

T.C.
ÇUKUROVA ÜNİVERSİTESİ
SOSYAL BİLİMLER ENSTİTÜSÜ
İKTİSAT ANABİLİM DALI

89469

ULUSLARARASI FİNANSMAN
DIŞ BORÇ YÖNETİMİ VE TÜRKİYE

HARUN BAL

DANIŞMAN: PROF. DR. MUAMMER TEKEOĞLU

DOKTORA TEZİ

T 89469

ADANA / 1999

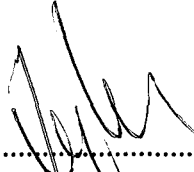
TC. YÜKSEKÖĞRETİM KURULU
DOKÜMANTASYON MERKEZİ

Çukurova Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü Müdürlüğüne,

Bu çalışma, jürimiz tarafından İktisat Anabilim Dalında DOKTORA TEZİ olarak kabul edilmiştir.

Başkan


Prof. Dr. Muammer TEKEOĞLU

Üye


Prof. Dr. Nejat ERK

Üye


Prof. Dr. Ömer ABUŞOĞLU

ONAY

Yukarıdaki imzaların, adı geçen öğretim elemanlarına ait olduklarını onaylarım.

..19../09../1999


Prof. Dr. Mahir FİSUNOĞLU
Enstitü Müdürü

ÖZET

ULUSLARARASI FİNANSMAN DIŞ BORÇ YÖNETİMİ VE TÜRKİYE

Harun BAL

Doktora Tezi, İktisat Anabilim Dalı

Danışman : Prof. Dr. Muammer TEKEOĞLU

Ağustos 1999, 340 sayfa

Bu çalışma, Gelişmekte olan ülke (GOÜ)'ler ve Türkiye ekonomisinin uluslararası finansman ilişkileri ile bu bağlamda ortaya çıkan dış borç yönetim sorunlarını inceleme ve araştırma amacını taşımaktadır. Söz konusu bu amacın asıl olarak yoğunlaşma gösterdiği konu, ülkemiz açısından dış borçluluk sorunlarının ve dış borç yönetiminin kurumsal ve risk yönetimi eksenlerinde bir irdelemeye tabi tutularak ne tür ve hangi boyutlarda açılımlara ihtiyaç duyduğunun tespit edilmesidir.

Bu amaçlar çerçevesinde hazırlanan ve beş bölümden oluşan çalışmanın ilk bölümü, uluslararası finansman-GOÜ'ler ilişkileri üzerinde odaklanmaktadır. Bu bölümde, GOÜ'lerin uluslararası finansman ihtiyaçlarının sebepleri, dış borçlanma mekanizmaları ve bu ülkelere yönelik uluslararası finansman hareketleri ile dış borçlanmada yaşanan gelişmeler ortaya konulmuştur. Birinci bölümün temel bulgusu, GOÜ'ler-uluslararası finansman ilişkilerinin pratikte yeterince ve istenilir türden sonuçların elde edilmesinde yetersiz kalmasıdır.

İkinci bölüm, GOÜ'ler bağlamında dış borç yönetiminin pasif boyutlarının irdelemesini yapmaktadır. Dış borç yönetiminin önemi, kapsamı, organizasyonu, fonksiyonları ve kurumsal boyutları, yönetim birimleri ve bunlar arasındaki koordinasyon sorunları, dış borçların monitörü ve borç servis kapasitesi ölçümleri ayrıntılı olarak ele alınmıştır. Söz konusu inceleme mukayese edilebilir detaylı bilgilerin verilebilmesi ve sorunların ortaya konulabilmesini sağlamak amacıyla sekiz GOÜ'deki dış borç yönetim uygulamalarını da teşhir etmektedir. Çalışmanın ikinci bölümünün temel bulgusu, GOÜ'lerin büyük bir çoğunluğunun dış borç yönetiminin en temel ilkelerinden dahi uzak

yapılara sahip olmasıdır. Son dönemlerde, özellikle uluslararası mali kurumların destekleri paralelinde bu ülkelerin önemli bir kısmında dış borç yönetim pratiklerini geliştirme çabaları da dikkat çekici gelişmeler olarak karşımıza çıkmaktadır.

Üçüncü bölüm, dış borç yönetiminin GOÜ'ler açısından son derece yeni sayılabilecek "Risk Yönetimi" boyutuna tahsis edilmiştir. Bu çerçevede faiz oranı, döviz kuru ve tarımsal ve metalurjik ürünler fiyat risklerinin dış borç yönetimi ile olan ilişkileri ele alınmış, bu alandaki zorluklar ve bu zorlukları aşmaya yönelik yeni açılımların gerekliliği ortaya konulmuştur. Ayrıca OECD üyesi beş öncü ülkenin "Bağımsız Dış Borç Yönetim Ofisleri" modelleri ele alınarak bu ülkelerdeki uygulamaların GOÜ'ler dış borç yönetimlerinin geliştirilebilmesindeki rolleri üzerinde durulmuştur. Bu bölümün temel bulgusu, dış borç yönetiminin halihazırda pasif boyutlarında dahi önemli sorunlar yaşayan GOÜ'lerin, sözkonusu riskleri yönetebilmek için aktif bir dış borç yönetimine olan ihtiyaçlarının vurgulanması olmuştur. Öncü ülkelerde uygulanmakta olan Bağımsız Dış Borç Yönetim Ofisleri modelleri çerçevesinde olmasa dahi, GOÜ'lerin bu konuyla ilgili olarak özellikle risk yönetim teknikleri konusunda ve aşamalı eylem planları çerçevesinde yeni açılımlara gitme ihtiyaçları kaçınılmaz yeni gelişmelerdir.

Dördüncü bölüm, Türkiye ekonomisi açısından uluslararası finansman ve dış borçlanmalar ile ilgili temel dinamikleri inceleme ve analiz etmeyi amaçlamaktadır. Çeşitli dönemlerdeki gelişmelerin net kaynak transferleri ekseninde ele alındığı bu bölüm dış borçlardaki artışların önemli bir bölümünün makro ekonomik yönetimle doğrudan ilişkili olduğunu göstermektedir. Özellikle 1980 ve 1990'lı yıllar bir yandan net kaynak transferlerinin pozitif halde tutulabilmesi, diğer yandan da borç servislerinin aksamadan yerine getirilebilmesini hedeflemesi sebebiyle dış borç stokunda önemli artışlara yol açmıştır.

Bu süreç 1980'li yıllarda ağırlıklı olarak kamu sektörünün, 1990'lı yıllarda ise sermaye hareketlerinin serbestleştirilmesi ile özel sektörün belirleyiciliğinde bir gelişme göstermiştir. Sözkonusu süreç, Güneydoğu Asya ülkeleri dış borç krizinin neden olduğu olumsuz dış konjonktürün de etkilemesi sonucu 1998 yılından itibaren kesiklik göstermeye başlamıştır. Böylece, uzun yıllardır aksamadan sürdürülebilen net pozitif kaynak transferi süreci, giderek yerini net negatif kaynak transferi sürecine terk etmeye başlamıştır.



Çalışmanın beşinci ve son bölümü, Türkiye ekonomisinde dış borçların kurumsal ve mali riskler eksenlerinde yönetimi, dış borç servis kapasitesinin sürdürülebilirliğinin incelenmesi ve dış borç yönetiminin geliştirilmesine yönelik olarak yeni açılımların nasıl sağlanabileceğine ilişkin irdelemelere tahsis edilmiştir. Bu bölümde pasif ve aktif dış borç yönetim yapıları açısından ülkemizdeki uygulamalar tespit edilmiş, dış borç yönetimi bağlamında hukuksal örgütsel ve kurumsal yapılar detaylı olarak analiz edilerek, özellikle borç yönetiminin koordinasyon ihtiyacını temin etmek üzere bir dış finansman komitesinin oluşturulmasının önemi vurgulanmıştır. Ayrıca, borç servis kapasitesi ölçümlerinin cari durum tespitine gidilerek, başta likidite problemleri olmak üzere bu çerçevedeki bazı önemli sorunlar ortaya konulmuştur.

Öte yandan, dış borç artışlarının önemli sebeplerinden olmak üzere çeşitli finansal risklerin boyutları tespit edilerek, söz konusu risklerden korunmak amacıyla dış borçların optimal döviz kompozisyonu (benchmark portfolio) incelenmiş ve bu süreçte çok önemli bir gelişme olarak değerlendirilmesi gereken Euro'nun rolü üzerinde durulmuştur. Beşinci bölüm, Türkiye ekonomisinde dış borç yönetimini geliştirmeye yönelik ayrıntılı bir eylem planı çerçevesinde yeni açılımların gerekliliğine dikkat çekerek tamamlanmaktadır. Çalışmanın sonunda konu ile ilgili genel bir değerlendirmenin yanısıra, dış borç yönetimi ile ilgili olarak bazı temel sorunların ve bunların aşılmasına yönelik irdelemelerin yer aldığı bir sonuç ve öneriler bölümü bulunmaktadır.

Anahtar Kelimeler: Uluslararası Finansman, Dış Borç, Dış Borç Yönetimi, Risk Yönetim Teknikleri, Türkiye Ekonomisi.

ABSTRACT**INTERNATIONAL FINANCE, EXTERNAL DEBT
MANAGEMENT AND TURKEY****Harun BAL****Ph. D. Thesis, Department of Economics****Supervisor : Prof. Dr. Muammer TEKEOĞLU****August 1999, 340 pages**

This dissertation intend to investigate and analyze the international financial relations and the external debt management problems that is experienced in Turkey and other developing countries. The main focus of our objective is to explore, risk management and institutional dimensions of the external debt problem and its management in Turkey. In this framework, in which dimensions breakthrough needed is determined.

In the context of these objectives, the study is formed by five parts. The first section centred around international finance and its concern about developing economies. In doing so, the reasons behind the needs for international finance are set forth and foreign debt mechanisms, inflow of resources to developing economies and evolution of the debts of these countries described and explored with all their details. The main inference of this section about international finance is that, developing countries are very far from realizing the desired results in practice.

The next section, investigates the passive dimensions of foreign debt management in the context of the developing economies. An extensive study; about organization, scope, functions and importance of debt management is carried out for developing countries. Moreover, institutional extensions, management units and coordination failures between those units, monitoring and measuring debt services are explored in depth. The study introduced debt management applications of eight developing countries in order to explore the problems and get comparable information between countries. The conclusion of this section is as follows: the debt management structure of developing economies is far from even the fundamental principals of debt management. Another development which

should be underlined, is the improvement of debt management with aid of international institutions in recent years.

The third section of this study assigned to “risk management” which is somewhat new dimension of debt management for developing world. In this framework, interest rate, exchange rate, metallurgic and agricultural products prices, risks and their interrelations with debt management are described. Moreover, the difficulties and necessities of new solutions are presented. Additionally, the application of “Independent Foreign Debt Management Offices” of the five leading OECD countries is taken as a role model for developing economies and the applicability of this model is discussed in detail. In conclusion, developing countries, even in the passive dimensions of their debt management, have much more problems and the need for an active foreign debt management is very urgent. Even if the Independent Foreign Debt Management Office model is not appropriate for developing economies; the need for new overtures in debt management like risk management techniques and step by step action planning is immediate.

Section four aims to explore the dynamics of international finance and foreign debt in the Turkish economy. Net resource transfers dimensions (extent) of various periods are analyzed and some sort of interrelationship is found between quantity of the external debt stocks and macroeconomic management. Especially, during the 1980’s and 1990’s, to keep a positive net resource transfers on one hand and to maintain targeted foreign debt services on the other, the foreign debt stocks of Turkey has expanded. While the public sector was influential during the 1980’s, with the integration of capital market with the world markets during 1990’s the private sector became the leading sector in the development of this process. After the debt crisis of Southeast Asian countries and because of the slumps in the world economy, this process has begun to show discontinuities after 1998. Consequently, the positive net resource transfer process which is maintained for a long period of time, has begun to leave its place to negative net resource transfer process.

The last section deals with the institutional and financial risk dimensions of foreign debt management, sustainability of foreign debt service capacity and developing foreign debt management in the Turkish economy. In this framework the study also try to convey and discuss new solutions and their extensions about foreign debt management. In this

section the applications of debt management policies are settled down from the perspective of asset and liabilities structure of debt management. Organizational and institutional structures are explored in detail and in order to prevent coordination failure, the importance and the needs for constituting a foreign financial comity is emphasized. Moreover, by measuring the current state of debt service capacities, some of the relevant problems like liquidity are set aside.

On the other hand, various sources of the rises in external debt stock are investigated and the magnitude of various financial risks are determined. In order to shield from this risk an optimal portfolio composition (benchmark portfolio) is examined, and the role of the Euro, which should be regarded as an important evolution in this process, is emphasized. The fifth part of the study ended with a detailed action plan in the context of the evolution of external debt management and the need for new overtures in the Turkish economy. At the end of the study there appear; a general conclusion in which the fundamental problems of the external debt management and the strategies for coping with these problems are explored.

Keywords: International Finance, External Debt, External Debt Management, Risk Management Techniques, Turkish Economy.

