış finansman ihtiyaçlarını uluslararası sermaye akımlarından karşılamaya başlarlar<sup>10</sup>. Gelişmekte olan ülkelerdeki yatırım ortamının getirisinin gelişmiş ülkelere göre çok olması, ülkenin dinamik işgücü potansiyeli, büyüme projeksiyonu ve sahip olduğu hammadde gibi etkenler DYSY için bir ortam hazırlarken, ülkelerin açıklık seviyesi ve sermayenin ülke dışına çıkış kolaylığı, i.e. hukuki düzenlemeler ve piyasalardan çıkış için vergi uygulamalar vs., gibi etkenler portföy yatırımları için gerekli zemini hazırlar (Goldman Sachs, 2010). Öte yandan bütün bu etkenlerin bütüncül bir gösterimi olarak ülkelerin kredi notları ve ülke varlıklarının ikincil piyasa performansları da gerek DYSY ve gerekse portföy yatırımları için önemli bir göstergedir (Öztürk vd. 2011). Öte yandan uygulanan kur rejimleri de uluslararası sermayeyi yönlendiren bir diğer unsur olup yatırımcılar genel olarak istikrarlı kur politikalarını tercih ederler.

#### 4. VERİ VE ANALİZ

Bu çalışmada, ülkelere giriş yapan doğrudan yabancı sermayenin özel sektör borçlanması üzerindeki etkisi panel veri tekniğiyle analiz edilmiştir. Toplamda 107 ülke için 1999–2010 arası yıllık veriler<sup>11</sup> ele alınmış fakat uygulanan panel yöntemlerin gerektirdiği dengeli-balanced yapı verilerde filtre uygulanmasına sebep olmuştur. Filtre sonucunda toplam 70 ülke için 2000–2010 arası veri ile çalışılmıştır. Söz konusu ilişkiler,  $i$  indisi ülkeleri  $t$  indisi ise zamanı göstermek üzere aşağıdaki iki model üzerinden tahmin edilmiştir.

$$dysy = \alpha dysy_{it-1} + \beta \Delta ödb_{it} + \gamma dışsal\_fak_{it} + \epsilon_{it} \quad (1)$$

$$\Delta ödb_{it} = \alpha dysy_{it} + \beta dysy_{it-1} + \gamma \Delta ödb_{it-1} + \gamma dışsal\_fak_{it} + \epsilon_{it} \quad (2)$$

(1) nolu denklem ile özel sektör dış borçlanması (ÖDB) ile DYSY arasındaki ilişki dışsal faktörler kontrol edilerek incelenmiştir. Öte yandan, (2) nolu denklem ile her bir ülkede gerçekleşen DYSY, dışsal faktörler göz önünde bulundurularak incelenmiştir. Özel sektör dış borçlanması ile DYSY arasındaki ilişki her bir ülkenin sahip olduğu kendine özgü koşulların da modele dâhil edilmesini gerektirmektedir.

yönelmiştir.

10 Uluslararası sermaye akımları hem DYSY hem de portföy yatırımları olarak değerlendirilebilir.

11 Veriler Moody's (2010), Statistical Handbook 2010'den alınmıştır.

**Reel GSYH** ülke ekonomisinin büyüklüğü ile ilgili, **ülke ekonomisinin açıklığı** dış ticaret hacminin ya da dış ticaret yapısı ile ilgili, **genel hükümet bütçe dengesi** kamu sektörünün genel durumu ile ilgili ve **resmi döviz rezervleri** ise özellikle az gelişmiş ve gelişmekte olan ülkelerin dışsal şoklara dayanıklılığı ile ilgili önemli göstergelerdir. Diğer bir ifade ile bu değişkenler bir ülkenin özel sektör borçlanmasını ve sermaye akımlarını etkileyebilecek koşulları göstermektedir. Bu nedenle reel GSYH, ülke ekonomisinin açıklığı, kamu dengesi, özel sektör dış borç stoku ve resmi döviz rezervi gibi bir ülkenin özel sektör dış borçlanmasını etkileyecek karakteristikler modele dahil edilmiştir. Diğer bir ifadeyle, tek denklem çözümlerinde anılan durumları temsil eden değişkenler (proxy - araç değişken) olarak her iki denkleme de eklenmiştir. Eşanlı panel veri çözümünde ise dışsal değişkenler olarak ele alınmışlardır.

İlk model doğrudan yabancı sermaye yatırımlarını ve ikinci model ise özel dış borcun yıllar itibariyle farkını ( $\Delta\text{ödb}$  - DODB) açıklamaktadır. Özel sektörün dış borç stoku, dış piyasalardan borçlanırken en önemli risk göstergesi olarak izlenmektedir (Moody's, 2010). Dolayısıyla hem DYSY'yi etkileyen hem de bu değişkenden etkilenen bir değişkendir. (1) nolu denklemde, DYSY'nin bir önceki dönem değerinden etkilendiği düşünülmektedir. Bu nedenle DYSY'nin bir yıl gecikmeli değeri modele dahil edilmiştir.

(1) ve (2) nolu denklemler teknik olarak birbirinden bağımsız tahmin edilebileceği gibi, bir denklem sistemi olarak da çözümlenebilir. Denklem sistemi olarak panel eşanlı yöntem, tekli çözüm olarak da Arellano-Bond (1991) tahmincisine başvurulmuştur.

Panel eşanlı yöntemin kullanılmasına gerekçe olarak bazı hususlar değerlendirilebilir. Öncelikle, (1) nolu modelde ÖDB dışsal bir değişken olarak varsayılmakla birlikte (2) nolu denklemde içsel bir değişken olarak ele alınmaktadır. Bu durum, ÖDB ve DYSY arasında çift yönlü bir nedensel ilişkiyi varsaymaktadır. Böyle bir varsayım bu açıklayıcı değişkenlerin hata terimiyle ilişki içinde olmalarını gerektirir ki bu da EKK yönteminin varsayımlarından sapmalarından biridir. Böyle bir durum eşanlı denklem sistemi çözümü gerektirmektedir. Bunun yanında Arellano-Bond (1991) genelleştirilmiş momentler yöntemi (GMM) tahmincisi de açıklayıcı değişkenler ile hata terimi arasındaki ilişkiyi modelleyen bir yöntemdir.

