



Araştırma Notu 19-01 Şubat 2019

Asya Finans Krizi Işığında Türkiye Ekonomisindeki Son Gelişmeler

Sumru Öz¹

Son 15 yılda Türkiye’de kamu kesiminin dış borcu GSYH’ye oran olarak yüzde 17’ye gerilerken özel sektörün dış borcu yüzde 16’dan yüzde 37’ye çıktı [1]. Asya ülkelerinde kamu kesimi borç göstergeleri bir soruna işaret etmediği halde 1997 yılında patlak veren finansal kriz öncesinde özel sektörün aşırı borçlu olduğu göz önüne alınca Asya finans krizi, Türkiye’de ağustos ayında TL’nin hızlı değer kaybı ile başlayan sürece ışık tutabilir.

Asya finans krizi Tayland’ın dalgalı döviz kuru rejimine geçmek zorunda kaldığı 2 Temmuz 1997’de başladı. Birkaç gün içinde Filipinler, Malezya ve Endonezya para birimleri üzerinde baskı oluştu ve bu ülkeler de dalgalı kur rejimine geçti. 1997 sonbaharında kriz Tayvan, Hong Kong, Güney Kore ve Japonya’ya sıçradı. 1997 sonuna gelindiğinde krizden en çok etkilenen ve IMF’den destek isteyen Tayland, Güney Kore ve Endonezya’nın para birimleri yüzde 40’ın üzerinde değer kaybetmişti. Malezya, Singapur, Filipinler ve Tayvan para birimleri yüzde 14-35 arasında değer kayıplarına uğrarken diğer Asya ülkelerinin para birimleri daha az etkilendi [2]. Bu araştırma notunda, Asya finans krizinin başladığı ülke olması nedeniyle Tayland ekonomisinin ele alınması ve Türkiye ile ekonomik ortam açısından benzeştiği ve ayrıştığı yanlar ortaya çıkarılarak önümüzdeki dönemde Türkiye ekonomisini nelerin beklediği konusuna ışık tutulması hedefleniyor.

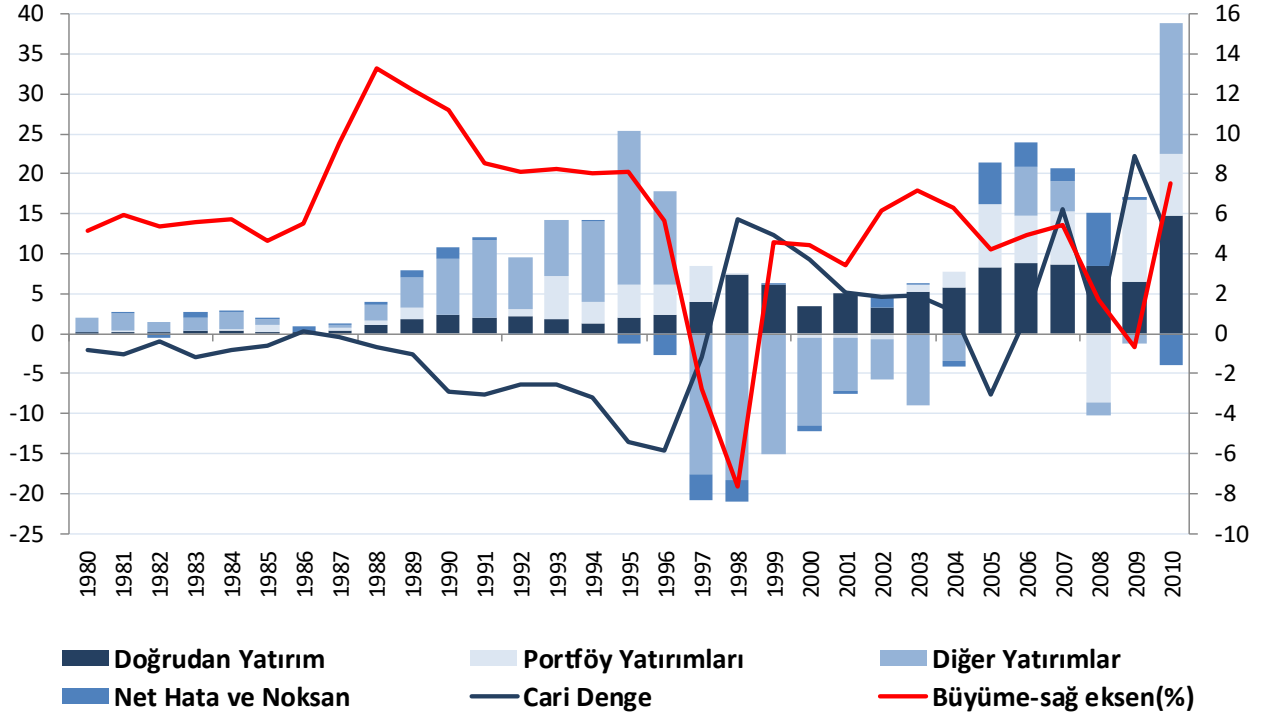
Asya finans krizi neden Tayland’da başladı?