İÇİNDEKİLER

ÖZET.....	iii
ABSTRACT.....	vi
İÇİNDEKİLER.....	ix
TABLolar LİSTESİ.....	xiii
ŞEKİLLER LİSTESİ.....	xvi
GİRİŞ.....	1

BİRİNCİ BÖLÜM

ULUSLARARASI FİNANSMAN VE GELİŞMEKTE OLAN ÜLKELER.....7

1.Gelişmekte Olan Ülkeleri Uluslararası Finansman Almaya Yönelten Nedenler.....	7
2.Uluslararası Finansman ve Dış Borçlar: Çeşitleri ve İşleyişi.....	12
2.1.Dış Borçların İşleyişi.....	17
3.Dış Borçların Karakteri ve Borçlanma Mekanizmaları Arasındaki Farklar.....	18
4.GOÜ'lerde Dış Borçlanma ve Uluslararası Finansmanın Gelişimi.....	24
4.1.II. Dünya Savaşına Kadar Olan Dönem.....	24
4.2.1950'li Yıllar.....	25
4.3.1960'lı Yıllar.....	26
4.4.1970'li Yıllar.....	28
4.5.1980'li Yıllar.....	35
4.6.1990'lı Yıllar.....	43
4.7.Güney Doğu Asya Ülkelerinde Dış Borç Krizi.....	49
4.7.1.Krizin Nedenleri ve Yayılma Mekanizması.....	51
4.7.2.Kısa Vadeli Dış Yükümlülüklerdeki Hızlı Artışlar ve Yönetim Sorunları.....	54
4.7.3.Kriz Yönetimi ve Uluslararası Kurumlar.....	56
4.7.4.Dünya Ekonomisinde Daralma ve Olumsuz Bekleyişlerin Yaygınlaşması.....	60
4.7.5.GOÜ'lere Yönelik Uluslararası Finansmanda Daralma ve Maliyet Artışları.....	63
4.7.6.GOÜ'lerin Dış Borçluluk Sorunlarının Yeniden Önem Kazanması.....	65

İKİNCİ BÖLÜM

DIŞ BORÇ YÖNETİMİ VE GOÜ'LER: ORGANİZASYONU, FONKSİYONLARI VE SERVİS KAPASİTESİNİN ÖLÇÜLMESİ.....68

1.Dış Borç Yönetiminin Tanımı, Kapsamı ve Önemi.....	69
2.Dış Borç Yönetiminin Kurumsal Boyutları, Organizasyonu ve Fonksiyonları.....	76
3.Dış Borç Yönetim Birimleri ve Koordinasyonu.....	83
4.Dış Borçların İzlenmesi (Monitörü).....	88
5.Dış Borç Yönetimi, Uluslararası Kuruluşlar ve Kompüterizasyon.....	95
6.Dış Borç Yönetimi ve Borç Servis Kapasitesinin Ölçümü.....	99
6.1.Toplam Dış Borçlar/GSMH.....	102
6.2.Toplam Dış Borçlar/İhracat.....	103
6.3.Toplam Dış Borç Servisi/İhracat.....	104
6.4.Faiz Servisi/İhracat.....	104
6.5.Dış Borç Servisi/Toplam Döviz Gelirleri.....	104
6.6.Uluslararası Rezervler/Dış Borç Stoku.....	105
6.7.Dış Borç Servisi/GSMH.....	105
6.8.Dış Kaynak İhtiyacı Rasyosu.....	105
6.9.Dış Borç Birikim Rasyosu.....	106
6.10.Borç Vadesi Rasyosu.....	106
6.11.İmtiyazlı Dış Borçlar Rasyosu.....	106
6.12.Makroekonomik Likidite ve Finansman Rasyoları	107
6.13.Dünya Bankası Simülasyon Tekniği: RMSM-X Modellemesi.....	107
6.14.Dante Modellemesi.....	108
7.Bazı GOÜ'lerde Dış Borç Yönetimi Uygulamaları.....	108
7.1.Nijerya.....	109
7.2.Şili.....	110
7.3.Malezya.....	112
7.4.Maldiva.....	115
7.5.Pakistan.....	116
7.6.Meksika.....	119
7.7.Hindistan.....	124
7.8.Endonezya.....	127

ÜÇÜNCÜ BÖLÜM

GELİŞMEKTE OLAN ÜLKELER VE DIŞ BORÇ YÖNETİMİ TEKNİKLERİ: RİSK YÖNETİMİ.....130

1.Dış Borç Yönetiminde Mali Risklerin Boyutu ve Önemi.....	130
1.1.Mali Riskler ve Ortaya Çıkışları.....	131
1.2.Faiz Oranı Riskleri.....	133
1.3.Döviz Kuru Riskleri.....	135

1.4.Tarımsal ve Metalurjik Ürün Fiyatları Riskleri.....	136
2.Geleneksel Dış Borç Yönetim Teknikleri.....	138
3.Modern Dış Borç Yönetim Teknikleri.....	143
3.1.Swap İşlemleri.....	153
3.1.1.Döviz Swapı (Currency Swap).....	154
3.1.2.Faiz Swapları (Plain Vanilla Swap).....	157
3.2.Forward İşlemleri (Forward Contracts).....	161
3.3.Futures İşlemleri (Futures Contracts).....	164
3.4.Opsiyon Sözleşmeleri (Option Contracts).....	167
3.5.Opsiyon Bazlı Araçlar (Caps, Floors, Collars vb.).....	170
4.Modern Dış Borç Yönetim Tekniklerinin GOÜ'lerde Uygulanabilirliği.....	172
4.1.Risk Yönetim Tekniklerinin Kullanılabilirliği.....	176
4.2.Risk Yönetim Tekniklerinin Riskleri.....	177
4.3.Risk Yönetim Tekniklerinin Önündeki Engeller.....	181
4.4.Risk Yönetim Tekniklerinin GOÜ'ler Dış Borç Yönetimindeki Kısıtları ve Uygulama İçin Gerekli Eylem Planı.....	184
5.Modern Dış Borç Yönetimi: Kurumsal Yapılanma ve Bağımsız Dış Borç Yönetim Ofisleri.....	186
5.1.Benchmarkların Belirlenmesi.....	190
5.2.Dış Borç Yönetiminde Bazı Ülkelerdeki Uygulamalar.....	195
5.2.1.İsveç.....	195
5.2.2.İrlanda.....	196
5.2.3.Yeni Zelanda.....	197
5.2.4.Kolombiya.....	198
5.2.5.Macaristan.....	199
5.3.Modern Borç Yönetim Ofisleri Uygulamalarından Çıkarılan Bazı Sonuçlar ve OECD Ülkelerindeki Kurumsal Yapılanmalar.....	200

DÖRDÜNCÜ BÖLÜM

TÜRKİYE EKONOMİSİNDE ULUSLARARASI FİNANSMAN

VE DIŞ BORÇLARIN, NET KAYNAK TRANSFERLERİ

ÇERÇEVESİNDE TARİHSEL OLARAK İNCELENMESİ.....205

1.Türkiye Ekonomisinde Uluslararası Finansman ve Dış Borçlanmanın Önemi.....	205
2.1980 Öncesi Dönemde Uluslararası Finansman ve Dış Borçlar.....	208
3.1980 Dönüşümü ve Sonrası Dönemde Türkiye Ekonomisinde Uluslararası Finansman ve Dış Borçların Gelişimi.....	216
4.Türkiye Ekonomisinde 1990'lı Yıllar ve Uluslararası Finansmanda Dönüşümün Dinamikleri.....	222
5.IMF Yakın İzleme Anlaşması, Asya Krizi ve Dış Borçlanmadaki Gelişmeler.....	234

BEŞİNCİ BÖLÜM

TÜRKİYE EKONOMİSİNDE DIŞ BORÇLARIN YÖNETİMİ:

TARİHSEL, KURUMSAL VE RİSK YÖNETİMİ

ÇERÇEVESİNDE BİR ANALİZ.....240

1.Türkiye Ekonomisinde Dış Borç Yönetiminin Kapsamı ve Artan Önemi.....	241
2.Türkiye’de Dış Borç Yönetiminin Hukuksal ve Örgütsel Yapısı.....	244
3.Türkiye’de Dış Borç Yönetiminin Fonksiyonları	
Çerçevesinde Kurumsal Yönetimi.....	252
3.1.Dış Borçların Monitörü (İzlenmesi).....	263
3.2.Dış Borç Yönetimi, Koordinasyon ve Dış Finansman Komitesi.....	268
4.Türkiye’de Dış Borç Yönetimi ve Borç Servisi Kapasitesinin Ölçümü.....	273
5.Türkiye Ekonomisinde Dış Borç Artışlarının Diğer	
Nedenleri ve Mali Risk Yönetimi.....	279
5.1.Özel Sektör ve Risk Yönetimi.....	286
5.2.Kamu Sektörü ve Risk Yönetimi.....	287
5.3.Avrupa Para Birliği, EURO ve Türkiye’nin Dış Borçları.....	291
6.Türkiye’de Dış Borç Yönetimini Geliştirmeye Yönelik Bir Eylem Planı.....	297

SONUÇ VE ÖNERİLER.....303

BİBLİYOĞRAFYA.....324

TABLOLAR LİSTESİ

Tablo 1: Ülke Gruplarına Göre Gıda Harcamalarının % Payı ve GSYİH'ya Oranla Bireysel Tasarruf Oranları.....	8
Tablo 2: Seçilmiş Bazı Ülkelerde GSYİH'nın %'si Olarak, 1993-95 Dönemine Ait Tasarruf Oranları.....	12
Tablo 3: Orta ve Uzun Vadeli 100 Birimlik Bir Dış Kredinin İşleyişi.....	18
Tablo 4: Dış Borçlanmaya Kaynak Teşkil Eden Finansman Türleri ve Bunların Özellikleri.....	20
Tablo 5: Finansal Enstrümanlar ve Mekanizmalar.....	21
Tablo 6: Bazı Gelişmiş Ülkelerde Toplam Kamu Borçları/GSYİH Oranları (% Olarak).....	24
Tablo 7: GOÜ'lerin Aldıkları Dış Borçların Kaynakları İtibariyle Dağılımı (Milyar Dolar) (1961-1971).....	28
Tablo 8: GOÜ'lerin 1970'li Yıllarda Resmi ve Özel Kaynaklı Orta ve Uzun vadeli Dış Borçları (Milyar Dolar ve % Olarak).....	29
Tablo 9: Dış Finansman Çeşitleri Açısından Tüm Çeşitleri İle GOÜ'lerin 1970-1982 Arası Dönemde Toplam Net Kaynak Alışları (Milyar Dolar).....	30
Tablo 10: GOÜ'lerin 1970'li Yıllarda Yaptıkları Dış Borçlanmaların Mali Koşulları.....	32
Tablo 11: GOÜ'lerin Dış Borçlarının 1970'li Yıllardaki Faiz Yapıları (% Pay Olarak).....	33
Tablo 12: Bazı GOÜ'lerde Gerçekleşen Sermaye Kaçışları (Milyar Dolar) (1976-87).....	34
Tablo 13: Bazı GOÜ'lerde Dış Borçlanmanın Yapısı (1973-1989).....	36
Tablo 14: 1980'li Yıllarda GOÜ'lere Yönelik Net Uzun Dönem Finansman Akışları (Milyar Dolar).....	40
Tablo 15: Çok Borçlu Ülkelere Yıllık Ortalama Toplam Net Kaynak Akışları (Milyar Dolar) (1980-88).....	41
Tablo 16: 1980'li Yıllarda GOÜ'ler Dış Borç Stoklarının Gelişimi (Milyar Dolar).....	42
Tablo 17: 1990'lı Yıllarda GOÜ'lere Yönelik Net Uzun Dönem Uluslararası Finansman Akışları (Milyar Dolar).....	45
Tablo 18: 1990'lı Yıllarda GOÜ'lere Yönelik Net Uzun Dönem Uluslararası Finansman Akışları (% Olarak).....	44
Tablo 19: Özel Kaynaklı Dış Finansman Akışlarının GOÜ'ler Arasındaki Dağılımı (Milyar Dolar ve % Olarak).....	46
Tablo 20: Bazı Asya Ülkelerinde Dış Banka Kredileri (1996 sonu - Milyar Dolar).....	50
Tablo 21: Bazı Asya Ülkelerinde 4 Temmuz 1997 - 19 Aralık 1997 Tarihleri Arasında Yaşanan Devalüasyon Oranları (% olarak).....	52
Tablo 22: Bazı Doğu Asya Ülkelerinde Dış Borçların Yapısı (1990-1996) (Milyar Dolar ve % Olarak).....	56
Tablo 23: GOÜ'lere ve Asya Ülkelerine Yönelik Sermaye Akışları(1994-99).....	65
Tablo 24: GOÜ'lerde Dış Borçların Gelişimi (Milyar Dolar) (1990-97).....	65
Tablo 25: Bazı GOÜ'lerin Toplam Dış Borç Stoklarındaki Gelişmeler(1990-1998).....	66

Tablo 26:GOÜ'lerde Dış Borçluluk Göstergeleri ve Borç Anlaşmalarına İlişkin Bazı Ortalama Değerler.....	67
Tablo 27:Dış Borç İzleme Zorlukları: Problemler ve Sebepleri.....	89
Tablo 28:Bazı GOÜ'lerde Kullanılan Bilgisayar Tabanlı Dış Borç Yönetim Sistemleri.....	98
Tablo 29:Dünya Bankası Standartları Çerçevesinde Çeşitli GOÜ'lerin Dış Borçluluk Sınıflandırması.....	101
Tablo 30:1978-83 Döneminde Artan Faizlerin GOÜ'ler Net Faiz Ödemeleri Üzerine Etkisi.....	133
Tablo 31:GOÜ'ler Orta ve Uzun Vadeli Dış Borçlarının Döviz Kompozisyonu (1970-1995) (% Olarak).....	135
Tablo 32:1989-1995 Döneminde GOÜ'ler Dış Borç Stoklarında Çapraz döviz Kurlarındaki Değişmelerin Meydana Getirdiği Artış, Azalış ve Net Etkiler.....	136
Tablo 33:Modern Dış Borç Yönetim Teknikleri Çerçevesinde Kullanılan Hedging Enstrümanları ve Temel Özellikleri.....	150
Tablo 34:Seçilmiş Bazı Türevsel Finansal Enstrümanlar (Futures ve Opsiyonlar) İçin Piyasa İşlem Hacimleri (İtibari Değer Olarak Stoklar) (Milyar Dolar).....	152
Tablo 35:Seçilmiş Bazı Türevsel Finansal Enstrümanlar (Swaplar ve Faiz Oranı Opsiyonları) İçin Piyasa İşlem Hacimleri (İtibari Değer Olarak Stoklar).....	152
Tablo 36:Döviz Swapı İşlemi İçin Bir Örnek Uygulama.....	156
Tablo 37:Faiz Swapı ve Fon Akımları.....	159
Tablo 38:Faiz Tavanları (caps), Faiz Tabanları (floors) ve Faiz Kuşakları (collars) Teknikleri.....	171
Tablo 39:Forward, Futures, Opsiyon ve Swap Piyasalarında Likidite.....	172
Tablo 40:Çeşitli Ülkelerde Toplam Devlet Borç Stokları İçinde Dış Borçların % Payları (1996 Yılı İtibariyle).....	187
Tablo 41:Avusturalya'da Dış Borç Döviz Kompozisyonu Benchmark'ları (1996).....	192
Tablo 42:İsveç'te Fiili ve Benchmark Döviz Kompozisyonları (31 Ağustos 1996 İtibariyle) (%Olarak).....	192
Tablo 43:OECD Ülkelerinde Borç Ofislerinin Kurumsal Yapısı: Bağımsız Borç Ofisleri.....	203
Tablo 44:OECD Ülkelerinde Borç Ofislerinin Kurumsal Yapısı: Merkez Bankası Bünyesindeki Borç Ofisleri.....	203
Tablo 45a:OECD Ülkelerinde Borç Ofislerinin Kurumsal Yapısı: Maliye Bakanlığı İçindeki Borç Ofisleri.....	203
Tablo 45b:OECD Ülkelerinde Borç Ofislerinin Kurumsal Yapısı: Maliye Bakanlığı İçindeki Borç Ofisleri.....	204
Tablo 46a:OECD Ülkelerinde Borç Ofislerinin Kurumsal Yapısı: Hazine İçindeki Borç Ofisleri.....	204
Tablo 46b:OECD Ülkelerinde Borç Ofislerinin Kurumsal Yapısı: Hazine İçindeki Borç Ofisleri.....	204
Tablo 47:Çeşitli Ekonomilerde Finansal Sistem ve Kamu Borçlarının Boyutları (1995 Verileri, % olarak).....	206
Tablo 48:Türkiye ekonomisinde 1950-1998 Döneminde GSMH Büyüme Hızları, Yurt İçi Tasarruflar, Sabit Sermaye Yatırımları ve Kaynak Dengesinin Gelişimi (Cari Fiyatlarla) (% Olarak).....	207