Tekli tahminlerde Arellano-Bond (1991) GMM tahmincisi kullanılmasına gerekçe olarak ise zamandan bağımsız ülke karakteristiklerinin (sabit etkili) ticareti etkileyen coğrafi koşullar (sahil şeridi uzunluğu, liman sayıları, karayolu uzunlukları, tren yolu uzunlukları gibi) ve demografik koşullar açıklayıcı değişkenlerle ilişki içinde olabileceği gösterilebilir. Bu durumda bu sabit etkiler hata terimi içinde yer alır. Modele dahil edilmeyen bu etkiler  $v_i$  olarak ifade edilirse, modelden elde edilen kalıntılar için (3) nolu denklem ile ifade edilen denklem modifikasyon yapılabilir.

$$\varepsilon_{it} = v_i + e_{it} \quad (3)$$

Bu iki problemi giderebilmek için genellikle sabit etkili araç değişken (iki aşamalı EKK - 2AEKKY) tahmini yapılmaktadır. Burada, ekonominin açıklığı indeksi bu problemin giderilmesine yönelik olmak üzere her iki modelde de sabit etkili araç değişkenlerden biri olarak kullanılmıştır. Bunların yanında, modellerin otoregresif olmaları otokorelasyona yol açmakta ve son olarak da zaman boyutu verilerinin ülke boyutu verilerinden küçük olmaları yine bir problem olarak gözükmektedir. Burada sayılan bu

dört problemin aşılması Arellano-Bond (1991) tahmincisi ile sağlanabilmektedir. Dışsal faktörler GMM tahmininde araç değişkenler olarak kullanılmışlardır.

Eşanlı sistem tahmini için Baltagi (1981) yaklaşımı izlenmiştir. Bu çözümlerlerde panel eşanlı iki aşamalı sabit etki (SE2AEKK), iki aşamalı rassal etki (RE2AEKK), üç aşamalı sabit ve rassal etkiler (SE3AEKK, RE3AEKK) çözümlenmeleri yapılmıştır.

#### **4.1. Tahmin Sonuçları**

DYSY ile ÖDB arasındaki ilişki 70 ülkenin içinde yer aldığı örneklem seti içerisinde incelenmiştir. Panel yöntem ile analizlerin yapılabilmesi için öncelikle değişkenlerin durağanlık mertebelerinin (stationarity) belirlenmesi gereklidir. Bu amaçla literatürde bilinen panel birim kök testlerinden Levin Lin Chu, Im Peseran Shin, ADF Fisher ve Phillips Peron birim kök testleri uygulanmış olup, test sonuçları Tablo-1’de sunulmuştur. Sonuçlar, değişkenlerin düzey seviyede durağan, ODB ve DVZ değişkenlerinin 1.mertebeden durağan (stationary) olduklarını göstermektedir.

**Tablo-1: Birim Kök Testleri**

	LLC	IMPS	ADF	PP
<b>DYSY</b>	-7,26*	-3,85*	194,16*	308,08*
<b>ODB</b>	2,29*	8,03	63,64	54,06
<b>D(ODB)</b>	-16,13*	-9,24*	324,53*	310,22*
<b>RGSYIH</b>	-13,20*	-8,40*	298,53*	297,43*
<b>ACK</b>	-6,78*	-2,37*	166,49*	172,39*
<b>BD</b>	-7,40*	-4,28*	199,58*	176,36*
<b>DVZ</b>	3,51	9,61	60,15	79,14
<b>D(DVZ)</b>	-15,6763*		460,823*	474,522*

\* %1 anlamlık seviyesine göre Ho red

Bunun yanında panel regresyonlarda birim ve/veya zaman boyutunun sabit etki ya da rassal etki olup olmadığının ortaya konması gerekmektedir. Ancak bu testler sadece EKK yöntemi için geçerlidir. Dolayısıyla eşanlı denklem sistemi ve GMM yöntemi için etki testleri yapmak yerine GMM ve eşanlı çözümler için en anlamlı sonuçları veren modeller Tablo-2’de sunulmuştur.



**Tablo-2 Denklem Çözümleri**

		TEK DENKLEM ÇÖZÜMÜ		EŞANLI DENKLEM SİSTEMİ ÇÖZÜMÜ				
		GMM YÖNTEMİ		RE3AEKK		RE2AEKK		SE3AEKK
		KATSAYI	T-İST.	KATSAYI	T-İST.	KATSAYI	T-İST.	KATSAYI
1.DENKLEM	SABİT			-0,23802		0,3227513		18,5827
	DYSY(-1)	-0,1706*	-13,9182	0,0976	0,3429	0,0872657	2,4245634	4,5000
	DOBD	-0,2981*	-38,5312	0,0384	0,7404	0,0452399*	4,1473557	-0,4688
	RGSYIH	0,0397	1,1949	0,0235	0,3650	0,0248325*	2,5171516	-0,0176
	ACIK	0,1641*	8,2845	0,0355*	2,4993	0,0297502*	24,676443	-0,3125
	KD	-0,6803*	-14,0246	-0,1462*	-2,0662	-0,148912*	-12,247367	-0,9063
	DDVZ	0,1872*	6,3601	-0,0098**	-1,3440	-0,010383*	-8,7939694	0,0107
2.DENKLEM	SABİT			7,3698		4,9488415		-21,5128
	DOBD(-1)	0,2489*	54,0639	4,0650**	1,6408	0,9257464*	18,932853	-26,0000
	DYSY	-1,6377*	-46,5739	1,3071	0,5618	-1,478754*	-29,566637	-13,0000
	DYSY(-1)	-0,5532*	-10,7736	0,2268	0,4222	0,5548519*	48,519548	0,2500
	RGSYIH	0,2183*	4,1731	0,5303*	2,4451	0,2623084*	27,907796	-1,5625
	ACIK	-0,1889*	-12,6939	-0,2910*	-2,0942	-0,035447*	-29,052941	1,7500
	KD	0,2459*	6,1484	0,6915	1,1592	0,6351482*	38,484655	-0,9375
DDVZ	0,6534*	195,0208	0,0809	1,1828	0,0371702*	26,811766	0,0000	

\* %1 anlamlık seviyesine göre  $H_0$  red \*\* %5 anlamlık seviyesine göre  $H_0$  red

Tablo-2'den görüldüğü üzere genel olarak anlamlı katsayılara sahip modeller söz konusu olup model parametrelerinin tahmin sonuçları özel sektör dış borçlanması ile DYSY arasındaki beklenen ilişkiyi doğrular niteliktedir. (1) nolu denklem eşanlı çözüm sonuçlarına göre, bir ülkeye t anında giriş yapan DYSY bir önceki sene (t-1) gerçekleştirmelerinden negatif olarak etkilenmektedir. Zira DYSY yıllar itibarıyla dinamik bir yapı arz etmekte ve bir dönemki DYSY geçmiş yılın rakamlarından negatif olarak etkilenmektedir. Bununla beraber, eşanlı denklem sisteminde DYSY'nin bir önceki yıla ait gerçekleşmesi cari yıla ait gerçekleşmeyi pozitif olarak etkilemektedir. Ancak eşanlı denklem çözümünde DYSY'nin (t-1) gerçekleşmesi istatistiksel açıdan anlamlı çıkmamıştır.