Asya finans krizinin neden Tayland’da patlak verdiği sorusu “Asya’nın Ekonomik Katarsisi” [3] adlı kitapta bu ülkeye özgü politik, kültürel ve kurumsal unsurlara bağlı olarak cevaplanıyor. 2.Dünya Savaşı sırasındaki kısa süreli Japon işgali sayılmazsa Çinhindi bölgesinde kolonileştirilemeyen tek ülke olan Tayland, savaşın ardından askeri yönetim altına girmişti. Ekonomi ise pratikte yurtdışında eğitim almış teknokratlar tarafından yönetiliyordu. 1992 yılından sonra teknokratların ekonomi üzerindeki etkisinin azalmaya başlaması ve ekonomi yönetimde popülizmin öne geçmesiyle [3] 1987 yılından itibaren yaklaşık on yıl süren ve yıllık ortalama yüzde 9’u aşan hızlı büyüme döneminin de sonuna gelindi (Şekil 1). 1996 yılında büyüme oranı yüzde 5,7’ye düşmüş, krizden önceki 10 yılda ortalama olarak yüzde 5’in altında kalan cari açık 1995 ve 1996 yıllarında yüzde 8’e ulaşmıştı [4]. Üstelik hızlı büyüme döneminde önemli bir bölümü ihracata yönelik imalat sanayiine yapılan doğrudan yabancı yatırımlarla finanse edilen cari açık, 1993’ten itibaren ağırlıklı olarak portföy ve diğer yatırımlardan oluşan sıcak para ile karşılanır oldu (Şekil 1). Asya’nın Ekonomik Katarsisi [3] başlıklı kitaba göre artan yolsuzluk ve kötü yönetim Tayland’ın rekabet gücünü zayıflattıkça azalan doğrudan yatırımcıların yerini medyada Tayland mucizesini duyan portföy yatırımcıları aldı ve hisse senedi fiyatları yükseldi. Hükümetin sermaye hareketlerini serbestleştirmeye

¹ Koç Üniversitesi-TÜSİAD EAF

yönelik politikalarını takiben uluslararası bankalar da devreye girince hızlı büyüyen, dolayısıyla nakit açığı içinde olan, çoğunluğunu aile şirketlerinin oluşturduğu Tayvan özel sektörü, yerel paraya göre çok daha düşük faizle dolar cinsinden borçlanmaya başladı. Şekil 1’de diğer yatırımlar başlığı altında verilen bu tür sermaye girişleri 1995 yılında 20 milyar dolara yaklaştı. Borç vermeye hevesli yabancı yatırımcıların sürekli artırdıkları sıcak para girişi, vadeli döviz işlemi için sınırlı olanak bulunan ülkede, yerel finans kuruluşlarının zayıflığı ve Bangkok Ticaret Bankası ile ilgili skandalın ortaya çıkardığı yolsuzluk ve politikacıların yönlendirdiği verimsiz alanlara yapılan yatırımlar² ile birleşince krizin altyapısı oluştu [3].