Tablo 49:Türkiye Ekonomisinde 1960-69 Döneminde Alınan Toplam Dış Krediler ve Ödenen Toplam Dış Borçlar.....	212
Tablo 50:1970'li Yıllarda Türkiye Ekonomisinde Dış Borçların Gelişimi (Milyon Dolar).....	214
Tablo 51:1978-1984 Döneminde GOÜ'lerde Yaşanan Dış Borç Ertelemeleri ve Türkiye'nin Konumu (Milyon Dolar ve Yüzde Olarak).....	215
Tablo 52:1984-1989 Döneminde Sağlanan Program ve Proje Kredileri (Milyon Dolar).....	218
Tablo 53:1984-1989 döneminde Dış Borç Stokunun Gelişimi (Milyon Dolar).....	219
Tablo 54:Türkiye Ekonomisine Yönelik Toplam Net Kaynak Akışları ve Net Transferler (Uzun Dönem) (Milyon Dolar).....	222
Tablo 55:1990'lı Yıllar Türkiye Ekonomisinde Kamu Kesimi Borçlanma Gereği ve Bunu Oluşturan Unsurların Toplam İçindeki %Payları.....	224
Tablo 56:Türkiye Ekonomisine Yönelik Sıcak Para Hareketleri (Milyon Dolar).....	229
Tablo 57:1990'lı Yıllarda Türkiye Ekonomisinde Kredi Kullanımları ve Tahvil İhraçları (Milyon Dolar) (Borçlanıcılara Göre).....	231
Tablo 58:1990-1998 Döneminde Dış Borç Stokunun Gelişimi (Milyon Dolar ve % Olarak).....	232
Tablo 59:Türkiye Ekonomisinin Dış Borçlanma dışında Diğer Uluslararası Finansman Gelirleri (Milyon Dolar).....	234
Tablo 60:1996-1998 Dönemi Türkiye Ekonomisinde Talep Unsurlarındaki Gelişmeler (Bir Önceki Yılın Aynı Dönemine Göre % Değişim).....	236
Tablo 61:Dış Borçlanma Maliyetlerinde 1998 Yılındaki Artışlar (Spread, Baz Puan Olarak).....	238
Tablo 62:Hazine Tarafından Üstlenilen Garantili Dış Borçlar (Milyon Dolar).....	247
Tablo 63:Türkiye'de Devlet Bütçelerinin Başlangıç ve Ek Ödenek Yapıları (% Fark Olarak).....	250
Tablo 64:Türkiye'nin Askeri Dış Borçları (Milyon Dolar).....	267
Tablo 65:Borçlulara Göre Türkiye'nin Dış Borç Stoku (Milyon Dolar) (1996-1998).....	274
Tablo 66:Alacaklılara Göre Türkiye'nin Dış Borç Stoku (Milyon Dolar) (1996-1998).....	275
Tablo 67: 1996-1998 Dönemine Ait Dış Borç Rasyoları (% Olarak).....	277
Tablo 68:Orta ve Uzun Vadeli Dış Borç Geri Ödemeleri Projeksiyonu (Milyon Dolar).....	278
Tablo 69:Dış Borçlarımızda Yapılan Ayarlamalar (1980-1993) (Milyon Dolar).....	282
Tablo 70:Kur Farklarının Dış Borç Stoku Üzerindeki Etkileri (1984-1998) (Milyon Dolar).....	283
Tablo 71:Euro Çevrim Oranları.....	292
Tablo 72:1999 Yılı İçinde Euro-Euro Cinsinden Çeşitli Ülkelerin Tahvil İhraçları ve Mali Koşulları.....	295

ŞEKİLLER LİSTESİ

Şekil 1:Tasarruf, Yatırım ve Büyüme İlişkisi.....	9
Şekil 2:Dünya Bankası Tasnif Şekli İtibariyle Dış Borç Stoku ve Unsurları.....	15
Şekil 3:Dış Borçların Genel İşleyiş Mekanizması.....	17
Şekil 4:Negatif Kaynak Transferi Sorunu İle Karşılaşan GOÜ'lerde Negatif Hızlı Büyüme Süreci.....	42
Şekil 5:Friedman Kaynak-Harcama Matriksi.....	73
Şekil 6:Dış Borç Yönetiminin Fonksiyonel Sınıflandırması.....	80
Şekil 7:Dış Finansman Komitelerinin Genel Kompozisyonu.....	87
Şekil 8:Dış Borç Yönetimi ve Kompüterizasyon.....	97
Şekil 9:Döviz Swapı İşlemleri.....	156
Şekil 10:Faiz Swapı İşlemleri.....	160
Şekil 11:Toplam Net Kaynak Akışları ve Net Transferlerin Belirlenmesi (Uzun Dönemli).....	222
Şekil 12:1990'lı Yıllarda Türkiye Ekonomisinde Dış Borçların Artış Dinamikleri.....	230
Şekil 13:Hazine Müsteşarlığı Kamu Finansmanı Genel Müdürlüğü Fonksiyonel Örgütlenme Yapısı.....	259
Şekil 14:Hazine Müsteşarlığı Dış Ekonomik İlişkiler Genel Müdürlüğü Fonksiyonel Örgütlenme Yapısı.....	262
Şekil 15:Türkiye Ekonomisinin Döviz Cinsinden Gelir ve Giderlerinin Kompozisyonu.....	285

GİRİŞ

Uluslararası finansman, ülkeler arasındaki çeşitli türden finansal akımların ve işlemlerin nitelendirilmesinde kullanılan genel bir kavramdır. Dış borçlanma ise söz konusu akımlar içerisinde borçluluk ilişkisine neden olan ve belirli süreler sonunda iade edilmeyi gerektiren çeşitli finansal işlemlerdir. Uluslararası finansman gerek gelişmiş gerekse Gelişmekte Olan Ülke (GOÜ)'lerin ve bu ülkelerdeki ekonomik birimlerin tamamını çeşitli boyutlarıyla ilgilendirmektedir. Dış borçlanma ise asıl itibariyle GOÜ'leri ve çoğunlukla da bu ülkelerdeki kamu sektörlerini ilgilendiren bir yapı olarak karşımıza çıkmaktadır.

Gelişmiş ülkelerde bağlamında borç stokları GOÜ'lere kıyasla çok daha yüksek olmakla beraber (sözgelimi ABD'nin kamu sektörü borç stoku 1997 yılı itibariyle beş trilyon dolar civarındadır), bu ülkelerin sahip oldukları derin ve likit piyasalar sayesinde bir yandan dış borçlanmaya gerek kalmamakta, diğer yanda da bunların idareleri ve refinance edilebilmeleri daha kolay bir şekilde yapılabilmektedir. Dolayısıyla, gelişmiş ülkeler kamu sektörleri bağlamında genellikle dış borç ve bunların yönetimi sorunlarından söz edilemez. Bu ülkeler için borç stokları denildiğinde kastedilen iç borçlar olup, yönetimi ise çoğu kez bunların refinance edilme ve yeni borçlanma süreçleri olarak karşımıza çıkmaktadır.

Halbuki, GOÜ'ler için uluslararası finansman ve dış borçlar ekonomik kalkınma sürecinde kullanılması kaçınılmaz olan ve yurtiçi sermaye birikimini desteklemesi amacıyla kullanılması gereken kaynaklardır. Gelişmiş ve GOÜ'ler ekonomileri arasındaki yapısal farklılıklar finansman taleplerini farklı boyutlara taşıdığı gibi, bunların kullanım şekillerini de zorunlu olarak farklılaştırmaktadır.

GOÜ'ler, üretim ve gelir kapasiteleri açısından ekonomik gelişme süreçlerini arzu edilen seviyelere getirebilme imkanına yeterince sahip değildirler. Azgelişmişliğin hem nedeni hem de sonucu olarak nitelendirilebilecek bu durum, GOÜ'leri uluslararası finansmanların çeşitli şekillerini kullanmaya sevk etmektedir. Gelişmiş ülkeler ve kurumları ise sahip oldukları sermaye birikimlerinin bir bölümünü bu süreci desteklemek ve atıl fonlarına mobilite kazandırabilmek amacıyla GOÜ'lere yöneltmektedirler. GOÜ'lerin gelir ve üretim kapasitelerindeki artışların gelişmiş ülkeler üretim süreçlerini destekleyici boyutları ve

finansmanların daha yüksek gelir elde edebilme imkanları bu açıdan gerekli motivasyonları sağlamaktadır.

GOÜ'ler zayıf ekonomik performansları ve kredibilite açısından karşı karşıya oldukları çeşitli açmazlar nedeniyle söz konusu finansmanların gerek borçluluk ilişkisi doğuran (dış borçlar gibi), gerekse dış borçluluk ilişkisi doğurmayan (portföy ve doğrudan yatırımlar gibi) şekillerine kolayca ulaşamazlar. Karşı karşıya kalabilecekleri risklerin büyüklüğünü öne süren finansörler bu sebeple çeşitli türden taleplerde bulunmakta, finansmanları tayinlamaya tabi tutabildikleri çeşitli uygulamaların yanı sıra, bunu yapmadıkları diğer durumlarda da ilave risk primleri uygulamalarına gitmektedirler. Bu uygulamalar gelişmiş ülkelerde sermayenin fiyatının sadece yüksek oldukları konjonktürde değil son derece düşük olabildiği çeşitli durumlarda dahi söz konusu olabilmektedir.

GOÜ'lerin uluslararası finansman ve dış borçlanmalar ile ilgili olarak karşılaştıkları bu ve benzeri sorunlar gelişmiş ülkeler ve bu ülkelerin yönetimindeki çeşitli uluslararası kurumlar tarafından çözülmeye çalışılmaktadır. Böylece bir yandan bu ülkelerin ekonomik kalkınma süreçlerini finanse edebilecek çeşitli finansal akımların artırılması sağlanmaya çalışılmakta, diğer yandan ise söz konusu fonların gerektiği şekilde etkin ve rasyonel olarak bu ekonomilere enjekte edilmesine çalışılmaktadır. Ayrıca, söz konusu fonların geri dönebilme güvenilirliği sağlanmaya çalışılırken, gelişmiş ülkeler ekonomileri ile finansal piyasalarını olumsuz etkilemeyecek türden bir gelişim süreci elde edilebilmesine yönelik politikalar izlenmektedir.

GOÜ'ler-uluslararası finansman ilişkileri uzun dönemlerden bu yana yukarıda söz konusu edilen süreç çerçevesinde bir gelişme göstermektedir. Bununla beraber GOÜ'lerin uluslararası finansman ve bu bağlamda dış borçlanmalardan elde edebilmeyi umdukları çeşitli türden ekonomik sonuçlar pratikte istenilir düzeyde gerçekleşme gösterememiştir. Bir yandan GOÜ'lerin kendi içsel sorunları (Makro ekonomik yönetimde başarısızlıklar gibi), diğer yandan uluslararası finansmanın kompleks karakteri ve bunların yanı sıra konjonktürel olarak ortaya çıkan çeşitli türden sorunlar, arzu edilen gelişmelerin aksine GOÜ'lerde yaygın borç krizleri ve refah gerilemeleri sorunlarının yaşanmasına neden olmuştur.

Yaşanılan bu sorunlar gerek gelişmiş ülkeler ve bu ülkelerin yönetimindeki uluslararası mali kurumlar gerekse, GOÜ'ler açısından ortaya koyduğu çeşitli türden derslerle

bu konularla ilgili olarak yeni açılım ve ve politika değişikliklerini gündeme getirmiştir. Söz konusu açılımların önemli bir boyutu GOÜ'lerdeki makro ekonomik yönetim ve izlenen gelişme stratejilerinin gözden geçirilip yeni boyutlara taşınması ile ilgili olarak ortaya çıkarken, diğer yandan da bu ekonomilerin söz konusu uluslararası finansmanları ve bu bağlamda bış borçları etkin etkin olarak yönetebilmeleri için kurumsal ve organizasyonel boyutlarda değişikliklere gitmeleri ile ilgili olarak ortaya çıkmıştır.

Bu bağlamda GOÜ'ler dış borç yönetimlerinin geliştirilmesi ve rasyonel esaslar dahilinde yönetilmesi söz konusu yeni arayışların en önemli noktaları arasında bulunmaktadır. Hem GOÜ'ler hem de uluslararası kurumlar 1980'li yılların başlarından bu tarafa konuyla ilgili olarak önemli atılımlar yapmaya çalışmaktadırlar. Bu atılımların 1980'li yıllardaki boyutları esas olarak dış borç yönetimlerinin pasif yapısının kurulması ile ilgili olmuştur. 1990'lı yıllarda ise bu konuda atılacak adımların ikinci halkası olarak dış borç yönetimlerinin aktif yapıya kavuşturulabilmesi ön plana çıkarılmaktadır. Her iki boyut birbirini destekleyici olup, GOÜ'ler uluslararası finansman ilişkilerinin yeniden ve sağlıklı esaslar dahilinde yürütülebilmesinde önemli ölçüde yararlı olabilecek gelişmeler olarak görülmektedir.

Türkiye ekonomisi bir GOÜ olması ve gelişme sürecinin dış kaynaklarla desteklenmesi ihtiyacı gereği yukarıda sözü edilen gelişmelerin çeşitli boyutlarından, genellikle GOÜ'lerin genel trend yapıları bağlamında etkilenmiştir. Çeşitli dönemlerde karşı karşıya kaldığı dış borç sorunları sebebiyle bu sürecin gerektirdiği dönüşümleri yapmak zorunda olmasına rağmen, bu konuda istenilir düzey ve yoğunlukta gelişmelerden genellikle uzak kalmıştır. Halbuki bu süreci en yakından analiz etmesi ve gerekli dönüşümleri gerektiği şekilde yerine getirebilmesi ülkemiz açısından fevkalade önemlidir.

Ülkemizde bu konularla ilgili olarak bilimsel çalışma ve eserlerin yetersizliği sözkonusudur. Sınırlı sayıdaki araştırma hariç tutulursa, çoğu kez birbirinin tekrarı ve sadece genel esaslar çerçevesindeki inceleme ve analizlerin yaygınlık arzettiği görülmektedir. Sözkonusu inceleme ve analizler kurumsal ve organizasyonel yapı ile çeşitli ülke ekonomileri boyutlarındaki araştırmaları ise neredeyse tamamen ihmal etmiş durumdadır.

Dolayısıyla, ülkemizde bu konuları bilimsel olarak irdelleyecek araştırmalara ihtiyaç söz konusu olup, bu konular ile ilgili olarak yapılacak her katkı ülkemiz ekonomisindeki uluslararası finansman ve dış borçlar ile ilgili sorunların rasyonel esaslar dahilinde

çözülebilmesine yardımcı olacağı sebebiyle önemlidir. Araştırmamız bu ilkeler çerçevesinde GOÜ'ler uluslararası finansman ilişkileri ile bu bağlamda dış borçlar ve yönetimi konusunu çeşitli yönleriyle inceleme ve analiz etmek üzere organize edilmiş beş bölümden oluşmaktadır.