Bir ülkenin özel sektör borç stoku o ülkenin özel sektör kesiminin kırılabilirliğinin bir göstergesi niteliğinde olduğundan DYSY üzerinde olumsuz bir etkiye sahip olması beklenir. GMM sonuçları uyarınca özel sektör dış borç stoku DYSY üzerinde negatif bir etkiye sahip olmaktadır. Diğer bir ifadeyle özel sektör dış borç stoku arttıkça bir ülkede gerçekleşen DYSY düşüş eğilimi göstermektedir. Öte yandan, GSYH seviyesi de DYSY üzerinde olumlu bir etkiye sahiptir. Bir ülkenin gelir seviyesi arttıkça DYSY çekme kabiliyeti artmaktadır. Bu durum, DYSY'nin gelir seviyesi yüksek ülkeleri tercih ettiğinin bir göstergesidir. Ayrıca, (1) nolu denklem ile, bir ülkenin ihracat ve ithalat kapasitesinin bir ölçütü olarak kullanılan açıklığın DYSY üzerinde pozitif etkiye sahip olduğu bulunmuştur. Bir ülkenin ihracat ve ithalat kapasitesi arttıkça ülkeye giriş yapan doğrudan yabancı sermayenin hacmi de artmaktadır.

Diğer bir beklenen durum ise, kamunun mali dengesinin DYSY üzerindeki olumsuz etkisidir. Model sonuçları uyarınca, kamu dengesi açık verdikçe DYSY azalış eğilimindedir. Kamu dengesi açıkları bir

ülkenin genel ekonomik istikrarını bozucu etkide bulunduğu ve dolayısıyla DYSY'yi olumsuz yönde etkilediği bir gerçektir.

Bir ülkedeki resmi döviz rezervi ise bir ülkenin genel itibarıyla dışsal şoklara karşı dayanıklılığının bir göstergesi olduğundan DYSY için zımni anlamda sigorta görevi yapar. Model sonuçları da bu yargıyı destekler biçimde, resmi döviz rezervinin artmasıyla DYSY'nin arttığını göstermektedir. Ancak, eş anlı denklem sistem çözümünde resmi döviz rezervinin artmasıyla DYSY'nin azaldığı sonucuna ulaşılmakta olup katsayılar istatistiksel açıdan anlamlı çıkmaktadır. (2) nolu denklem ile bir ülkenin belli bir dönemdeki özel sektör kesiminin borçlanması<sup>12</sup> ile DYSY arasındaki ilişki incelenmiştir. Model sonuçlarına göre özel sektör dış borçlanması ile DYSY arasında negatif bir ilişki bulunmaktadır. Diğer bir ifadeyle, DYSY'nin yüksek olduğu bir ülkede özel sektörün dış borçlanması düşüş eğilimi göstermektedir. Bu bulgu, beklenildiği üzere DYSY ile finansman yaratan bir ülkenin daha düşük miktarda dış borçlanma yoluyla kaynak bulma eğiliminde olacağı öngörümüzü desteklemektedir.

Öte yandan, özel sektör dış borç stokunun arttıkça özel kesimin dış borçlanmayla finansman sağlama eğiliminin arttığı da (2) nolu modelin bir diğer bulgusudur. Zira özel sektörün dış borç stoku arttıkça o ülkedeki özel sektör kuruluşları, uluslararası sermaye piyasalarından daha çok kaynak bulma yoluna gidecektir. Öte yandan bir ülkenin GSYH'si arttıkça özel sektör kesiminin daha çok dış borçlanma yoluyla kaynak sağladığı gözlenmektedir. Zira ülke ekonomisinin ölçeği büyüdükçe özel sektörün daha yüksek miktarda borçlanması beklenir. Ülke ekonomisinin açıklığı da o ülkenin özel sektör dış borçlanması üzerinde pozitif etkiye sahip olup, ülkeler daha yüksek açıklığa sahip oldukça dış ticaret yoluyla elde ettikleri gelirler artacak ve akabinde daha az dış borçlanmayı tercih edeceklerdir.

Bütçe açığı, genel olarak ülke ekonomisinin istikrarlı olmadığı bir göstergesi olduğundan bütçe açığı büyüdükçe özel sektör dış piyasaları da söz konusu istikrarsız ekonomi ortamından olumsuz etkilenecektir. Bunun sonucu olarak ise özel sektör kuruluşlarının artar finansman ihtiyaçlarına uluslararası sermaye piyasaları uygun bir borçlanma ortamı sunacaktır. Model bulguları da bu yargıyı desteklemektedir. Yüksek bütçe açığı ve özel sektör dış borç stokunun geçmiş dönem yüksek seviyesi, özel sektörün dış borçlanma eğilimini artırdığı bir gerçektir. Model bulguları ile de özel sektör ve kamu sektörünün içinde bulunduğu olumsuz durumun özel sektör kuruluşlarını uluslararası piyasalardan daha fazla borçlanmaya ittiği sonucuna ulaşılmaktadır. Öte yandan, döviz rezervi yüksek olan ülkelerin özel sektör kesimi daha yüksek oranda borçlanma eğiliminde olup döviz rezervinin yüksek olması o ülkeye duyulan güvenin bir göstergesi olmaktadır.

Bu yorumlar ilgili ülkelerdeki 2000–2010 yılları için genellenebilir yorumlardır. Ancak gerek zaman bazında gerekse de ülkeler (birimler) bazında etkiler ayrı ayrı elde edilebilmektedir. Zaman etkileri yorumlamaya gerek görülmemiş olup ülke etkileri ise Ek'te sunulmuştur. Bu etkiler ilgili ülke için doğrudan sabit terime etki ederek o ülkenin genel ortalamasının tüm ülkelerin genel ortalamasından

12 Özel sektörün dış borçlanması art arda izleyen yıllardaki dış borç stoklarının farkının alınmasıyla elde edilmiştir. Böylelikle dış borç akımı değeri elde edilmiştir. Fakat, özel sektörün yıllar itibarıyla dış borç stoku verisi ABD Doları cinsinden kullanıldığından özel sektör dış borçlanması farklı yabancı para birimlerinin ABD Dolarına çevrilmesiyle stok değerine eklenmiştir. Dolayısıyla dönemler itibarıyla kur etkisinin bulunmadığı varsayılmıştır.

farkını vermekte, böylelikle ülkeler bazında karşılaştırma yapılabilir. Bu karşılaştırmanın daha iyi yapılabilmesi açısından birim etkiler Moody's kredi derecelendirme kuruluşunun ülkelere vermiş olduğu kredi notlarına göre sıralanmıştır<sup>13</sup>. (1) nolu denklem için DYSY'nin kredi notunda düşüşle birlikte daha da azaldığı, hatta DYSY bakımında genel ortalamanın altında kalan ülkelerin kredi notu düşük ülkeler olduğu görülmektedir. (2) nolu denklem için de kredi notu düştükçe DODB'nin arttığı gözlemlenmektedir. Bu da beklentilere paralel bir gelişmedir. Zira kredi değeri (notu) daha yüksek bir ülkeye DYSY'nin girişi daha fazla olması beklenirken, ülkelerin kredi notu düşerken özel sektör kuruluşlarına ait dış DODB'nin de artması beklenir. Zira ülke ekonomisinin genel görünümü iyi olmayan gelişmekte olan ve az gelişmiş ülkelerde özel sektör dış borcu kronik bir sorundur.