Şekil 1 1980-2010 arasında Tayland’a sermaye akımları ve cari denge (milyar dolar) ile büyüme (%)



Kaynak: IFS [7]

1985 yılından itibaren fiilen ABD dolarına endekslenmiş olan Tayland para birimi “baht”ın, küresel piyasalarda ABD dolarının değer kazanması sonucunda az da olsa değerlenmesiyle ihracat artışı yavaşladı ve Şekil 1’de görülebileceği gibi cari açık artarak 15 milyar dolara ulaştı. Son 10 yılda ortalama yıllık yüzde 5 ile ABD’dekinin üzerinde kaydedilen enflasyon da bu tabloya eklenince bir devalüasyon beklentisi oluştu. Döviz kurunun istikrarı sorgulanmaya başladığı anda, özellikle de yabancı yatırımcıların paniklemesiyle finansal kriz tetiklendi. İlk olarak, 1997 yılı başlarında emlak ve hisse senedi fiyatlarının düşmeye başlaması, finansal kuruluşları ve inşaat şirketlerini zor duruma soktu. 1997 Şubat’ında en büyük inşaat şirketlerinden birisi 80 milyon dolarlık dış borcunun faizini ödeyemedi. Haziran ayında likidite problemi olan 16 finans kuruluşunun faaliyeti durduruldu. Son üç ayda döviz rezervlerinin 30 milyar dolar azaldığı iddia edilen Tayland, 2 Temmuz 1997’de dalgalı kur rejimine geçtiğini ve IMF’den destek istediğini açıkladı. İlk etapta “baht” %19,5 değer kaybetti, 1997 sonunda değer kaybı %41’e ulaştı [2].

² Büyük altyapı projelerinin çoğu ekonomik olarak haklı gösterilemeyecek hükümet yanlısı girişimcileri ödüllendirme projeleriydi [3].

Asya finans krizinin nedenleri konusunda farklı yaklaşımlar

1998 yılından itibaren Asya finans krizinin nedenleri üzerine birçok araştırma yapıldı. “Asya Finans Krizi ve Hong Kong’un Çilesi” başlıklı kitapta [2] bu çalışmaların sahip olduğu dört farklı yaklaşım şöyle sıralanıyor:

- İlk yaklaşım, ekonomiyi yönetenlerin ve finans sektörünün hataları olduğunu kabul etmekle birlikte bu hataların bu kadar büyük ve yaygın bir krize neden olamayacağını öne sürerek yabancıların Tayland’daki yatırımlarını bir anda geri çekmesiyle başlayan krizin nedeninin “kendi kendini besleyen finansal panik” olduğunu savunuyor. Böyle bir neden krizin diğer Asya ülkelerine yayılmasında ve uzun sürmesinde rol oynamış olabilir ancak krizin ilk ortaya çıktığı Tayland özelinde bu yaklaşım krizin nedenini açıklamakta yetersiz, çünkü temelsiz şüphe ya da dedikodular kısa sürede bertaraf edilebilirken panik, dış borcun ödenememesi, finansal kuruluşların batması ya da rezervlerin aşırı azalması gibi ciddi ekonomik sorunların ardından başlamışsa-ki finansal panikten önce Tayland’da bunların bir ölçüde gerçekleştiğini bir önceki bölümde gördük- kriz sadece “kendi kendini besleyen finansal panik” ile açıklanamaz [2].