Çalışmanın ilk bölümü, uluslararası finansman-GOÜ'ler ilişkisinin inceleme ve analizi ile ilgilidir. Bu bölüm çerçevesinde söz konusu ilişkilerin gerek finansal akımlar gerekse dış borçlar boyutları bir bütün olarak inceleme ve analize tabi tutulacaktır. Uluslararası finansmanın kompleks doğası ve GOÜ'ler bağlamında gelişme süreçleri ile neden olabildiği çeşitli türden ekonomik sonuçlar ortaya konulmaya çalışılacaktır. Bu çerçevede GOÜ'leri uluslararası finansmana sevkeden sebepler teferruatlı teorik analizlere girilmeksizin açıklanacak, dış borçlanma süreçlerinin çeşitleri, işleyişleri ve borçlanma mekanizmaları arası farklılıklar tespit edilecektir. GOÜ'lere yönelik uluslararası finansman akışlarının ve sonuçlarının tüm detaylarıyla ele alınacağı bu bölüm son yılların en önemli ekonomik gelişmeleri arasında yer alan Uzak Dogu Asya ülkeleri dış borç krizi ve etkilerini de ortaya koymaya çalışacaktır.

Çalışmanın ikinci ve üçüncü bölümleri GOÜ'ler-dış borç yönetimi işlemleri üzerine odaklanmış olup, çeşitli inceleme ve analizlerin yapılmasına çalışılacaktır. İkinci bölüm asıl itibariyle dış borç yönetiminin pasif boyutlarının irdelemesini yapmaktadır. GOÜ'lerin bu alanda yaşadıkları çok yoğun ve çeşitli türden sorunlar nedeniyle uluslararası mali kurumların talep, tavsiye ve yol göstericiliğinde 1980'li yıllarla birlikte önemli gelişmeler söz konusu olmuştur. Dış borç yönetiminin pasif boyutlarının oluşturulması olarak ifade edebileceğimiz bu gelişmeler aslında çok önemli olmakla beraber literatürde genellikle bu konuların ihmal edildiği ve yeterince üzerinde durulmadığı görülmüştür.

Çalışmanın ikinci bölümü konu ile ilgili olarak çeşitli boyutları ortaya koymaya çalışmaktadır. Bu çerçevede sırasıyla; dış borç yönetimi kavramı, kapsamı, organizasyonu, fonksiyonları ve kurumsal boyutları, yönetim birimleri ve bunlar arasındaki koordinasyon, dış borçların monitörü ve borç servis kapasitesi ölçümleri ayrıntılı olarak irdelenecektir. Ayrıca, çeşitli ülke örnekleri mukayese edilebilir detaylı bilgilerin verilebilmesi amacıyla ele alınacak ve incelenecektir.

Üçüncü bölüm ise dış borç yönetiminin GOÜ'ler bağlamında son derece yeni sayılabilecek farklı bir boyutu üzerine odaklanmıştır. Aktif dış borç yönetiminin oluşturulmasına ilişkin çeşitli bilgiler aktarılacak, var olan yapı ile ihtiyaç duyulan yapı arasındaki farklılıkların ortaya konulmasına çalışılacaktır. Bu bağlamda varlık-yükümlülük yönetimi teknikleri (Asset-Liability Management)'nin ve bu çerçevede modern risk yönetim tekniklerinin dış borç yönetiminin aktif hale getirilebilmesindeki rolleri üzerinde durulacaktır. GOÜ'lerin dış borçluluk sorunlarının son dönemlerdeki en önemli boyutlarından birisi olan risk yönetimi ve bu konuda uygulanabilecek çeşitli risk yönetim teknikleri detaylı olarak teşhir edilecek ve dış borç yönetiminde uygulanabilirliği tartışılacaktır.

Ayrıca, 1990'lı yıllarda çeşitli OECD ülkelerinin dış borç yönetimi konusunda elde ettikleri başarılar ve bunu belirleyen kurumsal yapılanma şekilleri de bu bölüm içerisinde ayrıntılı olarak incelenecektir. Söz konusu gelişmeler tüm boyutlarıyla olmasa dahi bazı açılardan GOÜ'lerin dış borç yönetimlerini geliştirebilmelerinde yol gösterici olabilecek açılımlar sunmaktadır. Bu sebeble söz konusu yeni uygulamalar, bunları hayata geçirebilmiş çeşitli ülke örnekleri çerçevesinde ortaya konulmaya çalışılacak, GOÜ'lerin bu konu ile ilgili olarak almaları gereken dersler ve uygulamaya koymaları gerekli eylem planı ile ilgili olarak çeşitli irdelemeler söz konusu edilecektir.

Çalışmanın ilk üç bölümü GOÜ'ler bağlamında bir bütün olarak uluslararası finansman ve dış borç yönetim konularını incelemekte ve çeşitli türden sonuçlar ile gerekli bazı dönüşümlerin ortaya konulmasına çalışılmaktadır. Dördüncü ve beşinci bölümler ise söz konusu olguları Türkiye ekonomisi bağlamında ele alarak, ülkemiz açısından bu yöndeki sorunları ortaya koymak ve yeni açılımlar sunmak amacını taşımaktadır.

Bu bağlamda çalışmanın dördüncü bölümü, Türkiye açısından uluslararası finansman ve dış borçlanmalar ile ilgili olan temel dinamikleri inceleme ve analiz etmeyi amaçlamaktadır. Bu çerçevede sırasıyla; Türkiye ekonomisi açısından uluslararası finansman ve dış borçlanmanın önemi ve bunların dönemsel olarak gelişim trendleri net kaynak transferleri çerçevesinde irdelenecek, temel dinamikleri ortaya konulmaya çalışılacaktır. Dış borç stokundaki hızlı artışların açıklanmasına ilişkin çeşitli analizler yapılmaya çalışılırken, 1997 yılından itibaren ortaya çıkan global krizin ülkemiz dış borçlanmaları açısından etkileri üzerinde de detaylı olarak durulacaktır.

Çalışmanın beşinci bölümü ise, Türkiye ekonomisinde dış borçların yönetimine ve bu alanda yaşanan çeşitli türden sorunların incelenmesi ile yeni açılımların nasıl sağlanabileceğine ilişkin irdelemelere tahsis edilmiştir. Bu konularla ilgili olarak Türkiye ekonomisini ilgilendiren her seviyedeki çeşitli türden inceleme ve analizlerin önemli bir gereksinim olduğu ve yine önemli bir boşluğu doldurabileceği gerçeğine karşın, bu konudaki nitelikli araştırmaların çok az sayıda olması söz konusudur. Dolayısıyla, konuya verilmesi gereken önem ile araştırma eksikliğinin ilginç bir tezatlık oluşturduğu rahatlıkla ifade edilebilir. Çalışmanın beşinci bölümü bu açılardan söz konusu eksiklik ve boşluğun doldurulmasına bir katkı yapmak amacını gütmektedir.

Bu bölümde, pasif ve aktif dış borç yönetim yapıları açısından ülkemizdeki uygulamalar incelenecek ve dış borç yönetimi ile ilgili olarak hukuksal, örgütsel ve kurumsal yapı tüm detaylarıyla sorgulanmaya çalışılacaktır. Ayrıca, borç servis kapasitesi ölçümlerinin Türkiye ekonomisi açısından cari durum tespitine gidilecek ve bu çerçevedeki bazı sorunlar da ortaya konulmaya çalışılacaktır. Dış borç artışlarının fiili kullanımlar haricinde ciddi artışlar göstermesine neden olan faktörler deaylı olarak ele alınacaktır. Bu çerçevede mali risk ve aktif dış borç yönetiminin gerek kamu sektörü gerekse özel sektör açılarından önemi ve var olan uygulamaları ortaya konulurken, Euro'nun bu süreçteki yeri, önemi, etkileri ve dış borçların optimal döviz kompozisyonunun (benchmark portfolio) elde edilmesi sürecindeki yeri de detaylı olarak irdelenecektir.

Çalışmanın bu bölümü cari yapı çerçevesinde ülkemizdeki dış borç yönetiminin pasif ve aktif boyutlarıyla ilgili olarak geliştirilmesine yönelik bir eylem planının nitelikleri üzerinde duracak ve bu konuda yeni bazı açılımların gerekliliğine dikkatleri çekerek tamamlanacaktır. Çalışmamız konu ile ilgili olarak genel bir değerlendirmenin yanısıra, ülkemizde dış borç yönetimi ile ilgili olarak bazı temel sorunların ve bunların aşılmasına yönelik irdelemelerin yer aldığı sonuç ve öneriler bölümü ile tamamlanacaktır.

BİRİNCİ BÖLÜM

ULUSLARARASI FİNANSMAN VE GELİŞMEKTE OLAN ÜLKELER

Uluslararası finansman Gelişmekte Olan Ülke (GOÜ)'ler için kaçınılmaz olduğu kadar sorunlarla dolu bir süreç olarak kendisini göstermektedir. GOÜ'ler açısından 20. Yüzyıl tecrübeleri bu açıdan sayısız örnekler sunmaktadır. Özellikle dış borçluluk sorunları ve çeşitli dönemlere ait “hakim gelişme paradigmaları” çerçevesinde ortaya çıkan uluslararası borçluluk sorunları bu açıdan dikkate değerdir. Dünya Bankası uzmanlarından Lessard (1986) uluslararası finansmanı GOÜ'ler için iki kenarlı keskin bir kılıca benzetirken, bu kılıcın hem büyük bir potansiyel refah kaynağı, hem de büyük tehlikeler içerebilen bir araç olarak değerlendirilmesi gerektiğine dikkat çekmiştir.

Bu çalışma, Lessard (1986)'ın uluslararası finansmanı inceleme ve analiz etme yönteminden hareket etmekte ve uluslararası finansmanın GOÜ'ler bağlamında kompleks doğası ve gelişme süreçleri ilk bölümün içeriğini oluşturmaktadır. Bu çerçevede GOÜ'leri uluslararası finansmana sevk eden sebepler, dış borçlanma süreçlerinin çeşitleri, işleyişi ve borçlanma mekanizmaları arası farklar ile GOÜ'lere yönelik uluslararası finansman akışlarının konjonktürel analizi detaylı olarak ele alınmaktadır. Ayrıca, 1997 yılından itibaren başlayan Güney Doğu Asya ülkeleri dış borç krizi ve uluslararası finansman ile, dış borçluluk göstergeleri açısından GOÜ'lerdeki fiili durumun tespiti de bu bölümün konuları arasındadır.

1.Gelişmekte Olan Ülkeleri Uluslararası Finansman Almaya Yönelten Nedenler

Dünya Bankası, ülkeleri ekonomik gelişme durumlarına göre sıralarken, kişi başına geliri 785 dolar veya altında olanların düşük gelirli, 785 dolar ile 3125 dolar arasında olanları düşük-orta gelirli, 3126 ile 9655 dolar arasında olanları yüksek-orta gelirli ve 9655 dolar ve yukarısı olan ülkeleri yüksek gelirli ülkeler grubuna dahil etmektedir. Bu sınıflandırmada ilk üç gruba giren ülkeler GOÜ'ler, dördüncü grup ülkeler ise gelişmiş ülkeler olarak tanımlanmaktadır (World Dev. Report, 1999, s.251). GOÜ'lerin temel hedefi gelişmiş ülkeler ile aralarındaki farkları istikrarlı bir çizgide ortadan kaldırmaktır.

Günümüzde GOÜ'ler dünya üzerindeki ülkelerin büyük çoğunluğunu (Dünya Bankası 136 ülkeyi bu grup içerisinde değerlendirmektedir), gelişmiş ülkeler ise, az sayıdaki bir ülke grubunu kapsamaktadır. Global tasarrufların yaklaşık olarak %80'i yüksek gelirli ülkeler tarafından, üçte ikisi ise, yedi sanayileşmiş (G-7'ler) ülke tarafından gerçekleştirilmektedir (Aktan, 1993). Bu durum, iktisadi kalkınmanın finansmanı bağlamında GOÜ'ler önündeki en önemli açmazlardan birisi olarak kendini göstermektedir.

Tablo 1: Ülke Gruplarına Göre Gıda Harcamalarının % Payı ve GSYİH'ya Oranla Bireysel Tasarruf Oranları

Ülke Grupları	Gıda Harcamalarının Toplam Harcamalar İçindeki % Payı	GSYİH'nın Oranı Olarak Bireysel Tasarruf Oranları
Düşük Gelirli Ülkeler	55.6	11.2
Düşük-Orta Gelirli Ülkeler	32.1	16.7
Yüksek-Orta Gelirli Ülkeler	30.5	19.5
Yüksek Gelirli Ülkeler	13.0	20.0

Kaynak: Ostry ve Reinhart; Saving and Real Interest Rate in Developing Countries, Finance and Development, December 1995, s.17.

Tablo 1'den görüleceği üzere, GOÜ'ler gelir seviyelerinin yetersizliği nedeniyle toplam harcamalarını gıda vb. birincil ihtiyaçlar üzerinde yoğunlaştırırken düşük oranlarda tasarruf yapabilme imkanına sahip olmaktadır. Bu ise, söz konusu ülkelerde genel refah artışı, istihdam olanağı, servet ve gelir dağılımının iyileştirilmesi, konut-haberleşme, alt yapı ve insan gücü kaynaklarının geliştirilmesi için gerekli tesisler gibi kalkınma amaçları üzerinde engeller oluşturmaktadır (Thirlwall, 1980, s.13). GOÜ'lerin iktisadi kalkınmalarının finansmanındaki bu önemli açmaz, izlenilen hatalı iktisat politikaları sebebiyle şu önemli sorunlara da yol açmaktadır.

-Sermaye kaçışları ortaya çıkmaktadır. Çeşitli sebeplerle oluşabilen sermaye kaçışlarının en önemli sonucu yurt içi sermaye birikimine vurduğu darbe olup, bu durum bir çok GOÜ'de 1980'li yıllarda dışarıdan gelen sermayenin yarısından fazlasının etkisiz hale gelmesine yol açmıştır (Dooley, 1988, s.3).

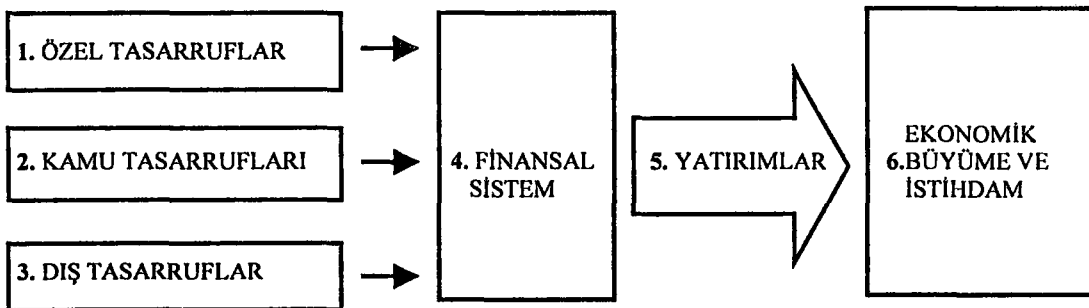
-Tasarruf oranlarını yüksek tutan GOÜ'ler dahi, bunların uygun sahalara enjekte olabilmesi sorunu ile karşı karşıyadırlar. Yüksek oranlı tasarruf-yatırım seviyelerine sahip eski Doğu Bloku ülkelerinin karşı karşıya kaldıkları sorunlar ve finansal piyasaları yeterince gelişmemiş olan ülkeler bu durumun en tipik göstergesidir. Bu açıdan (Drucker, 1991)'e göre Sovyet usulü planlamacılık, savaş sonrası dönemin kalkınma araçları açısından en berbat yenilgisidir.