## 5. SONUÇ VE ÖNERİLER

Çalışmamızda, büyük bir ülke veri seti üzerinden özel sektörün DYSY ile dış kaynak sağlama durumunda dış borç ihtiyacının azaldığı bulgusuna ulaşılmıştır. Bunun birçok sebebi olup bu çalışmada, bir ülkenin sahip olduğu kendine özgü koşulların özel sektör borçlanması üzerinde anlamlı bir etkiye sahip olduğu değerlendirilmiştir. Özellikle, kriz dönemleri haricinde birçok ülkede özel sektörün DYSY gibi daha sağlıklı dış finansman kaynaklarıyla kendini fonlama eğiliminde olduğu bilinmektedir. Fakat özellikle son kriz göstermiştir ki, kriz dönemlerinde bile sağlam ekonomik ve finansal temellere sahip ülkeler yüksek DYSY ile özel sektör dış finansman ihtiyacını karşılayabilmektedir. Küresel krizden çıkış belirtilerinin gözlendiği günümüz küresel ekonomi konjonktüründe, güçlü ekonomik ve finansal temelleriyle yüksek miktarda DYSY çekebilen ülkeler dış finansman ihtiyacının karşılanmasında avantajlı duruma geçecektir. Böylelikle özel sektörün dış finansman ihtiyacı düşüş eğilimi gösterecek ve ülke içi kaynak birikimi yüksek seviyelere çıkabilecektir.

Öte yandan DYSY de bir ülkenin kendine has koşullarından etkilenmektedir. Bir ülkenin mali, finansal ve ekonomik koşullarının iyi olması o ülkenin yüksek hacimde DYSY çekmesine olanak sağlamaktadır. Buradan hareketle bir ülkenin makro dengelerinin iyi olması halinde yüksek seviyelerde DYSY o ülkeye giriş yapacak, özel sektörün DYSY gibi sağlıklı bir dış kaleminden finansman bulması, diğer yollardan (portföy akımları ve ticari krediler gibi) finansman sağlama gerekecektir. Dolayısıyla finansman kanalları sağlam zemine oturan özel sektör kesimi bir ülkenin kalkınmasında daha aktif rol alabilecektir.

13 Moody's'in 20 adet kredi notu sınıflandırması mevcuttur: Aaa, Aa1, Aa2, Aa3, A1, A2, A3, Baa1, Baa2, Baa3, Ba1, Ba2, Ba3, B1, B2, B3, Caa1, Caa2, Caa3, Ca. Aaa kategorisi bir ülkenin sahip olabileceği en yüksek kredi notu iken, Ca bir ülkenin sahip olabileceği en düşük kredi notudur. Aaa ile Baa3 arası kredi notları yatırım yapılabilir seviyeyi gösterirken, Ba1 ve altı kredi notu kategorileri spekülasyon seviyesi olarak adlandırılmaktadır.

## KAYNAKÇA

- AMADI A.A. ve Bergin P. R. (2006). *Understanding International Portfolio Diversification and Turnover Rates*, NBER Working Paper No. 12473, National Bureau of Statistics Inc.
- ALFARO, L., CHANDAA., KALEMLI, ÖZCAN, S. ve SAYEK, S. (2004). "FDI Spillovers, Financial Markets and Economic Development", *Journal of International Economics*, 64, 89-112.
- ARELLANO, M. ve BOND, S. (1991). "Some Tests of Specification for Panel Data: Monte Carlo Evidence and an Application to Employment Equations", *The Review of Economic Studies*, 58: 277 – 297.
- BALTAGI, B.,H., (1981). "Simultaneous equations with error components", *Journal of Econometrics*, 17(2)
- GERSL A. ve HLAVACEK M. (2007). "Foreign Direct Investment, Corporate Finance, and the Life Cycle of Investment", *Czech Journal of Economics and Finance*, 57, No: 9–10: 448–464.
- MASSON P.R., FRENKEL J. A. ve GOLDSTEIN M. (1991). *Characteristics of a Successful Exchange Rate System*, IMF Occasional Papers 82, International Monetary Fund.
- GÜLTEKİN-Karakas D., ÖZTÜRK, H. ve HİSARCIKLILAR, M. (2011). "Sovereign Risk Ratings: Biased Towards Developed Countries?", *Emerging Markets Finance and Trade*, (Baskıda).
- JAVORCIK S. B. (2004). "The Composition of Foreign Direct Investment and Protection of Intellectual Property Rights: Evidence from Transition Economies", *European Economic Review*, 48(1): 39-62.
- JONES, J., WREN, C. (2006). *Foreign Direct Investment and the Regional Economy*, Ashgate Publishing.
- KARLUK, R. (1991). *Uluslararası Ekonomi*, İstanbul: Bilim Teknik Yayınevi.
- LESSARD, R. Donald. (1986). *International Financing for Developing Countries*, World Bank Staff Working Paper, No: 793, World Bank, Series on International Capital and Economic Development, No:2.
- MONTIEL, P. J. (1993). *Fiscal Aspects of Developing Country Debt Problems and Debt and Debt-Service Reduction Operations: A Conceptual Framework*, Policy Research Working Paper Series 1073, The World Bank.
- Moody's, (2010). *Statistical Handbook 2010*, Moody's Investors Service.
- OBWONA, M. B. (2001). "Determinants of FDI and their Impact on Economic Growth in Uganda", *African Development Review*, 13: 46–81.
- ÖZTÜRK, H., GÜLTEKİN-KARAKAŞ, D. ve HİSARCIKLILAR, M. (2010). "The Role of Development Banking in Promoting Industrialization in Turkey", *Revue Région et Développement*, No. 32.
- RAZIN, A. (2002). *FDI Contribution to Capital Flows and Investment in Capacity*, NBER Working Papers 9204, National Bureau of Economic Research Inc.
- TAYLOR, M. P. ve SARNO, L. (1997). "Capital Flows to Developing Countries: Long- and Short-Term Determinants", *World Bank Economic Review*, 11 (3): 451-70.
- TIRUNEH, M.W. (2004). *An Empirical Investigation into the Determinants of External Indebtedness*, Prague Economic Papers, University of Economics, Prague, 2004 (3): 261–277.
- WILSON, D., DALY, K., BURGI, C. ve CARLSON S. (2010). *Why Doesn't Capital Flow to Where Returns Are High?*, Global Economics Weekly, 10-41, Goldman Sachs Inc.