- İkinci yaklaşım, krizin nedeni olarak borçlanmalarda devlet garantisinin yol açtığı ahlaki bozulma ile genelde ahabp-çavuş kapitalizmi olarak adlandırılan bağlantılı kredi, şeffaflıktan uzak danışıklı işlemler, kayırmacılık, gevşek denetim ve yolsuzluk gibi Asya tipi iş yapma biçimleri olarak adlandırılan sorunları öne çıkarıyor. Bu tür iş yapma biçimlerinin, ihtiyatın ve tedbirin elden bırakılmasına yol açarak kritik eşik aşıldığında patlaması kaçınılmaz finansal balonların oluşmasına uygun bir ortam yarattığını savunuyor.
- Krizin nedenlerine ilişkin üçüncü yaklaşımda kötü finans yönetimi ve finans sektörünün kırılganlığı öne çıkarılıyor. Hem kamuda hem de özel sektörde rastlanabilen kötü finans yönetimi; aşırı borçlanma, varlıklar ve yükümlülükler arasındaki vade ve/veya kur uyumsuzluğu, gevşek ihtiyati denetim, açıklık ve şeffaflık noksanlığı, varlık balonu, aceleci finansal serbestleşme vb. sorunları kapsıyor. Finansal sektör kırılganlığı ise bankaların düşük sermaye yeterliliği; hisse senedi ve tahvil piyasası gibi alternatif fon kaynaklarının gelişmemiş olması, dolayısıyla banka kredilerine aşırı bağımlılık; muhasebe ve denetimde uluslararası standartlara ulaşamamış olması; bankacılık ve iflas yasalarının yetersizliği gibi nedenlerden kaynaklanabilir. Kötü finans yönetimi ve finans sektörünün kırılganlığı finansal krizler için uygun ortamı yaratır. Böyle bir ortamda, iç ya da dış, reel veya özel sektör kaynaklı herhangi bir şok krizi tetikler. Bu yaklaşım, Tayland, Endonezya ve Kore gibi temel ekonomik göstergelerin genel olarak düzgün olduğu ülkelerde finansal bir krizin nasıl çıkabileceğine ilişkin açıklama getirdiği için de ayrıca önemlidir.
- Asya finans krizinin nedenlerine dair son yaklaşıma sahip olan çalışmalar, bu üç farklı yaklaşımda sıralanan nedenleri birincil ve ikincil olarak ayrılmadan inceliyor. Bu çalışmalara göre en önemli nedenler; azalan rekabet gücü, varlık balonu, ahabp-çavuş kapitalizmi, ABD dolarına bağlı döviz kuru, yeterince denetlenmeyen zayıf finans sistemi, paniğe dönüşen risk iştahı ve siyasetçilerin ekonomik durumun ciddiyetini kabullenmeyip suçluyu yurtdışında arayan söylemleri olarak sıralanıyor [2].