-Gösteriş tüketimi GOÜ'ler için diğer bir önemli sorun olup ekonomilerin tasarruf güçlerinde azalmalara neden olmaktadır (Savaş, 1986, s.28 ; Gürbüz, 1995, s.37).

Sıraladığımız bu faktörler GOÜ'ler için iktisadi kalkınmanın finansmanında iç tasarrufların yetersizliği kadar bunların gerektiği şekilde değerlendirilebilemediği konusunu da ön plana çıkarmaktadır. Nitekim Friedman, GOÜ'lerin iktisadi kalkınmalarının önündeki en önemli engelin "kaynak tahsisi" yetersizliği olduğunu vurgular. Ona göre, gelişme sürecinde bir ülkedeki kaynakların etkin dağılımı, bunların elde edilmesinden çok daha önemlidir (Akt.; Şimşek, 1996, s.68). Öte yandan, GOÜ'ler iç tasarruflarının yetersizliğinin yanı sıra kalkınma sürecinde ihtiyaç duydukları yatırım malları temininde döviz açığı sorunu ile de karşı karşıya bulunmaktadır. İç tasarruf oranları yüksek oranlı ülkeler dahi bu bağlamda bir döviz açığı sorunu ile karşı karşıyadır.

"İkili açık analizi" olarak literatürde yer edilen bu yaklaşım, dış kaynakların bir yandan ülke içi kaynaklara destek olma, bir yandan da ithalat yetersizliğinin büyümeyi engelleyen hakim faktör olduğu durumda döviz kaynaklarını artırma gibi ikili bir role sahip olduğunu vurgular (Thirlwall, 1980, s.15) (İkili açık analizi bir çok ülkenin uluslararası finansman ihtiyacının tespitinde kullanılan yararlı bir çerçeve çizmiş olup, Türkiye ekonomisi üzerine bir uygulama için Bkz. Heycock ve Eroğlu, 1997, s.1-32).

Bu nedenlerle uluslararası finansman GOÜ'lerin hızlı bir ekonomik gelişme gösterebilmeleri için ve açıkların kapatılabilmesinde bir alternatif olarak karşımıza çıkmaktadır. Uluslararası finansman bu ülkelerin yatırımları ve tüketimleri için kendi içsel kaynaklarından daha fazlasını yapabilme imkanı vermektedir. Bu alternatifin dünya üzerinde İngiltere ve Japonya hariç bütün sanayileşmiş ülkelerin ekonomik kalkınma dönemlerinde yoğun olarak kullanıldığı belirtilmektedir (Savaş, 1986, s.86). İç ve dış tasarruflarla yatırım-büyüme arasındaki ilişki Şekil 1 aracılığıyla izlenilebilir.



Şekil 1: Tasarruf, Yatırım ve Büyüme İlişkisi

Kaynak: Government Medium Term Program 1997-2000, Mexico 1997.

Öte yandan, İç ve dış tasarruflarla yatırım seviyesi arasındaki makro ekonomik ilişkileri gösteren aşağıdaki model bu durumun önemini kantitatif olarak özetlemektedir (Klein ve Verbeck, 1994, s.120); Söz konusu model dışa kapalı bir ekonomi varsayımı altında, $Y=C+I$ özdeşliği çerçevesinde açıklamalara başlamakta olup,

$$(1) Y(t) = C(t) + I(t) \text{ 'dir.}$$

(p), özel sektörü, (g), kamu sektörünü, (t) ise belirli bir zaman

dilimini gösterirken (1A) $C(t) = C_p(t) + C_g(t)$ olur. Dolayısıyla $Y(t) = C_p(t) + C_g(t) + I(t)$ 'dir.

Öte yandan, (1B) $I(t) = I_p(t) + I_g(t)$ 'dir.

Yukarıda verilen üretim ilişkisini bir de gelir ilişkisi şeklinde olmak üzere yeniden yazabiliriz. Çünkü üretim çıktı değerine eşit bir gelir doğurmaktadır. Gelirin bir bölümü devlet tarafından vergi olarak alınırken, bir kısmı da özel sektör tarafından tasarruf edilecektir. Geriye kalan ise tüketim için harcanacaktır. İlişki şu şekildedir;

$$(2) Y(t) - T(t) = C_p(t) + S_p(t).$$

Burada $Y(t)$ 'yi yalnız bırakırsak;

$$(2) Y(t) = C_p(t) + S_p(t) + T(t) \text{ olur.}$$

Şimdi $Y(t)$ yerine yukarıdaki ifadeyi yazarsak,

$$(3) C_p(t) + C_g(t) + I(t) = C_p(t) + S_p(t) + T(t) \text{ olur.}$$

Burada $C_p(t)$ 'ler birbirini götürürken, $C_g(t)$ eşitliğin öteki tarafına alınır,

$$(3A) I(t) = S_p(t) + [T(t) - C_g(t)] \text{ elde edilir.}$$

Bu eşitliğin sağ tarafındaki köşeli parantez içi, devlet vergi gelirleri eksi devlet tüketim harcamaları farkını vermekte olup, bu değer kamu kesimi tasarruf değeridir. Dolayısıyla (3A) no'lu eşitlik, kapalı bir ekonomideki yatırım seviyesinin özel tasarruflar ile kamu tasarruflarının toplamı tarafından belirleneceğini ifade etmektedir. Kamu kesiminin ve özel sektörün tasarrufları toplamı ise yurtiçi toplam tasarrufları vermektedir.

Yukarıdaki modele dış ticaret ve dış finansmanı dahil eder ve ekonomiyi dışa açık bir hale getirirsek, ekonominin yatırım seviyesi, yurtiçi tasarruf seviyesini ithalatın ihracatı geçtiği miktar kadar geçebilecektir. Bunu görebilmek için yukardaki (1) no'lu eşitliğe bir ihracat terimi (X) ve (2) no'lu eşitliğe de bir ithalat terimi (IM) ekleyelim. Buradaki ithalat ve ihracat terimleri genel olup, ekonominin toplam döviz gider ve gelirlerini ifade etmektedirler. Söz konusu eşitliklerimizi bu halleriyle yazarsak;

$$Y(t) = C(t) + I(t) + X(t)$$

$$Y(t) = C_p(t) + S_p(t) + T(t) + IM(t) \text{ olur. } C(t) = C_p(t) + C_g(t) \text{ idi.}$$

Dolayısıyla; $C_p(t) + C_g(t) + I(t) + X(t) = C_p(t) + S_p(t) + T(t) + IM(t)$ 'den $C_p(t)$ 'ler birbirini götürür ve $I(t)$ yalnız bırakılırsa, (3B) $I(t) = S_p(t) + [T(t) - C_g(t)] + [IM(t) - X(t)]$ elde edilir. Burada, $S_p(t)$, özel tasarrufları, $[T(t) - C_g(t)]$ ise kamu tasarruflarını gösterirken, her ikisinin toplamı yurtiçi toplam tasarruf miktarını vermektedir. $[IM(t) - X(t)]$ ise ekonominin dış alem gelir ve giderlerinin net dengesini, dış alem tasarruflarının miktarını yani dış finansmanın miktarını vermektedir.

Böylece dışa açık bir ekonomide yatırım seviyesi iç ve dış finansmanların seviyeleri tarafından belirlenmektedir. Dış giderlerin dış gelirleri aşabilmesi eğer finansman var ise olasıdır. Bu tür bir finansmanın bir bölümü bağış veya direkt yatırım şeklinde olabilir. Ayrıca bunun için uluslararası rezervler de kullanılabilir. Bununla beraber eğer bu borç akımı doğurmayan finansman şekilleri mevcut değilse, ithalatın ihracatı aşabilmesi sadece uluslararası finansmanların genişliğine bağlı olacaktır.

Yukarıda elde edilen (3B) eşitliği, borç stoku üzerine faiz ödemelerinde bulunma ihtiyacını hesaplamaya katmamaktadır. Bu durumu da kısmen inceleyebiliriz. Örneği basit tutmak amacıyla $[I(t)]$ 'nin (t) döneminde dış borç üzerine yüklenilen ortalama faiz oranını temsil ettiğini varsayalım. $[D(t)]$ ise dış borç stokunun belirli bir dönemdeki değerini temsil etsin. Bu şartlar altında dış borçlar üzerindeki faiz yükü şöyle gösterilebilir:

$[I(t)] * [D(t-1)]$ (faiz oranı çarpı bir önceki dönem dış borç stoku).

t dönemi boyunca dış borcun büyüme oranı ise şöyle gösterilebilir;

$$(4) D(t) - D(t-1) = I(t) * D(t-1) + [IM(t) - X(t)]$$

Bu eşitlikteki $D(t) - D(t-1)$ dış borç stokundaki farkı, $I(t) * D(t-1)$ dış borç faiz yükünü,

$[IM(t) - X(t)]$ ise dış tasarrufları göstermektedir. Eşitliğin her iki tarafı $D(t-1)$ 'e bölünürse, sol taraf dış borcun büyüme oranını $[d(t)]$ 'yi verecektir. Böylece eşitlik,

(4A) $d(t) = I(t) + [IM(t) - X(t)] / D(t-1)$ olacaktır. Bu eşitlik bize dış borcun hızlı ya da yavaş büyümesine sebep olan faktörleri göstermektedir. Bu faktörler $d(t)$ 'nin daha geniş veya daha düşük değerler almasını belirleyen etkenler olup, bunlardan birincisi ortalama faiz oranıdır. Ortalama faiz oranı yüksekse $d(t)$ de yüksek olacaktır veya dış tasarrufların kullanımı bir önceki dönem göre yüksek bir seviyede ise yine $d(t)$ 'nin büyüme oranı hızlı olacaktır. Burada, borç stokunun hacmi asıl belirleyici olup, daha büyük miktardaki dış borçlar daha fazla miktarda faiz ödemeleri gerektirmektedir. Kuşkusuz dış borçların yükselmesindeki asıl faktör bir ekonominin finansal sermaye birikiminin dışsal kaynaklara olan bağımlılığıdır.

Yukarıda aktarılan model, ekonomilerdeki yatırım seviyeleri ile iç ve dış tasarruflar arasındaki ilişkinin boyutlarını sergileyen bir makro ekonomik ilişkiler çerçevesini sunmaktadır. Aşağıdaki Tablo 2 ise, bu çerçevede bazı gelişmiş ve GOÜ'lerdeki tasarruf seviyelerini 1993-1995 dönemi ortalaması olarak iç, dış ve toplam tasarrufları GSYİH'nın yüzdesi olarak göstermektedir.

Tablo 2:Seçilmiş Bazı Ülkelerde GSYİH'nın %'si Olarak, 1993-95 Dönemine Ait Tasarruf Oranları

Ülkeler	Toplam Tasarruflar	Yurtiçi Tasarruflar	Dış Tasarruflar	Ülkeler	Toplam Tasarruflar	Yurtiçi Tasarruflar	Dış Tasarruflar
OECD	19.9	19.4	0.4	Brezilya	20.4	20.3	0.1
ABD	17.1	15.2	1.9	Arjantin	19.1	16.1	3.0
Almanya	22.2	21.4	0.9	Kolombiya	22.9	18.2	4.7
İngiltere	15.4	14.5	0.8	Venezüella	18.8	15.4	3.3
Fransa	17.8	18.6	-0.8	Şili	27.6	25.8	1.9
Kanada	18.5	15.5	3.0	Peru	21.6	17.3	4.3
İtalya	16.9	18.1	-1.2	Meksika	20.8	16.4	4.4
İspanya	20.4	19.6	0.8	Asya	35.0	36.5	-1.5
Yunanistan	21.4	20.2	1.2	Singapur	34.3	48.0	-13.6
Japonya	29.1	31.9	-2.7	Malezya	36.8	31.6	5.2
L. Amerika	21.7	18.9	2.9	G.Kore	36.1	35.2	0.8
				Endonezya	32.8	31.4	1.5

Kaynak: Government Medium Term Program 1997-2000, Mexico 1997.

2.Uluslararası Finansman ve Dış Borçlar: Çeşitleri ve İşleyişi

Uluslararası finansman, uluslararası finansal akışların ve işlemlerin nitelendirilmesinde kullanılan genel bir kavramdır. İlgili literatürde GOÜ'ler bağlamında bu kavrama karşılık gelmek üzere; dış tasarruf, dış finansman, dış yardım, yabancı sermaye vb, kavramlar kullanılmaktadır. Esasında bu kavramlar çoğu zaman aynı anlamlarda kullanılmakla birlikte aralarında zamana ve nitelemeye göre farklılıklar vardır. Örneğin dış finansman terimi geçmişte GOÜ'lere yönelik kalkınma amaçlı finansmanları ifade ederken, günümüzde her türlü finansal akışları ifade etmek üzere daha geniş bir anlamda kullanılmaktadır. Benzer şekilde dış yardım kavramı 1960 ve 1970'li yıllarda GOÜ'lere yönelik imtiyazlı kredileri, sermaye mallarının teknik ve gıda yardımlarını veya silah yardımlarını ifade etmekte iken, günümüzde bu tür yardımların giderek azalması ve ticari hale gelmeleriyle beraber daha az kullanılır olmuştur (Kindleberger, 1983, s.442).

Dünya Bankası ve diğer uluslararası kurumlar bu sebeplerle GOÜ'lere yönelik finansal akışları ifade etmek üzere giderek uluslararası finansman veya dış finansman kavramlarını tercih eder hale gelmişlerdir. Bu iki kavram arasındaki temel farklılık ise, ilkinin daha çok ticari kredilendirme ilişkilerini ifade etmek üzere kullanılması iken, diğerinin

uluslararası kredilendirmeleri, portföy yatırımlarını ve doğrudan yabancı sermaye yatırımları olmak üzere her türlü sermaye akışlarını içermesidir. Dış finansman bu anlamda geleneksel ve alternatif finansmanlar olmak üzere literatürde iki ana grup halinde gösterilmektedir. Geleneksel finansmanlar, GOÜ'lere yönelik orta-uzun vadeli ticari bankalar kredileri ile resmi kalkınma finansmanları olarak ifade edilen ikili ve çok yanlı (içeriğinde imtiyaz olan) finansmanları kapsamaktadır. GOÜ'lere yönelik finansal akışların 1980'li yılların ikinci yarısına kadar çok büyük çoğunluğunun bu tür finansmanlar olması bunların geleneksel olarak ifade edilmesine yol açmıştır.

Alternatif finansmanlar ise, geleneksel finansmanlar dışında kalan tüm diğer özel kaynaklı finansman şekilleri olarak ifade edilmektedir (Claessens, 1993, s.92). 1990'lı yıllarda GOÜ'lere yönelik net kaynak akışlarının %40 ve daha fazlasının alternatif finansmanlar halinde olması bunların son derece önemli kaynaklar haline geldiğini göstermektedir. Alternatif finansmanlar çok sayıda alt gruplar şeklinde ifade edilebilmekle birlikte bunları üç ana gruba bölebiliriz. Bunların ilki, tüm çeşitleriyle doğrudan yabancı sermaye yatırımlarıdır. İkincisi, portföy öz sermaye yatırımları olup, menkul kıymet piyasalarındaki doğrudan ve dolaylı işlemleri ifade eder. Üçüncüsü ise, portföy borçlanma enstrümanları olup, uluslararası tahvil, finansman bonosu ve mevduat sertifikası ihraçlarını ifade eder (Gooptu ve Ahmed, 1993, s.12).