## EK TABLOLAR

**Ek Tablo – 1: Birim Etkileri**

	rassal etki 3 aşamalı		rassal etki 2 aşamalı		sabit etki 2 aşamalı		
	1. denk	2. denk	1. denk	2. denk	1. denk	2. denk	
(Developing Countries Aaa to A3)	1 Bahamas	2,90025	-15,25920	-0,59109	-9,89634	-10,71267	112,06630
	2 Bahrain	-4,96487	33,19631	-1,12465	19,91047	26,55137	-203,43483
	4 Bermuda	-0,68137	4,39432	-0,64253	2,16247	2,05383	-27,88220
	5 Botswana	0,97412	-7,53400	-0,44667	-5,10044	-8,20953	45,86667
	6 Chile	1,37169	-8,95873	0,47034	-5,26269	-7,78034	59,91942
	7 Czech Republic	-0,00141	4,74078	-1,29391	1,87306	5,74857	3,78180
	8 Estonia	-0,85115	9,44928	-1,67337	4,66525	11,28765	-37,14333
	9 Israel	-1,70760	8,99043	0,15701	5,63685	3,76802	-79,34733
	10 Korea	-1,78892	17,52436	1,78168	12,42888	15,45184	-96,89195
	11 Kuwait	-5,54402	30,21195	-0,03807	18,62510	15,51605	-218,27470
	12 Malaysia	-6,69156	46,35716	-2,09099	27,67250	42,97146	-323,31320
	13 Oman	-0,61446	2,07258	0,28325	1,62710	0,81980	-24,77745
	14 Poland	-0,28359	6,62834	1,76350	5,72460	0,43882	19,27655
	15 Saudi Arabia	-2,61169	14,25924	0,47317	9,26981	8,84428	-123,85933
	16 South Africa	-0,15103	0,34066	1,07319	1,21366	-3,68895	-0,66233
	17 Taiwan	-2,65436	14,76193	-2,39339	7,02660	21,62275	-215,34545
	18 United Arab Emirates	-3,88238	33,20558	0,83244	21,90544	31,59430	-162,23570
	(Developing Countries Baa1 to Baa3)	19 Barbados	-0,83096	7,81233	-0,56013	4,56100	6,51805
20 Brazil		1,87668	-18,27795	0,05711	-11,79200	-17,70559	59,70455
21 Bulgaria		7,32103	-41,14758	-2,47588	-27,87415	-24,79153	319,61367
22 Croatia		0,69308	-2,90119	0,18106	-1,78090	-3,79541	40,45480
23 Hungary		-2,80484	28,86726	0,87142	19,08991	21,88810	-97,66158
24 Iceland		-6,46346	39,52605	2,26101	26,78772	24,23358	-285,10270
25 India		0,78383	-7,28532	1,80019	-3,06853	-3,34798	13,23367
26 Kazakhstan		4,13379	-23,00036	0,86333	-13,49919	-14,24864	206,44130
27 Latvia		-0,56782	3,90308	-0,23984	2,10510	0,35720	-10,33395
28 Lithuania		-1,46236	10,36678	-0,46265	6,12031	7,39133	-58,19283
29 Mauritius		-2,91175	17,69179	-0,57968	10,53828	13,03452	-125,97458
30 Mexico		0,64474	-5,93703	0,06386	-3,90062	-8,44387	15,53480
31 Romania		2,00973	-10,78590	0,86472	-6,14747	-9,74350	103,42842
32 Russia		-0,46955	11,77610	3,12073	10,26669	10,20773	-29,76345
33 Thailand		-1,36653	8,07068	-2,10784	3,72338	11,98918	-99,17358
34 Trinidad & Tobago		1,07929	-9,06235	-1,08959	-6,72012	-6,85698	58,34630
35 Tunisia		0,04620	-0,07338	-0,40092	-0,28625	1,09362	1,52280
(Developing Countries Ba1 to Ba3)	36 Armenia	2,74991	-21,95279	0,20998	-13,67375	-16,56602	136,00180
	37 Azerbaijan	2,11433	-19,78220	-0,05530	-12,44440	-9,19935	119,90230
	38 Colombia	1,67690	-15,33490	0,81002	-9,21840	-17,47914	83,74530
	39 Costa Rica	0,99829	-6,16743	-0,11299	-3,83572	-3,54058	39,58855
	40 El Salvador	0,07997	-1,77508	0,46764	-0,83228	-5,39748	5,15080
	41 Guatemala	-0,75269	1,97398	0,68015	1,66875	-2,95345	-27,94708
	42 Indonesia	-1,29019	3,67314	1,10210	3,33950	0,14351	-64,27283
	43 Jordan	2,73927	-16,76289	-2,14875	-12,27381	-8,08230	124,61842
	44 Morocco	0,58544	-6,82557	0,54871	-3,84609	-6,36187	23,46030
	45 Panama	1,13816	-5,08333	-1,51664	-4,29494	1,61099	49,24755
	46 Peru	1,49664	-14,78969	0,98354	-8,64100	-14,95123	71,65892
	47 Philippines	-2,03100	9,88422	-0,03607	5,97906	5,58719	-90,18020
	48 Turkey	-0,33798	5,27220	2,88893	5,15263	-1,22459	10,95817
	49 Uruguay	1,42901	-11,04642	0,72507	-6,41731	-11,53962	61,68467
	50 Vietnam	-0,13233	2,66697	-0,40676	1,67391	9,68742	-15,37333

<b>(Developing Countries B1 to C)</b>	51	Albania	1,12219	-10,55654	0,22088	-6,57869	-9,71008	58,45917
	52	Argentina	0,49535	-9,75020	0,34027	-6,17419	-13,44986	22,71455
	53	Belarus	-2,47628	15,95509	0,24641	10,47603	14,86320	-104,43220
	54	Belize	2,20925	-11,61536	-0,64046	-7,61409	-2,81939	83,26730
	55	Bolivia	0,66358	-8,53963	-0,24771	-5,99744	-12,03445	43,71705
	56	Cambodia	0,20345	-1,05589	-0,67010	-0,96422	5,12808	5,88692
	57	Dominican Republic	1,49290	-12,03875	0,26476	-7,40269	-11,22174	72,24705
	58	Ecuador	-0,30453	-2,65417	-0,23378	-2,12965	-9,19932	5,98392
	59	Fiji Islands	-2,64259	19,84424	-0,71017	11,95613	15,25011	-130,15570
	60	Honduras	0,82409	-3,77416	-1,03416	-3,10762	0,18165	29,26367
	61	Jamaica	2,55562	-13,62054	-0,69903	-9,03697	-10,16910	101,94767
	62	Lebanon	5,99785	-39,73834	0,20912	-24,91853	-29,90842	266,68592
	63	Mongolia	3,16583	-17,50767	-0,36894	-10,78844	-4,85985	123,28042
	64	Pakistan	0,51651	-8,43962	1,49886	-4,18531	-12,85173	38,09180
65	Papua New Guinea	-3,35513	21,15860	-0,64231	12,70894	15,57938	-147,62058	
66	Paraguay St. Vincent and the Grenadines	-2,46183	15,00935	0,19446	9,54760	10,34202	-112,68895	
67	Grenadines	8,04891	-48,22667	-2,72914	-32,62647	-32,95179	353,18955	
68	Suriname	0,01584	1,04618	0,23172	1,12444	5,97398	-13,44970	
69	Ukraine	0,06455	4,10551	1,01093	3,71406	3,76250	16,80805	
70	Venezuela	-1,12808	2,52437	0,91193	2,05544	-5,69575	-32,38633	