Asya finans krizine yaklaşımların ışığında Türkiye ekonomisinin durumu

Türkiye ekonomisinin içinde bulunduğu durumu anlamak için genelde Asya finans krizine, özelde krizin neden Tayland’da başladığına ilişkin bu farklı yaklaşımlardan yararlanılabilir. Kendi kendini besleyen finansal panik yaklaşımı krizlerin yaygınlaşmasında ve uzun sürmesinde rol oynayabilir ancak bu yaklaşım,

sadece Türkiye’de ve Ağustos ayı ile sınırlı olarak yaşanan para biriminin hızlı değer kaybını açıklamakta yetersiz kalıyor. Bu nedenle Türkiye’nin durumunu diğer yaklaşımlar açısından değerlendirmek gerekir.

Asya finans krizinin nedenlerine ilişkin ikinci yaklaşımın öne çıkardığı borçlanmalarda devlet garantisinin yol açtığı ahlaki bozulma sorununa Türkiye’deki Kamu Özel İşbirliği (KÖİ) uygulamaları örnek oluşturuyor gibi görünüyor. Bu kapsamda devlet tarafından verilen köprü geçiş ve şehir hastanelerine verilen hasta sayısı garantileri, verimsiz yatırımlara kaynak aktarılmasında etkili olma potansiyeli taşıyor. Bu potansiyele işaret eden bir gelişme, 9 Nisan 2014 tarihli Resmi Gazete’de yayımlanan ‘Hazinenin Borç Üstlenim Yönetmeliği’. Buna göre proje bedeli 1 milyar TL’nin üzerindeki ‘Yap-İşlet-Devret’ modeli ve proje bedeli 500 milyon TL’nin üzerindeki ‘Yap-Kirala-Devret’ modeli ile gerçekleştirilecek yatırım ve hizmetler için sağlanan ana kredi ve buna bağlı diğer mali yükümlülükler Hazine Müsteşarlığı tarafından üstlenilebilecektir. Güngör Uras, yönetmeliğin çıkma gereğini bu modellerle iş alan şirketlerin çoğunun aldıkları işi başlatmaya veya tamamlamaya güçlerinin yetmemesine ve kredi bulamamalarına bağlıyor. Yerli ve yabancı kreditorlerin bu şirketlere şüpheyle yaklaştıklarını ve ‘Öz kaynakları ve bu işi yapacak deneyimleri var mı? Aldıkları krediyi nasıl öderler? Her işe soyunuyorlar, bu kadar işi nasıl bitirebilirler?’ gibi sorgulamalarla kredi vermekten kaçındıklarını söylüyor [5]. Yönetmelikle getirilen devlet garantisi, bu şirketlerin ekonomik açıdan riskli projelere kaynak bulmasını kolaylaştırarak verimsiz ve riskli yatırımların hayata geçmesine, dolayısıyla finansal bir krizin çıkmasına uygun ortam yaratılmasına katkıda bulunuyor olabilir. Bu yönetmeliğin geçmişte yapılan ihaleleri de kapsamı, Uras’a göre ayrıca bir ahlaki bozulma işareti, çünkü ihaleler açıldığında bu garanti bulunmadığı için ihaleye girmemiş şirketler haksız rekabete maruz kalmış oluyor. Son olarak, devletin teminat yetersizliği yüzünden kredi alamayan işletmelere Kredi Garanti Fonu (KGF) yoluyla kefil olması ile 2018 sonu itibarıyla 285,4 milyar liraya ulaşan kefalet hacminin³, ileride Hazine’nin borç yükümü artıracacağı endişesiyle beklentileri bozmuş olması muhtemel. Çünkü bu işletmelerin bankalardan aldıkları kredileri ileride gelir sağlayacak şekilde kullanıp kullanmadıkları belirsiz ve borçlarının kamu borcu haline gelmesi ihtimali yüksek.

Asya krizinin nedenlerine dair üçüncü yaklaşımda öne çıkarılan finans sektörünün kırılganlığı sorunu Türkiye’de söz konusu olmayabilir, zira 2001 krizinin ardından yapılan düzenlemelerle finansal sektörün kırılganlığına büyük ölçüde çözüm getirildiği kabul ediliyor. Kötü finans yönetimi sorununa gelince; TCMB verilerine göre 2018 Ekim sonu itibarıyla, finansal ve finansal olmayan özel sektörün toplam 213 milyar ABD doları tutarında uzun vadeli dış borcu bulunuyor [6]. Finansal olmayan şirketlere ait olan 110 milyar dolar uzun vadeli borç içinde dış ticarete yönelik üretim yapma potansiyeli olan imalat sektörünün payı sadece yüzde 22. Yüzde 63 ile en yüksek paya sahip olan hizmet sektörüne⁴, sanayi sektörü altında sınıflandırılan enerji sektörünün⁵ yüzde 11 olan payını da eklediğimizde, finansal olmayan şirketlerin dış borcunun dörtte üçünün dış ticarete konu olmayan üretim yapısına sahip, dolayısıyla döviz geliri olmayan sektörlerle ait olduğu anlaşılıyor. Finansal sektörlerin yurt dışından aldığı borçlarla finansal olmayan sektörlerle de fon sağladığı göz önüne alınınca, özel sektörün varlıkları ve yükümlülükleri arasında kur uyumsuzluğu, dolayısıyla finans yönetiminde bir sorun olduğu ortaya çıkıyor.

³ KGF web sitesinde yaklaşık 560 bin işletmenin 321,8 milyar lira kredi kullandığı belirtiliyor (<http://www.kgf.com.tr>).

⁴ Hizmet sektörünün dış borcu içinde yaklaşık olarak yüzde 28’er payla İnşaat ile Ulaştırma ve Depolama faaliyetleri öne çıkıyor.