Uluslararası finansman kavramı, dış finansman ifadesinin çok genel ve her türlü kaynak akışını kapsayan özelliğinden farklı olarak hem daha dar bir çerçeveye, hem de daha geniş bir çerçeve çizebilmektedir. Daha dardır; çünkü uluslararası finansman dış finansmana nazaran daha dar bir finansman grubunu, borç ve alacak doğuran her türlü kredi işlemini içerirken tüm çeşitleriyle doğrudan yabancı sermaye yatırımlarını devre dışı bırakmaktadır. Daha geniş bir çerçeveye sahiptir; çünkü uluslararası finansal piyasalarda sadece kısa-orta ve uzun vadeli kredilendirme süreçlerini değil, ayrıca, para ve sermaye piyasalarında meydana gelen spekülasyon ve risk yönetim amaçlı diğer işlemleri de kapsamaktadır. Bununla beraber uluslararası finansman daha çok kredilendirme-finance sağlama süreçlerini ifade etmek üzere kullanılmaktadır.

Genel bir ifade olarak dış borçlanma denildiğinde bunun dış finansman veya uluslararası finansmanlar içindeki en önemli kalem olduğunu görmekteyiz. 1991-1993 yılları arasında GOÜ'lerin uluslararası finansman gereksinimi ortalama 113 milyar dolar olduğu ve

bunun da %76'sının net dış borçlanma ile sağlandığı düşünülürse dış borçlanmaların uluslararası finansman içindeki yerinin ne kadar önemli olduğu ortaya çıkmaktadır (Klein, 1994, s.14). Dış borçlanma tanım olarak çeşitli şekillerde ifade edilebilir. Genel bir tanımlamaya göre; ülke içinde yerleşik kişi ya da kuruluşlarca ülke dışında yerleşik kişi ya da kuruluşlardan mali ya da reel kaynak sağlanmasıdır. Dış krediler kullanım safhasında ekonomi üzerinde pozitif etkide bulunmakta, geri ödeme safhasında ise negatif etkide bulunmaktadır (Tural ve diğ., 1991, s.1; İnce, 1996, s.50).

1980'li yılların başlarından itibaren gerek uluslararası borç stoklarının, gerekse borçluluk sorunlarının giderek artması bu ülkelerin borçlarının aynı bazda izlenmesi ve standardize edilmesi gereğini ortaya çıkarmıştır. Bu konunun önemine bağlı olarak Dünya Bankası, BIS, IMF, OECD istatistiki hatalardan sakınılması ve dış borç verilerinin standardize edilmesini sağlamak amacıyla 1984 yılında ortak bir çalışma grubu kurmuşlardır.

Bu komitenin 1988 yılında önerdiği ve ülkemizde Hazine Müsteşarlığı tarafından izlenilen dış borçlar için de kabul ettiği standart tanım şöyledir (Klein, 1994, s.56; Şenel, 1994, s.6); Bir ülkenin belli bir zaman dilimi içindeki gayri safi dış borçları, o ülkede yerleşik olmayan kişilerden bir sözleşmeye dayanarak sağlanmış olan (kısa, orta ve uzun vadeli) yükümlülükler toplamıdır. Bu sözleşmeyi oluşturan kalemlerin ana para ve/veya faiz ödeme şartlarını içerip içermemesinin bir önemi yoktur.

Tanımda yer alan gayri safi dış borçtan kasıt, borç servisi ödemelerinin üzerinden hesaplanacağı yükümlülüklerin stok miktarı olmasıdır. Bu tanımlamadaki önemli bir nokta da, dış borcun ülkede yerleşik olmayanlara olan borçlar anlamına gelmesi olup, burada borçlanılan dövizin cinsi önemli değildir. Ayrıca, taahhüt edilmiş olmakla beraber kullanılmamış dış borçlar ekonomi üzerinde bir yükümlülük haline gelmemiş olması gerekçesiyle dış borç stokuna ilave edilemez. Demek ki, taahhüt edilmiş olması, bir borcun borç stokuna dahil edilmesi için yeterli olmamakta, kullanılmış olması gerekmektedir (detay için Bkz. Dış borçlar Bülteni 1991,s.3). Uluslararası borçlanmalarda bunlara ilişkin detaylı anlaşmalar yapılmaktadır. Bu anlaşmalar farklı özelliklere sahip olabilmekle birlikte beş önemli unsur vardır ki, bunlar standarttır ve her dış borç anlaşmasında bulunmak zorundadır. Bunlar (Klein, 1994, s.37);

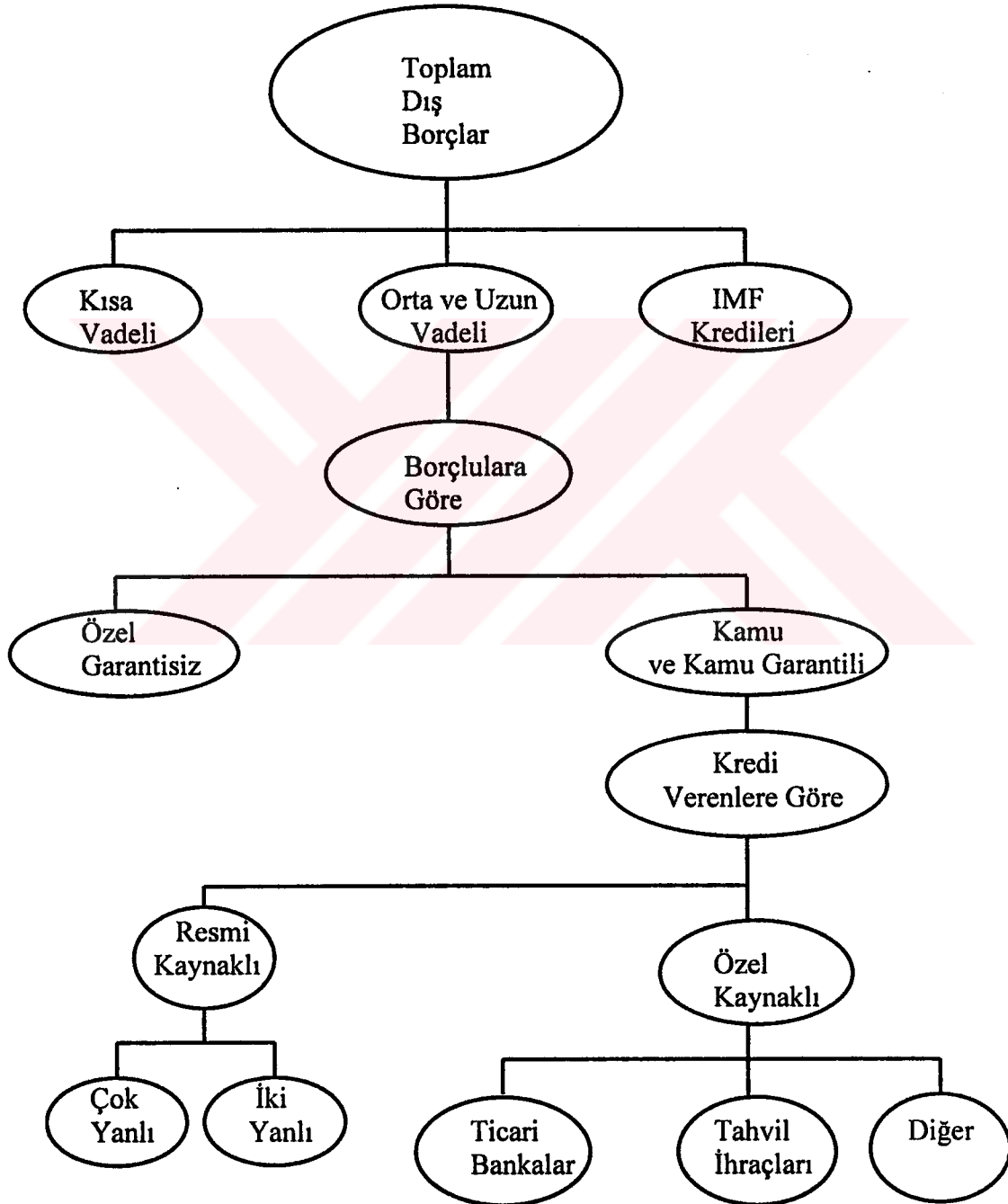
-Borçlanma mekanizmaları: Borcun miktarı, çekiş mekanizması, geri ödeme mekanizması, faiz yükleri gibi.

-Koruyucu ibareler: Taahhütlerin zamanında yerine getirilememesi halinde ne yapacağını gösteren garanti ve benzeri şartlardır.

-Şartlarda değişme: Faiz yüklerinin değişen şartlara göre nasıl ayarlanacağı belirtilir.

-Kreditörler arası ilişkiler: Birden fazla kreditör varsa ve bunlar krediyi bir havuz oluşturarak sağlıyorsa, bunların arasındaki ilişkiler ve sorumluluklar belirlenmelidir.

-Yasal başvuru mercileri: Anlaşma koşullarına uyulmadığı takdirde yasal başvuru ve hak arama mercilerinin anlaşmada belirlenmesidir.



Şekil 2: Dünya Bankası Tasnif Şekli İtibariyle Dış Borç Stoku ve Unsurları
Kaynak: Global Development Finance, 1997.

Dünya Bankasının dış borçları ve unsurlarını göstermek üzere kullandığı standart yaklaşım Şekil 2’de gösterilmiştir. Buradaki tasniften görüleceği üzere, ülkelerin dış borçlanmaları genel olarak üç boyutta görülmektedir. Bunlar; vadeleri itibariyle dış borçlar, borçlanana göre dış borçlar ve kreditorlere göre (alacaklılara göre) dış borçlardır.

Dış borçların vadesi, kredinin anlaşma tarihiyle son ana para ödeme tarihi arasında geçen süredir. Eğer bu süre bir yıla eşit veya daha az ise kısa vadeli. Genellikle dış ticarete ve kısa vadeli likidite sorunlarının aşılması amaçlı kullanılır (Tural ve diğ., 1993). Ayrıca, kısa vadeli krediler uluslararası menkul kıymet getiri farklılıklarından yararlanmak amaçlı olarak da kullanılabilir. Yurt dışında yerleşik kişilerce Merkez Bankasında açılan kredi mektuplu döviz tevdiat hesapları, ticari bankalarda açılan mevduatlar, kısa vadeli poliçeler, kabul kredileri, akreditifler, mevduat sertifikası ve finansman bonusu ihraçları, ihracat prefinansman kredileri, banker ve kurye kredileri, kısa vadeli borçlanma araçlarından bazılarıdır. Genellikle özel sektör tarafından kullanılmaktadır.

Bir ila beş yıl vadeli dış borçlar orta vadeli dış borçlanmalar; beş yıldan daha uzun vadeli krediler ise uzun vadeli dış borçlanmalardır. Bu tür finansmanlarda amaç, ekonomik kalkınmanın finansmanı için borçlanmaya gidilmesidir (Poyraz, 1995, s.26). Kredi türleri bakımından orta ve uzun vadeli krediler program kredileri, proje kredileri, borç hafifletme kredileri, hükümet kredileri, ihracat kredileri, ticari krediler, tahvil ihraçları vb. olarak sayılabilir.

Dış borçlar zaman ayırımının yanı sıra kullanım biçimine göre gösterildiğinde bunların içerisine; proje ve program kredileri, serbest ve bağlı krediler, borç erteleme ve refinansman kredileri dahil edilir. Eğer kaynaklara göre sınıflandırırsak; ikili finansman yani devletlerarası borçlanmalar, çok yanlı finansman, yani uluslararası mali kurumlardan borçlanmalar ve özel kaynaklı borçlanmalar girmektedir.

Ticari bankalardan yapılan borçlanmalar ve uluslararası sermaye piyasalarında yapılan tahvil ihraçları ise özel kaynaklı borçlanmalar içerisine girmektedir. Borcu alanlara göre yapılan ayırımda ekonomik birimler kamu ve kamu garantisi altında borçlanan (genellikle KİT’ler vb.) kurumlar ile kamu garantisi olmaksızın borçlanan özel birimler (büyük ölçekli firmalar, bankalar, vb.) şeklinde ikiye ayrılmaktadır (Demir, 1988, s.232).

Orta ve uzun vadeli kredilerin yapısı ve işleyişine bir örnek olarak, 100 birimlik bir kredi için kullanım, faiz ve anapara miktarları ayrı ayrı dönemler itibariyle hesaplanarak aşağıda gösterilmiştir. Örneğimizdeki dış kredinin anlaşıma miktarı 100 birim, anapara taksit sayısı 5, yıllık faiz oranı %5 ve geri ödemesiz dönem ise 5 yıldır.

Tablo 3: Orta ve Uzun Vadeli 100 Birimlik Bir Dış Kredinin İşleyişi

Dönem	Kullanım	Faiz	Anapara	Borç Stoku
0	30	0		30
1	30	1.5		60
2	40	3		100
3		5		100
4		5		100
5		5	20	80
6		4	20	60
7		3	20	40
8		2	20	20
9		1	20	0

Kaynak: Akçay, 1988, s.42.

Borç stoku, kümülatif olarak, gerçekleşen kullanımlar ile ödenen anapara miktarları arasındaki farktır. Herhangi bir döneme ilişkin faiz ödemesi de bir önceki dönemin borç stoku esas alınarak hesaplanmaktadır.

3.Dış Borçların Karakteri ve Borçlanma Mekanizmaları Arasındaki Farklar

Dünya Bankası, GOÜ'ler için uluslararası finansman kaynakları bağlamında üç tip finansman şekli ve bunun alt gruplarını belirtir. Bunlar; resmi kalkınma finansmanları, ihracat kredileri ve özel akışlardır. Resmi kalkınma finansmanları, içeriğinde bir bağış ögesi bulunduran ekonomik kalkınmayı finanse etme amaçlı uluslararası mali kurumlarca veya gelişmiş ülkelerin devlet ajanslarınca verilen kredilerdir. Genellikle 3-5 yıl arasında bir geri ödemesiz dönemi içerir. Kredilerin vadeleri uzun veya çok uzun denilebilecek türden olup, kredi faizleri ticari piyasalardan daha düşüktür. Dünya Bankası ve bölgesel kalkınma bankalarında mali şartlar piyasa şartlarına daha yakın olmaktadır (Klein, 1994, s.16).