## Ek Tablo 2<sup>14</sup>

### Genel Hükümet Borç Stoku/GSYH (Gelişmiş Ülkeler)

Ülkeler	Kredi Notu	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009T	2010T
ABD	Aaa	61,0	55,2	55,2	57,6	61,0	61,9	62,3	61,7	62,9	71,1	87,0	99,3
Almanya	Aaa	60,8	59,7	58,8	60,3	63,8	65,6	68,0	67,6	65,0	65,9	73,1	76,7
Avro Bölgesi	Aaa	69,4	66,8	67,8	67,6	68,7	69,0	69,6	67,8	65,6	69,2	78,2	84,0
Avustralya	Aaa	28,4	25,4	22,5	20,5	19,0	17,2	16,9	16,2	15,3	14,2	16,4	21,5
Avusturya	Aaa	67,2	66,5	67,1	66,4	65,5	64,8	63,9	62,2	59,5	62,6	69,1	73,9
Belçika	Aa1	113,5	107,6	106,3	103,3	98,4	94,0	92,2	88,1	84,2	89,8	97,2	101,2
Danimarka	Aaa	57,4	51,5	48,7	48,3	45,8	44,5	37,1	31,3	26,8	33,5	38,4	42,5
Finlandiya	Aaa	45,5	43,8	42,3	41,3	44,4	44,2	41,8	39,3	35,2	33,6	41,9	50,2
Fransa	Aaa	58,8	57,3	56,9	58,8	62,9	64,9	66,4	63,7	63,8	68,1	76,1	82,5
Hollanda	Aaa	61,1	53,8	50,7	50,5	52,0	52,4	51,8	47,4	45,5	58,2	59,9	65,8
Hong Kong	Aa2	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	2,0	1,8	1,5	1,2	1,0	1,1	1,9
İngiltere	Aaa	43,7	41,0	37,7	37,5	38,7	40,6	42,2	43,2	44,2	51,8	68,6	80,3
İrlanda	Aa1	48,5	37,8	35,6	32,2	31,0	29,6	27,6	25,0	25,1	44,1	65,8	82,9
İspanya	Aaa	62,3	59,3	55,5	52,6	48,7	46,2	43,0	39,6	36,2	39,5	54,3	66,3
İsveç	Aaa	64,8	53,6	54,4	52,6	52,3	51,2	51,0	45,9	40,5	38,0	42,1	43,6
İsviçre	Aaa	52,3	51,8	51,0	54,8	55,1	54,6	52,6	47,2	43,6	40,8	43,9	44,3
İtalya	Aa2	113,8	109,2	108,8	105,7	104,4	103,8	105,8	106,5	103,5	105,8	114,6	116,7
Japonya	Aa2	131,1	139,3	151,7	160,9	167,2	178,1	191,6	191,3	187,7	196,3	216,5	223,4
Kanada	Aaa	91,4	82,1	82,7	80,6	76,6	72,6	71,0	68,0	64,2	68,4	77,7	82,0
Kıbrıs	Aa3	59,8	60,0	61,8	66,0	68,8	70,8	70,5	65,4	59,4	49,2	53,2	58,6
Lüksemburg	Aaa	6,4	6,2	6,3	6,5	6,2	6,3	6,1	6,6	6,6	13,5	15,0	16,4
Malta	A1	57,1	55,9	62,1	60,1	69,3	72,5	70,2	63,6	62,0	63,8	68,5	70,9
Norveç	Aaa	27,9	29,7	29,0	35,8	44,3	45,6	43,7	54,9	52,0	50,6	50,0	49,8
Portekiz	Aa2	51,4	50,5	52,9	55,6	56,9	58,3	63,6	64,7	63,6	66,3	77,4	84,6
Singapur	Aaa	25,3	27,1	35,0	36,8	38,8	39,0	38,8	38,8	39,0	40,6	50,0	52,2
Slovakya	A1	47,8	50,3	48,9	43,4	42,4	41,4	34,2	30,5	29,3	27,7	34,6	39,2
Slovenya	Aa2	24,3	26,8	26,8	28,1	27,5	27,2	27,0	26,7	23,3	22,5	35,1	42,8
Yeni Zelanda	Aaa	39,6	37,4	35,4	33,5	31,4	28,6	27,4	27,1	26,2	25,5	27,3	33,4
Yunanistan	A1	102,5	103,4	103,7	101,4	97,8	98,6	100,0	97,1	95,6	99,2	112,6	124,9
<b>Medyan</b>		<b>57,4</b>	<b>53,6</b>	<b>52,9</b>	<b>52,6</b>	<b>52,3</b>	<b>52,4</b>	<b>51,8</b>	<b>47,4</b>	<b>45,5</b>	<b>50,6</b>	<b>59,9</b>	<b>66,3</b>
<b>Ortalama</b>		<b>57,7</b>	<b>55,5</b>	<b>55,7</b>	<b>55,8</b>	<b>56,5</b>	<b>56,7</b>	<b>56,5</b>	<b>54,8</b>	<b>52,7</b>	<b>55,6</b>	<b>63,6</b>	<b>69,4</b>