⁵ Elektrik, Gaz, Buhar ve İklimlendirme Üretimi ve Dağıtım

Özetle, Tayvan’da kriz döneminde görülen özel sektörün varlıklarıyla yükümlülükleri arasındaki kur uyumsuzluğu ve aşırı borçluluğu ile Hazine’nin garanti olduğu ve kamu borç yükünü artırma potansiyeli taşıyan özel şirket borçları gibi sorunlar şu an için Türkiye’de mevcut. Bu sorunları niceliksel olarak karşılaştırabilmek için Tayland’da kriz döneminde, Türkiye’de ise içinde bulunduğumuz dönemde kamu ve özel sektörün dış borcu yanında bazı temel ekonomik göstergelerin aldığı değerler Tablo 1’de veriliyor. Tablo’da Tayland için ekonomik göstergelerin kriz öncesindeki 15 yıllık dönemin ortalaması, kriz yılları değerleri ve krizden sonraki 15 yılın ortalaması verilirken Türkiye için son 15 yılın (2003-2017) ortalaması ve 2018 yılı değerleri yer alıyor.

Tablo 1. Tayland ve Türkiye’nin Temel Ekonomik Göstergeleri (%)

	Tayland				Türkiye	
	Kriz öncesi 15 yıl ortalaması	1997	1998	Kriz sonrası 15 yıl ortalaması	2003-2017 ortalaması	2018
- GSYH büyümesi	8	-2,8	-7,6	4,4	5,8	1,6*
- Cari işlemler dengesi / GSYH	-4,9	-2,0	12,5	3	-4,9	-4,7*
- Enflasyon	4,5	4,4	8,1	2,5	9,3	20,3
- Kamu dış borç stoku / GSYH	9,3	4,6	10,7	26	39	16,5*
- Toplam dış borç stoku / Milli gelir	42	75	96	40	42	54*
- Toplam dış borç stoku / Mal ve hizmet ihracatı	124	144	152	58	180	199*
- İmalat dışı sanayi katma değerinin GSYH’deki payı (inşaat dahil)	9,6	11,4	10,1	8,7	10	11,7**

Kaynak: Dünya Bankası

(*) 2018 3. çeyreği itibarıyla yıllık, TCMB, TÜİK

(**) 2017

Tablo 1’den yararlanarak kriz öncesi 15 yıllık dönemde Tayland ile Türkiye’nin temel göstergelerinin ortalamasını karşılaştırdığımızda, Tayland’da büyümenin daha yüksek, enflasyon ve kamu borç stokunun daha düşük olduğunu görüyoruz. Cari işlemler açığı ve toplam dış borç stokunun gayri safi milli gelire oranı ise her iki ülkede de aynı. Ancak, 1995-1998 döneminde 100 milyar doların biraz üzerinde olan dış borcunda önemli bir değişikliğin yaşanmadığı [4] Tayland’da, toplam dış borç oranı 1998 yılında yüzde 96’ya kadar çıkıyor. Toplam dış borcun GSYH’ye oran olarak iki kattan fazla artmasının arkasında, GSYH’deki reel küçülmeden çok Tayland para birimindeki değer kaybının 1997 sonunda %41’e ulaşması ile GSYH’nin dolar karşılığının düşmesi yatıyor. Şaşırtıcı bir şekilde TL’nin 2018’deki değer kaybı da benzer bir oranda (%41,6) gerçekleşti. Türkiye’nin 2018’in birinci çeyreğinde 467 milyar dolara ulaşan toplam brüt dış borç stoku, üçüncü çeyreğin sonu itibarıyla 448,5 milyar dolara gerilemekle beraber, TL’deki değer kaybı nedeniyle GSYH’nin cari fiyatlarla 833 milyar dolara (TÜİK) düşmesi sonucunda 2018’in üçüncü çeyreğinde toplam dış borç stokunun GSYH’ye oranı 54’e çıkmış durumda. 2018 yıl sonu verileri açıklandığında, bu oranın daha da arttığını görebiliriz. İki ekonominin göstergeleri arasındaki diğer benzerlik, kriz öncesi 15 yıllık dönemde cari açık ortalamalarının aynı olması. Ayrıca, hızlı büyüme döneminde⁶ önemli bir bölümü ihracata yönelik imalat sanayiine yapılan doğrudan yabancı yatırımlarla finanse edilen cari açığın, Tayland’da 1993’ten, Türkiye’de ise 2010’dan itibaren ağırlıklı olarak portföy ve diğer yatırımlar kalemlerinden oluşan sıcak para ile karşılanıyor olması kriz ortamının oluşmasında etkili.