Bu tür krediler doğrudan devlete veya bağlı kurumlarına verilmektedir. Proje veya program kredisi şeklinde olabilen bu kredilerin temin edilebilmesi krediyi verecek olan kurumun, kredinin gerçekten kalkınma amaçları doğrultusunda kullanılıp kullanılamayacağı hususunda ikna edilmesine bağlıdır. Ödemeler genellikle bir defada değil, proje ihtiyaçlarının zamana yayılmış finansman gereksinimleri gözönüne alınarak ve projenin başarılı bir şekilde yürütülebilmesi şartıyla verilmektedir. Devletlerden devletlere verilen finansmanlar genellikle

bağlı kredilerdir ve finansman hem belli bir projeyle, hem de finansmanı yapan ülkenin üretimini yaptığı malları satın alma koşulu ile verilebilmektedir. Kuşkusuz bu durum, finansman maliyetlerinde görülmeyen ilave maliyetlere de neden olabilmektedir (bu konudaki eleştiriler için bkz., Kayra, 1971).

Bu tür resmi kalkınma finansmanlarının GOÜ'lere bir koordinasyon içerisinde sağlanabilmesi ve yönetimi amacıyla 1950 ve 1960'lı yıllarda aralarında Türkiye'nin de bulunduğu bir çok GOÜ için OECD nezdinde yardım konsorsiyumları kurulmuştur. Var olan yardımların etkinliğini arttırmak ve bir koordinasyon sağlamak amacıyla oluşturulan bu konsorsiyumlar özellikle 1970 ve 1980'li yıllarda bu ülkelerin resmi kalkınma finansmanlarının yönetimi bağlamında çok önemli işlevlere sahip olmuşlardır (Kjellstrom ve Filly, 1986, s.37).

İhracat kredileri spesifik amaçlı mal ve hizmet alımlarının finansmanı için verilmektedir. Dış ticaretin finanse edilmesi ihtiyacı bu tür kredilerin asli sebebi olup, mali şartlar bakımından piyasa kredilerine yakınlık arz ederler. Ancak genellikle vadeler daha uzun (3-7 yıl gibi) ve faiz oranları piyasa şartlarına kıyasla bir miktar daha uygun olabilmektedir. Bu tür krediler özel kaynaklı olabileceği gibi resmi ihracat kredileri şeklinde de olabilir. Bir çok gelişmiş ülkede bu tür finansmanlar için resmi ihracat kredi kurumları oluşturulmuştur.

Özel kaynaklı dış borçlanmalar çeşitli şekillerde uluslararası finansmanın enstrümanları olabilmektedirler. Kısa, orta ve uzun vadeli olmak üzere kullanılabilirler. Tamamiyle piyasa şartları çerçevesinde gerçekleştirilen bu finansmanlar genellikle değişken faizli olup, GOÜ'lere uluslararası piyasalarda geçerli kredi faiz oranlarına bir spread eklenerek verilmektedir. Verilecek finansmanların vadesi, miktarı, ödeme koşulları vb, diğer maliyetler tamamiyle GOÜ'lerin risk boyutları değerlendirilerek belirlenmektedir.

Bu piyasalar her ne kadar özel piyasalar şeklinde organize olmuş iseler de uluslararası mali kurumların verecekleri sinyalleri önemli bir gösterge olarak kabul etmektedirler. Özellikle 1980'li yıllardan itibaren bu eğilim giderek güçlenmiştir (Kazgan, 1988). Uluslararası ticari bankalar GOÜ'lere yönelik borç verme işlemlerinde hem söz konusu olabilecek riskleri dağıtmak, hem de istenilen yüksek miktartlı finansmanları sağlayabilmek amacıyla bir araya gelerek bir sendikasyon kredisi verilme şeklini tercih etmektedirler (Bkz., Ceyhan, 1996; Türkakın, 1990, s.55).

1970’li yıllarda çok yaygın olan bu tür kredilendirme süreçleri 1980’lerde bu bankaların GOÜ’lere yönelik kredi açma konusundaki aşırı temkinli ve isteksiz yaklaşımları nedeniyle özel kaynaklı borçlanmalar içerisinde daha az önemli bir kalem haline gelmiştir. Uluslararası finansmanda sendikasyon kredilerinin azalan rolüne karşılık, uluslararası menkul kıymet piyasalarının artan önemi sonucu borçlanmalarda aracısızlaşma (disintermediation) ve menkul kıymetleşme (securitization) GOÜ’ler için özel kaynaklı borçlanma şekillerinden bir diğeri olan tahvil ihraçlarının önemini arttırmıştır (Sutherland, 1993; Oktar, 1993, s.26). Ekonomik kredibilite ile doğrudan ilişkili bu tür borçlanmalar, tamamiyle piyasa koşullarında finansman sağlamakta olup, genellikle değişken faizli olarak kullanılmaktadır.

Orta ve uzun vadeli finansman aracı olarak tahvil ihraçları derhal likidite sağlaması ve ekonomik, siyasi baskılardan pek etkilenmemesi ayrıca serbest kullanım imkanı ile bir takım üstünlüklere sahiptir. Arzu edilen bir borçlanma şekli olmakla beraber, piyasalardaki yatırımcı tabanının çok iyi analiz edilmesini, yasal ve kurumsal kısıtlamaların çok iyi bilinmesini ve gerektiği ölçüde tanıtım (road show) yapılmasını gerekli kılar.

Yukarıda kısaca özetlenen GOÜ’lere yönelik dış borçlanma kaynaklarının doğalarının bilinmesi bu ülkeler için son derece önemli olup, finansman şekli, maliyet yapısı, diğer mali koşulları ve alternatifleri değerlendirebilmek açısından önemlidir. Aşağıdaki Tablo 4 bu tür bir genel değerlendirme imkanı sunmaktadır.

Tablo 4: Dış Borçlanmaya Kaynak Teşkil Eden Finansman Türleri ve Bunların Özellikleri

	Çok Yanlı Finansmanlar	İkili Finansmanlar	İhracat Kredileri	U.Ticari Banka Kredileri	Sermaye Piyasaları ve Tahvil İh.
Borç veren	U.Kurumlar ve Bölgesel Kalkınma Bankaları	Devletler ve Bağlı Ajanslar	Özel ve Resmi İhracat Kredi Kurumları	U.Ticaret Bankaları ve Diğer Kredi Kurumları	Özel ve Kurumsal Yatırımcılar
Özel/Resmi	Resmi	Resmi	Özel ve Resmi	Özel	Özel
Borç Alan	Devletler ve Bağlı Kuruluşlar	Devletler	İthalatçılar	Devletler Bankalar ve Özel Firmalar	Devletler Bankalar ve Özel Firmalar
Nitelik	Kamu Borcu	Kamu Borcu	Kamu ve Özel	Devlet ve Özel Sektör Borcu	Devlet ve Özel Sektör Borcu
Vade	Uzun	Uzun	Kısa-Orta	Kısa-Orta	Orta-Uzun
Faiz Türü	Sabit/Değişken	Sabit	Sabit/Değişken	Sabit/Değişken	Sabit/Değişken
Faiz Oranı	Piyasa Altı	Piyasa Altı	Piyasa Faizi/Civarı	Piyasa Faizi	Piyasa Faizi
İmtiyaz	Evet	Evet	Nadiren	Hayır	Hayır
Amaç	Kalkınma Fin.	Kalkınma Fin.	Ticaret Fin.	Çeşitli	Çeşitli
İlave Risk Primi	Hayır	Hayır	Nadiren	Her Zaman	Her Zaman
Kredi Kullanımında Kreditorlerin Etkisi	Evet	Evet	Evet	Nadiren	Hayır

Kaynak: Arnaud 1992’den Yararlanılarak Tarafımızdan Düzenlenmiştir.

Yukarıdaki Tablo 4’te gösterilen uluslararası finansmanların farklı formlarına ait temel özellikler, sözkonusu borçlanma kaynaklarının GOÜ’lerin ekonomik kalkınmalarının

finansmanında sadece miktarsal olarak değil, niteliksel olarak da göz önünde tutulmasını gerektiren belirgin ayrımlara sahip olduğunu vurgulamaktadır. Ayrıca, söz konusu borçlanma şekilleri GOÜ'lerin ekonomik yapılarına göre de farklılıklar içermektedir. Bazı tür finansmanlar bazı GOÜ'ler için çok uygun olabilirken, diğerleri için aynı uygunluktan söz edilemeyebilir. Örneğin, çok az gelişmiş GOÜ'ler için resmi kalkınma finansmanları uygun ve daha çok talep edilen bir finansman şekli iken, orta gelirli GOÜ'lerde uluslararası tahvil ihraçları ve ticari banka kredileri daha çok talep edilen finansman şekilleri olarak karşımıza çıkmaktadır.

Bu durum, söz konusu borçlanma şekillerinin ikame yeteneklerini daraltırken, tamamlayıcılık özelliklerini ön plana çıkarır. GOÜ'lerin gerek birbirleri arasındaki gelişmişlik farkları, gerekse makro ekonomik yönetim yapıları finansmanların ikame yeteneklerinin daralmasında temel faktörlerdir (Tekeoğlu, 1988, s.15; Hansen, 1987, s.109). Aşağıdaki tablo bir önceki tabloya ilave olarak bu durumun boyutları hakkında bazı ileri bilgiler sunmaktadır.

Tablo 5: Finansal Enstrümanlar Ve Mekanizmalar

Mekanizma	Zaman Boyunca Kaynak Transferi Derecesi		Riskleri Kaydırma Derecesi			Kaynak Transferinin İmtiyazlı Pay İçerme Derecesi		
	Kısa Vade	Uzun Vade	Az	Orta Derece	Geniş Bir Derece	Az	Orta Derece	Geniş Bir Derece
Ticari Banka Kredileri	X		X			X		
Uzun Vadeli Tahviller		X	X			X		
Dünya Bankası Kredileri		X	X				X	
U. Kalkınma Yardımları		X		X				X
IMF Telafi Edici Fin.	X			X				X
Endeksli Tahviller		X			X	X		
Özsermaye Yatırımları		X			X	X		

Kaynak: Donald R.Lessard, 1986, s.13.

Uluslararası borçlanma mekanizmaları arasındaki farklılıklar bu finansmanların ikame yeteneklerinin azlığına işaret ederken, hatırlatılması gereken bir diğer önemli konu da herhangi bir GOÜ için uluslararası finansmanların iç finansmanların yanında sadece tamamlayıcı bir yapıya sahip olduklarıdır. Tarihsel deneyimler ve ülke uygulamaları GOÜ'ler için kamu ve özel sektör tasarrufları şeklindeki iç tasarrufların uluslararası finansmanlarla ikame ilişkilerinin çok zayıf olduğuna işaret etmektedir. Bu durum uluslararası finansmanların iç finansmanlara sadece tamamlayıcı olarak görülmesini ve talep edilmesini gerektirir.

Söz konusu bu tamamlayıcılık fonksiyonu çerçevesinde GOÜ'lerin dış borçlanmalara gitme nedenleri, amaçları, ve bu finansmanların fonksiyonları hakkında şu özet bilgileri verebiliriz (Bkz., Lessard, 1986, s.3; Cleassens, 1992, s.41; Şenel, 1994, s.15);

- Yeterli sermaye birikimine sahip olunamaması ve iç tasarrufların yetersizliği,
- Sanayileşme ve kalkınma çabalarının büyük finansman gerektirmesi,
- Sanayi yapısının girdileri açısından dışa bağımlı kurulmaları,
- Dış ticaret, ödemeler dengesi açıkları ve döviz girdilerinin yetersizliği,
- Askeri harcamaların büyük boyutlara varması,
- Yıldan yıla değişen ancak, süreklilik gösteren devlet bütçe açıkları,
- Yurtiçi finansman maliyetlerinin yurtdışı finansman maliyetlerine göre önemli oranlarda yüksek seyretmeleri,
- Ekonominin sıcak para hareketlerine açık bir yapı göstermesi,
- Dış borçların refinansmanı,
- Ülke ekonomisinde gelir ve harcamalardaki şiddetli dalgalanmaların istikrarlandırılması,
- Özellikle resmi kalkınma finansmanları olmak üzere bazı finansmanların negatif reel faiz şartlarında veya içeriğinde önemli sayılabilecek imtiyazlı değerler arz etmeleri,
- Uluslararası tahvil ihraçları için yatırımcı tabanını koruyabilmek ve genişletebilmek amaçlı borçlanma girişimleri.

Yukarıda sıraladığımız unsurlar, dış borçlanmanın GOÜ'ler için ekonomik kalkınma sürecinde önemli ve çeşitli fonksiyonlara sahip olduğunu göstermektedir. Bu ülkeler için söz konusu finansmanlar gelişmiş ülkeler ile aralarındaki gelişmişlik farklarının kapatılabilmesinde, ekonominin büyüme hızının ve böylece milli gelir düzeyinin yükseltilebilmesinde yardımcı unsurlar olmaktadır. Bu finansmanları sağlamak üzere gelişmiş ülkelerin (kurdukları uluslararası kalkınma kurumları ve ikili finansmanları ile) bilinçli çabalar içerisinde oldukları görülmektedir.

Bu bilinçli çabanın ardında yatan temel düşüncelerden birisi de GOÜ'lerdeki ekonomik büyümenin kendileri açısından da önemli yararlar neden olabileceği düşüncesidir. GOÜ'lerdeki daha yüksek büyüme hızlarının gelişmiş ülkeler üzerindeki beklenen bazı potansiyel yararları şu şekilde özetlenebilir (Cooper, 1995, s.249-273);

- GOÜ'lerdeki ticari liberalizasyon ve dış ticaretteki artışlar doğrudan ve dolaylı olarak tasarrufları ve yatırımları arttırıcı etkileriyle gelişmiş ülkelerin de gelirlerini arttırıcıdır.
- Ekonomik büyüme sonrası artan rekabet, ekonomilerde daha çok yenilik yapılması yönünde teşvik edicidir.
- GOÜ'lerin ekonomik büyümeleri ve gelişen sermaye piyasaları gelişmiş ülkelerdeki tasarruf sahiplerinin karlı yatırım fırsatlarını arttırıcıdır.
- Gelişmiş ülkelerdeki tasarruf fazlalarına karlı yatırım imkanları sağlayıcı ve riskleri azaltıcıdır.
- Geliri artan ülkelerde çevre kirlenmesi etkilerini azaltıcı, çevreyi koruyucu mal ve hizmetlere olan talebi arttırıcıdır.
- Ekonomik ve politik istikrarı arttırıcıdır.
- Başarılı ülkelerde göçmenlik olgusunu azaltıcı ve belki de gidilen yer haline gelerek tersine bir göç imkanını sağlayıcıdır.

Görüleceği üzere, gelişmiş ülkeler ve GOÜ'ler arasında ekonomik gelişmenin her iki taraf içinde sağlayabileceği bir çok imkanlar söz konusudur. Bu açıdan bakıldığında GOÜ'lerin gelişmiş ülkelere borçlanmaları hem kısa, hem de uzun vadede gelişmiş ülkelerin çeşitli açılardan yararlarına olabilmektedir.

Dış borçlanmanın veren ve alan ülkeler açısından söz konusu edilen olumlu bazı özelliklerine karşın, gelişmiş ülkelerin özellikle 1970'li yıllardan itibaren yaşamaya başladıkları mali disiplinsizlik sorunları nedeniyle daha rekabetçi bir hale geldiği görülmektedir. Bu ülkelerde hızla artan kamu açıkları ve bunların büyük ölçüde borçlanmayla finansmanı uluslararası fonlar için iki ülke grubu arasında örtük bir rekabet ortamının doğmasına da yol açmıştır denilebilir. Bu ülkelerde hızla artan kamu açıkları, bunların aktivist maliye politikaları uygulama kabiliyetlerinin nispi olarak azalmasına yol açmıştır.