14 Ek Tablo – 2, Moody's (2010), Statistical Handbook 2010 yardımıyla hazırlanmıştır.

**Genel Hükümet Borç Stoku/GSYH (Gelişmekte Olan Ülkeler Aaa-A3)**

Ülkeler	Kredi Notu	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009T	2010T
Bahama	A3	28,6	26,8	27,8	29,7	31,3	33,9	32,9	32,8	35,2	36,5	42,3	46,6
Bahreyn	A2	29,5	29,3	30,0	32,1	36,9	34,4	28,7	23,6	19,3	15,2	23,8	23,1
Bermuda	Aa2	4,9	4,6	4,4	4,1	3,8	3,9	4,6	4,8	5,9	8,6	10,9	11,2
Birleşik Arap Emirlikleri	Aa2	7,2	4,6	4,0	5,2	6,6	9,1	9,9	10,6	12,3	9,8	12,6	12,4
Botswana	A2	8,7	7,7	8,0	7,0	10,6	9,5	7,2	5,4	5,0	6,1	22,4	30,0
Çek Cumhuriyeti	A1	16,4	18,5	25,1	28,5	30,1	30,4	29,7	29,4	29,0	30,0	36,5	40,6
Çin	A1	15,9	17,2	18,0	19,3	18,9	19,7	18,5	16,8	13,6	11,7	13,7	15,7
Estonya	A1	6,0	5,2	4,8	5,7	5,6	5,0	4,5	4,3	3,5	4,8	7,4	10,9
Güney Afrika	A3	48,1	44,4	45,3	38,9	39,6	37,2	35,3	32,9	27,1	23,8	33,7	38,0
İsrail	A1	97,5	87,0	89,9	97,6	99,9	98,2	94,2	85,6	79,5	78,0	79,7	80,1
Katar	Aa2	72,6	56,0	57,0	47,0	41,6	27,8	19,3	13,2	9,4	8,4	12,4	9,1
Kayman Adaları	Aa3	6,1	6,4	8,2	8,2	8,7	8,3	7,7	7,6	11,4	15,7	19,4	18,9
Kore	A2	15,2	17,0	17,9	17,8	18,4	21,3	25,1	33,4	33,2	32,8	35,2	37,0
Kuveyt	Aa2	50,2	35,4	36,3	32,2	23,0	17,3	11,8	8,3	6,9	5,3	7,5	7,0
Malezya	A3	37,3	36,6	41,3	43,0	45,1	45,7	44,1	42,2	41,7	41,5	50,4	52,4
Polonya	A2	39,6	36,8	37,6	42,2	47,0	45,7	47,1	47,6	45,0	47,2	51,7	57,0
Suudi Arabistan	A1	19,3	17,6	19,6	21,3	21,9	18,9	13,5	11,9	10,8	8,3	10,4	8,6
Şili	A1	13,8	13,7	15,0	15,7	13,0	10,7	7,3	5,3	4,1	5,2	6,8	6,7
Tayvan	Aa3	25,6	27,6	32,8	33,2	35,9	38,4	38,4	37,3	35,7	37,4	42,2	45,8
Umman	A2	33,2	24,8	23,7	17,9	16,4	15,4	9,6	8,8	6,5	4,2	4,8	4,3
<b>Medyan</b>		<b>19,3</b>	<b>18,5</b>	<b>23,7</b>	<b>21,3</b>	<b>21,9</b>	<b>19,7</b>	<b>18,5</b>	<b>13,2</b>	<b>12,3</b>	<b>11,7</b>	<b>19,4</b>	<b>18,9</b>
<b>Ortalama</b>		<b>27,4</b>	<b>24,6</b>	<b>26,0</b>	<b>26,0</b>	<b>26,4</b>	<b>25,3</b>	<b>23,3</b>	<b>22,0</b>	<b>20,7</b>	<b>20,5</b>	<b>24,9</b>	<b>26,4</b>

**Genel Hükümet Borç Stoku/GSYH (Gelişmekte Olan Ülkeler Baa1-Baa3)**

Ülkeler	Kredi Notu	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009T	2010T
Barbados	Baa3	45,1	48,7	56,7	61,5	58,3	58,7	64,6	61,0	64,8	66,9	73,1	76,4
Brezilya	Baa3	--	--	--	53,1	58,4	53,5	56,3	56,0	57,4	58,6	63,5	59,3
Bulgaristan	Baa3	79,3	73,6	67,3	53,6	45,9	37,9	29,2	22,7	18,2	14,1	15,1	16,2
Hırvatistan	Baa3	28,3	33,8	34,7	34,3	35,6	37,2	38,8	35,7	33,1	33,5	34,6	35,2
Hindistan	Baa3	73,6	77,1	82,1	86,2	86,4	85,6	83,3	79,4	78,9	80,4	81,2	79,5
İzlanda	Baa3	43,4	41,0	45,9	42,1	40,8	34,4	25,4	30,1	28,7	27,2	142,6	147,1
Kazakistan	Baa2	30,6	24,2	19,7	14,9	13,3	9,4	6,5	5,9	5,3	6,3	6,6	6,4
Letonya	Baa3	12,5	12,3	14,0	13,5	14,6	14,9	12,4	10,7	9,0	19,5	33,2	48,6
Litvanya	Baa1	22,8	23,7	23,1	22,3	21,1	19,4	18,4	18,0	17,0	15,6	29,9	40,7
Macaristan	Baa1	61,1	54,3	52,1	55,8	58,1	59,4	61,7	65,6	65,9	72,9	79,1	79,8
Meksika	Baa1	25,6	23,2	22,5	24,0	22,1	20,7	20,2	20,5	21,0	24,5	28,1	28,9
Morityus	Baa2	49,8	48,0	55,3	63,7	56,1	58,6	57,9	55,2	48,8	49,6	50,6	51,0
Romanya	Baa3	21,9	22,5	25,7	24,9	21,5	18,7	15,8	12,4	12,6	13,6	21,8	27,4
Rusya	Baa1	85,3	52,3	40,4	34,4	26,8	20,3	13,4	8,2	6,5	5,5	7,2	8,6
Tayland	Baa1	21,3	23,2	24,6	31,0	27,5	27,8	26,2	25,0	24,2	22,5	27,8	29,7
Trinidad ve Tobago	Baa1	49,0	44,4	43,2	40,7	34,6	29,1	26,1	23,3	24,6	25,0	33,5	29,8
Tunus	Baa2	60,0	60,8	62,7	57,9	61,1	59,5	59,0	53,7	50,1	47,5	51,7	52,0
<b>Medyan</b>		<b>44,3</b>	<b>42,7</b>	<b>41,8</b>	<b>40,7</b>	<b>35,6</b>	<b>34,4</b>	<b>26,2</b>	<b>25,0</b>	<b>24,6</b>	<b>25,0</b>	<b>33,5</b>	<b>40,7</b>
<b>Ortalama</b>		<b>44,3</b>	<b>41,4</b>	<b>41,9</b>	<b>42,0</b>	<b>40,1</b>	<b>38,0</b>	<b>36,2</b>	<b>34,3</b>	<b>33,3</b>	<b>37,8</b>	<b>45,9</b>	<b>48,0</b>