Son olarak, inşaat sektöründeki aşırı genişlemenin krizleri tetikleyici rolü olabileceğinden hareketle ağırlıklı olarak inşaat sektöründen oluşan “imalat dışı sanayi” katma değerinin GSYH’deki payına

⁶ Tayland için 1987-1994, Türkiye için ise 2003-2007 arası hızlı büyüme dönemi olarak nitelendirilebilir.

baktığımızda krizin başladığı yıl bu payın uzun dönem ortalamasının üzerine çıkmış olduğunu görüyoruz. Tablo 1'e göre bu artış Tayland'da 1,8 Türkiye'de ise 1,7 puan olarak gerçekleşmiş. Tüm bu benzerlikler, Asya Finans Krizi sırasında GSYH'deki küçülme başta olmak üzere Tayland'da yaşanan olumsuz gelişmelerin 2019 yılında Türkiye'de de yaşanabileceğini düşündürüyor.

Türkiye'yi önümüzdeki yıllarda nelerin beklediği konusuna da kriz sonrasında Tayland ekonomisinin durumu ışık tutabilir. Tayland için krizden sonraki 15 yılın ortalamalarını kriz öncesi dönemle karşılaştırdığımızda, toplam dış borca ilişkin değerlerin gerilediğini, kamu dış borç oranının ise artmakla beraber dünyada kabul gören değerlerin altında kaldığını söyleyebiliriz. Ortalama büyüme yüzde 8'den yüzde 4,4'e, enflasyon ise yüzde 4,5'ten yüzde 2,5'e düşüyor. En şaşırtıcı değişim, kriz öncesindeki yüzde 4,7 açıktan, sonrasında yüzde 3 fazlaya dönen cari işlemler dengesinde yaşanıyor. Buna ek olarak inşaat sektörünün ağırlıklı olduğu imalat dışı sanayi katma değerinin GSYH'deki payının yüzde 8,7'ye gerilemesi (Tablo 1), yüksek cari açık ve inşaatla büyümenin sürdürülemez olduğunu gösteriyor.

Sonuç olarak, kriz öncesi dönemde, yüksek cari açığı finanse eden ve faiz getirisi farkı ile fiilen ABD dolarına endekslenmiş istikrarlı görünen döviz kurunun cazip kıldığı getirisinin tetiklediği sıcak para girişlerinin de katkısıyla Tayland'ın hızlı büyüyen ekonomisi, Asya Finans Krizi'nin ardından daha ılımlı bir büyüme patikasına dönmüş görünüyor. Son 15 yılda finansal ve finansal olmayan özel sektörün yurtdışından sağladığı fonları uzun dönemde ve ağırlıklı olarak TL getiri sağlayacak inşaat projelerini finanse etmekte kullanan ve gittikçe daha çok ahbap-çavuş kapitalizmine yönelen Türkiye'yi de 2020'li yıllarda ortalama büyümenin düştüğü bir dönem bekliyor gibi görünüyor.

Kaynaklar

- [1] TCMB Elektronik Veri Dağıtım Sistemi (EVDS) Dış Borçlar - Brüt (Hazine ve Maliye Bakanlığı)
- [2] Jao, Y. C. (2001) The Asian Financial Crisis and the Ordeal of Hong Kong. Greenwood Publishing Group, 2001.
- [3] Richter, F.-J. (2000) The Asian Economic Catharsis : How Asian Firms Bounce Back From Crisis. Westport, Conn: Greenwood Publishing Group içinde Bölüm 2: Buchanan, İ. C., C. Boulas ve B. R. Gopi. Recovering from the Crisis: New Game Opportunities in Asia.
- [4] WDI Online
- [5] Uras, G. (2014) Kredi bulamayana devlet garantisi, Milliyet, 21.4.2014
- [6] TCMB (2018) Özel Sektörün Yurtdışından Sağladığı Kredi Borcu, Erişim 26.12.2018.
<https://www.tcmb.gov.tr/wps/wcm/connect/tr/tcmb+tr/main+menu/istatistikler/odemeler+dengesi+ve+ilgili+istatistikler/ozel+sektorun+yurtdisindan+sagladigi+kredi+borcu>
- [7] International Financial Statistics (IFS)