**Genel Hükümet Borç Stoku/GSYH (Gelişmekte Olan Ülkeler Ba1-Ba3)**

Ülkeler	Kredi Notu	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009T	2010T
Azerbaycan	Ba1	22,9	15,6	17,7	19,8	17,4	14,8	10,9	8,8	8,4	6,8	9,9	9,6
El Salvador	Ba1	28,2	29,6	33,5	38,6	40,3	40,5	39,8	40,2	38,8	40,3	45,8	48,1
Endonezya	Ba2	88,6	100,3	77,0	65,4	58,3	55,2	45,4	39,3	35,1	32,8	30,7	30,0
Ermenistan	Ba2	48,6	47,9	45,0	46,2	40,6	32,4	24,3	19,1	16,4	16,0	36,5	45,0
Fas	Ba1	66,8	68,1	64,8	63,8	60,2	58,2	62,1	57,3	53,6	46,9	43,7	41,7
Filipinler	Ba3	59,6	64,6	65,7	71,0	77,7	78,2	71,4	63,8	55,8	56,8	57,5	57,4
Guatemala	Ba2	16,9	16,9	20,2	18,3	20,9	21,4	20,8	21,6	21,4	20,2	22,1	23,1
Karadağ	Ba3	--	63,0	43,6	84,5	47,1	44,5	38,6	32,6	26,2	27,0	43,4	52,3
Kolombiya	Ba1	34,1	37,9	43,4	50,1	49,1	45,4	44,4	41,5	37,6	37,7	41,2	39,9
Kosta Rika	Ba1	34,8	36,3	38,2	40,2	40,0	41,1	37,6	32,9	28,7	23,5	26,5	27,8
Mısır	Ba1	81,7	76,8	105,3	89,8	102,3	101,6	103,3	90,4	80,2	70,1	70,9	71,9
Panama	Ba1	68,0	66,5	71,2	69,4	67,0	70,4	66,2	61,0	53,7	45,2	53,5	50,6
Peru	Ba1	43,9	42,0	42,3	43,2	43,6	41,7	35,4	30,8	27,4	23,9	24,3	23,7
Türkiye	Ba3	41,3	38,9	77,6	73,7	67,4	59,2	52,3	46,1	39,4	39,5	47,2	49,3
Uruguay	Ba3	24,0	28,2	34,7	71,0	86,1	80,1	66,3	57,1	53,1	54,7	49,6	44,8
Ürdün	Ba2	107,1	98,4	94,4	98,0	95,2	89,0	80,0	74,7	70,5	59,0	63,8	64,2
Vietnam	Ba3	29,4	33,5	35,1	33,2	34,0	33,5	34,8	35,2	37,0	33,3	36,2	38,5
<b>Medyan</b>		<b>42,6</b>	<b>42,0</b>	<b>43,6</b>	<b>63,8</b>	<b>49,1</b>	<b>45,4</b>	<b>44,4</b>	<b>40,2</b>	<b>37,6</b>	<b>37,7</b>	<b>43,4</b>	<b>44,8</b>
<b>Ortalama</b>		<b>49,8</b>	<b>50,8</b>	<b>53,5</b>	<b>57,4</b>	<b>55,7</b>	<b>53,4</b>	<b>49,0</b>	<b>44,3</b>	<b>40,2</b>	<b>37,3</b>	<b>41,3</b>	<b>42,2</b>

**Genel Hükümet Borç Stoku/GSYH (Gelişmekte Olan Ülkeler B1-C)**

Ülkeler	Kredi Notu	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009T	2010T
Arnavutluk	B1	53,7	59,6	57,8	63,9	61,5	56,5	57,4	56,1	53,0	54,2	55,3	56,7
Arjantin	B3	43,5	45,6	53,6	149,9	137,9	124,9	70,5	63,8	55,2	44,4	45,7	44,8
Beyaz Rusya	B1	12,5	10,4	10,2	8,1	8,1	7,9	7,7	7,3	10,2	11,2	14,6	15,1
Belize	B3	39,2	47,8	52,6	65,0	86,0	90,6	92,0	87,4	84,0	76,2	77,4	72,9
Bolivya	B2	61,5	62,7	70,6	74,3	83,9	79,4	75,4	50,6	39,6	36,3	37,7	37,2
Bosna Hersek	B2	38,4	37,9	38,1	33,4	27,7	24,2	23,9	19,2	15,4	18,0	29,3	33,4
Kamboçya	B2	67,2	80,4	76,8	53,7	51,2	48,3	39,9	33,2	30,6	30,8	38,0	36,3
Küba	Caa1	44,4	41,0	39,9	36,6	34,9	36,1	36,9	33,0	33,0	35,1	38,9	39,9
Dominik Cumhuriyeti	B2	20,3	17,5	19,5	20,2	32,9	34,2	23,2	23,5	20,9	24,6	26,3	25,5
Ekvador	Caa3	84,9	73,3	56,8	50,3	45,8	40,8	36,2	29,7	28,1	23,2	17,3	21,4
Fiji Adaları	B1	35,4	40,0	44,4	47,0	48,6	48,2	48,4	52,2	50,3	49,4	51,0	53,4
Honduras	B2	--	67,3	63,8	65,6	70,8	69,1	53,2	37,3	25,1	26,0	30,8	33,2
Jamaika	Caa1	84,3	93,4	112,2	120,2	117,3	114,4	112,0	105,6	101,2	108,0	114,1	117,2
Lübnan	B2	122,9	139,0	152,6	156,1	159,9	160,4	170,9	170,4	155,4	151,1	148,9	148,7
Moğolistan	B1	121,1	104,0	93,3	96,3	101,8	80,2	59,3	45,4	39,7	32,8	37,5	34,6
Nikaragua	Caa1	--	--	--	130,4	133,8	98,2	90,4	68,7	41,2	37,3	41,1	42,1
Pakistan	B3	82,6	81,0	86,3	80,6	75,2	67,7	62,9	57,3	55,7	59,3	58,8	56,7
Papua Yeni Gine	B1	66,1	57,7	68,3	70,5	59,8	56,4	48,1	39,5	34,0	30,8	28,2	25,5
Paraguay	B3	28,6	32,3	36,1	48,3	46,7	36,3	32,1	25,9	19,8	17,7	17,7	17,0
St. Vincent and the Grenadinler	B1	--	--	65,8	67,1	67,7	72,4	71,3	67,3	51,2	50,7	50,2	49,5
Surinam	B1	--	73,8	55,9	50,9	40,7	39,0	36,5	30,0	21,2	18,2	16,0	19,1
Ukrayna	B2	84,2	45,3	36,5	33,6	25,4	23,2	18,3	15,0	12,7	16,5	28,1	31,2
Venezuela	B2	29,0	27,4	30,0	36,7	47,7	38,1	32,5	23,9	19,3	14,1	16,2	14,9
<b>Medyan</b>		<b>53,7</b>	<b>57,7</b>	<b>56,4</b>	<b>63,9</b>	<b>59,8</b>	<b>56,4</b>	<b>48,4</b>	<b>39,5</b>	<b>34,0</b>	<b>32,8</b>	<b>37,7</b>	<b>36,3</b>
<b>Ortalama</b>		<b>58,9</b>	<b>58,9</b>	<b>60,1</b>	<b>67,8</b>	<b>68,1</b>	<b>62,9</b>	<b>56,5</b>	<b>49,7</b>	<b>43,3</b>	<b>42,0</b>	<b>44,3</b>	<b>44,6</b>