Nitekim, 1980'lerden günümüze ABD'de federal borçlar altı kattan fazla artma göstererek 5 trilyon doları aşarken (Dornbusch ve diğ., 1998, s.478), Almanya'da 3,5 kat, Fransa'da 8 kattan fazla, İtalya'da ise neredeyse 15 kat artma göstermiştir. Diğer gelişmiş ülkelerde de benzer bir durum vardır (Kaufman, 1994, s.98). Kuşkusuz bu durum, reel faiz oranlarının geriye doğru esnekliğini de azaltıcı etkilere neden olmaktadır ki, GOÜ'ler için bu oranlar son derece önemlidir. Çünkü, bu ülkeler borçlanmaya giderken piyasalarda geçerli

faiz oranlarını baz almakta ve bunun üzerine bir marj ödeyerek borçlanabilmektedir. Aşağıdaki Tablo 6, gelişmiş bazı OECD ülkelerindeki kamu borçlanmalarının ulaştığı boyutlar açısından dikkat çekici bazı verileri yansıtmaktadır.

Tablo 6: Bazı Gelişmiş Ülkelerde Toplam Kamu Borçları/GSYİH Oranları (% Olarak)

	1965	1975	1990	1996		1965	1975	1990	1996
Almanya	17.3	25.1	43.4	58.1	İngiltere	81.8	63.7	39.3	51.5
ABD	52.1	42.7	55.7	63.1	İrlanda	-	64.4	97.4	80.8
Avusturalya	-	-	23.5	36.1	İspanya	-	-	50.3	65.2
Avusturya	19.4	23.9	58.3	67.4	İsveç	30.5	29.5	44.3	85.7
Belçika	67.5	61.1	128.5	132.3	İtalya	35.4	60.4	106.0	124.4
Danimarka	11.3	11.9	68.0	74.4	Japonya	0.0	22.4	66.0	83.1
Finlandiya	17.7	8.6	16.8	52.8	Kanada	58.8	43.1	73.1	95.6
Hollanda	52.2	41.4	78.8	77.1	Norveç	47.0	44.7	32.5	43.5
Fransa	53.1	41.4	43.4	52.8	Portekiz	-	-	68.6	70.7
Yunanistan	14.1	22.4	77.7	116.2					

Kaynak: Perotti ve Alesina 1996 (Aktaran: Karacan, 1997).

Tablo 6'daki veriler, bu ülkelerin tüm devlet borçlarının (iç ve dış) milli gelire oranlarını göstermektedir. Bu ülkelerin kendi para birimleri üzerinden çıkardıkları borçlanma enstrümanlarının bir kısmı da yabancı yatırımcılarca alınmaktadır. Borçların yabancılar tarafından tutulan kamu senetlerinden oluşan kısmı bu ülke yerleşiklerinin net (dış) borçlarını gösterir (Dornbusch, 1998, s.599). Gelişmişliğin bir göstergesi olarak dünyanın her yerinde genel kabul gören bir para birimine sahip olmaları bu ülkelerin çoğunluğunun yabancı para birimleri üzerinden borçlanmalarına gerek bırakmamaktadır. Bu ise gelişmiş ülkelerdeki borç stoklarının, GOÜ'lere kıyasla daha çok iç borç şeklinde genişlemesine neden olmaktadır. Söz konusu bu durum, üçüncü bölümde detaylı olarak işlenecek olan mali risklere, gelişmiş ülkeler kamu borçlarının GOÜ'lere kıyasla daha az karşılaşmalarına neden olmaktadır.

4.GOÜ'lerde Dış Borçlanma ve Uluslararası Finansmanın Gelişimi

GOÜ'lerde dış borçlanma ve bu ülkelere yönelik uluslararası finansmanın gelişimi durağan bir trend izlememektedir. Çeşitli dönemlerde farklı eğilimler ve gelişme dinamikleri söz konusudur. Aşağıda bu eğilimler ve belirleyici dinamikler, çeşitli dönemler çerçevesinde inceleme ve analize tabi tutulmaktadır.

4.1.II. Dünya Savaşına Kadar Olan Dönem

GOÜ'lerin dış borçlanmalarının gelişimi uluslararası finansal hareketlerde görülen gelişmelere paralel bir seyir izlemektedir. Zaman zaman borç krizleriyle kesinlik gösteren

gelişmeler, sanılanın aksine sadece 1970'ler sonrasının değil, çok daha eski dönemlerin de bir realitesidir. Nitekim, 1800'lü yıllardan İkinci Dünya Savaşına kadar olan dönem incelendiğinde, bu gelişmelerin yoğunluk kazandığı bir çok dönemden söz edilebilmektedir. Bu dönemlerdeki borçlanma enstrümanları genelde portföy borçlanma enstrümanları şeklinde olup, devlet garantileri içermekteydi.

Örneğin, 1820'lerde Latin Amerika, 1860 ve 1870'li yıllarda Orta Amerika, Latin Amerika ve aralarında Türkiye ve Mısır'ın da bulunduğu bazı Ortadoğu ülkeleri, 1890'da Arjantin ve Yunanistan, 1902 yılında Venezüella, 1930 yılında hemen hemen tüm GOÜ'ler yoğun borçlanma dönemlerinin ardından borç ödeme sorunlarıyla karşılaşmışlardır (Bkz., Ulusoy, 1992, s.27-35).

Özellikle 1800'lü yılların sonu ile Birinci Dünya Savaşı arası dönem GOÜ'lerin borçlanmalarının çok aşırı boyutlarda geliştiği dönemler olarak gösterilmektedir. Nitekim, 1880-1914 arası dönemde uluslararası finansmanın, 1980'li yıllara kıyasla yaklaşık olarak üç kat daha fazla olduğu düşünülürse, bu dönemdeki dış borçluluk gelişmelerinin boyutları daha iyi anlaşılabilir (Eijhengreen, 1991, s.150).

1930'lu yıllardan 1940'lı yılların sonuna kadar olan dönem dünya ekonomisinin gerek ekonomik krizler, gerekse savaşlar sonrasında hızla daralma gösterdiği, dış ekonomik ilişkilerin zayıfladığı ve beraberinde uluslararası sermaye hareketlerinin de eski gücünden çok uzak olduğu dönemler olarak karşımıza çıkmaktadır (Arnaud, 1992, s.22). Dış borçlanma imkanlarının daralması neticesinde bu konudaki gelişmelerin küresel anlamda zayıflığı dikkat çekmektedir. İkinci Dünya Savaşının ardından dünya iki kutupla hale gelirken, ABD, İngiltere'ye ilave olarak yeni bir iktisadi güç şeklinde ön plana çıkmıştır. Bunun yanı sıra var olan GOÜ'lerin sayısı bir çok yeni ulus devleti savaş sonrası bağımsızlık kazanmalarıyla hızlı bir şekilde artma göstermiştir.

4.2.1950'li Yıllar

Savaş sonrası dönemin ilk yılları, çok sayıda ülkenin iştirakiyle kurulan uluslararası finansal kurumların faaliyete geçmesiyle beraber sermaye hareketlerinin yeniden ivme alarak güçlü bir şekilde başlangıç göstermesi açısından önemlidir. GOÜ'lerin yeniden dış borçlanmaya başladıkları bu dönemde hakim düşünce; GOÜ'lerin ekonomik kalkınmalarına

dış finansman imkanlarıyla yardım edilmeye çalışılması ve bunun için de yoğun olarak dış borçlanmaya gidilmesiydi (Arnoud, 1992, s.20). Uluslararası özel sermaye hareketlerinin önemli gelişme gösterdiği 1950'li yıllarda GOÜ'ler bu gelişmelerin dışında kalmıştır (Krueger, 1987, s.167).

Böylece bu on yıl boyunca GOÜ'lere yönelik başlıca dış finansmanlar; bağışlar, mal transferleri ve daha çok iki yanlı olmak üzere resmi finansmanlardan oluşmaktadır. 1950'li yılların ortalarından itibaren uluslararası finansal kurumların GOÜ'lere yönelik faaliyetlerini arttırmaları bu ülkelere yönelik kredi hareketlerini genişletmiştir. GOÜ'ler bu yıllarda büyük miktartlı dış borçlanma yoluna gitmişlerdir. Hızlı borçlanma bazı ülkelerde (Türkiye ve Arjantin gibi) borç servisi sorunlarına yol açmış olup, erteleme ve yeniden yapılandırma gibi sorunları gündeme getirmiştir.

Bu dönemdeki finansal yardımların büyük bölümü ABD, İngiltere, Fransa gibi gelişmiş ülkelerde yapılmıştır. Öte yandan Sovyetler Birliği ve Doğu Bloku ülkeleri de bu alanda girişimlerde bulunmuş bazı GOÜ'lere finansman destekleri sağlamışlardır.

4.3.1960'lı Yıllar

GOÜ'ler 1960'lı yıllara iki kutuplu bir dünya ekonomisi içinde ideolojik gerginliklerin gerek ülke içinde, gerekse ülkeler arasında yoğun olarak yaşandığı bir konjonktür altında girmişlerdir. Ekonomik planlamacılığın ve devletçi ekonomik programların revaçta olduğu bir dönemde sadece GOÜ'lerde değil, bir çok gelişmiş ülkede de karma ekonomik programların ve aktivist istikrar programları izleme eğilimleri artma göstermiştir. Çoğu ülke bu amaçla Bakanlık veya Müsteşarlık düzeyinde planlama teşkilatları kurmuş ve iktisadi kalkınmanın rotasının devletçe belirlenmesi yönünde girişimlerde bulunmuştur (Bu konuda GOÜ'ler için örnek olarak Türkiye, gelişmiş ülkeler için ise İngiltere gösterilebilir).

Nitekim, 1960'lı ve 1970'li yıllarda çoğu GOÜ'lerde izlenen popüler gelişim paradigması merkezi planlaması ve fiziksel sermaye birikimini, kıt kaynakların tahsisinde yönetsel ve ayrımcı kontrolleri, devlet eliyle sanayileşmeyi (KİT'leşmeyi), dış borçlanma tarafından destekleyip bütçe açıklarına dayalı aktivist maliye politikalarını ve korumacı bir yapı içerisinde ithal ikame sanayileşmeyi ön plana çıkarmıştır. Bu görüş çerçevesinde GOÜ'lerin istenilen yatırım seviyesini ve buradan da istenilen ekonomik büyüme seviyesini

gerçekleştirebilmede yurtiçi tasarrufların yetersiz olduğu geleneksel yaklaşımı vardır. Dolayısıyla, bu süreçte dış borçlanmalar önemli bir role sahiptir (Husain, 1992, s.2).

Bu görüş yapısı Birleşmiş Milletleri de harekete geçirmiş olup, 1964 yılında alınan bir kararla gelişmiş ülkelerin GSMH'nın %1'ini her yıl GOÜ'lere transfer etmeleri istenmiştir. Transfer edilecek değerin en az %70'inin resmi kalkınma finansmanları şeklinde olması bu kararın bir diğer boyutudur (Todaro, 1983, s.339). Bu genel çerçeveye bağlı olarak 1960'lı yıllarda GOÜ'lerin dış borçlanmaları hızlı bir biçimde artmaya başlamıştır. Resmi kalkınma finansmanları bu süreçte baskın yapısı devam etmekle birlikte özel finansmanların da hızla artışı söz konusudur. Özellikle Uzak Doğu ülkeleri GOÜ'lerin genel yapısından farklı olarak, dışa açık bir ekonomik yapılanma biçiminin de etkisiyle özel ticari bankalardan borçlanmaya başlamış, yüksek getirili yatırımlar ve hızlı büyümeyle birlikte borç servislerinde herhangi bir ciddi sorun yaşamamışlardır (Krueger, 1987, s.168).

1960'lı yıllarda iki yanlı, çok yanlı ve özel sermaye transferleri hızla artma göstermiş, ancak özel sermaye transferlerindeki artış diğerlerinin çok üstünde gerçekleşmiştir. Bu süreçte hızla gelişen Batı Avrupa ülkeleri ve uluslararası finansal piyasalardaki önemli gelişmeler (Euro piyasaların gelişmesi, finansal derinliğin artması, vb.) belirleyicidir. Nitekim, GOÜ'lerin ilk euro kredi temini bu dönemde Fildişi sahilinin 10 milyon dolarlık euro kredi kullanımı ile başlamıştır (Arnaud, 1992, s.50). Döneme ilişkin diğer bazı notlar şu şekildedir (Bkz., Bal, 1998, s.34);

-1950'li yılların en önemli dış finansman kaynaklarından ikili finansmanlar 1960 yılında 4.2 milyar dolar iken, 1967 yılında 6.2 milyar dolara ulaşmış, çok yanlı finansmanlar ise, aynı dönemde 281 milyon dolardan 1 milyar doları (yıllık değerler olarak) aşan bir seviyeye ulaşmıştır.

-GOÜ'lerin dış ticaretine yönelik kredilendirme süreci de artma göstermiştir. 1960 yılında özel ihracat kredileri 498 milyon dolar iken, bu değer 1967 yılında 1.342 milyar dolara ulaşmıştır.

-1960'lı yıllarda uluslararası ticari banka kredilerinin GOÜ'lerin dış finansman içindeki payı %15 civarında kalırken, toplam dış finansmanların %80'leri resmi finansmanlardan oluşmakta (Debs ve diğ., 1987, s.17), ve söz konusu tüm kaynakların yaklaşık %60'ı imtiyazlı finansmanlar içermektedir (Todaro, 1983, s.338).

-GOÜ'lerin ihracatı bu dönemde yıllık ortalama %6 artarak, 1960 yılında %29.6 milyar dolardan 1972'de 79.9 milyar dolara yükselirken, aynı dönemde dış borçlar yılda

ortalama %14, borç servislerinin ihracat gelirlerine oranı da %6.8'den, %9.1'e yükselmiştir (Arnaud, 1992, s.27). Nitekim GOÜ'lerin aldıkları dış borçlara ve bunların kaynaklarına bakıldığında şöyle bir durum ortaya çıkmaktadır. GOÜ'ler 1961 yılında 20.9 milyar dolar borç almışken, 1971'e gelindiğinde bu rakam, 84.6 milyar dolara ulaşmıştır. Bu son rakam içerisindeki 64.9 milyar dolar kalkınma yardım komitesi üyeleri (DAC) tarafından 1.9 milyar doları uluslararası finansal piyasalardan, 10.6 milyar doları diğer uluslararası kuruluşlardan, 6.2 milyar doları ise, merkezi planlı ülkeler tarafından sağlanmıştır. Aşağıdaki Tablo 7, bu konuyla ilgili bilgiler vermektedir.

**Tablo 7: GOÜ'lerin Aldıkları Dış Borçların Kaynakları İtibariyle Dağılımı
(Milyar Dolar) (1961-1971)**

	1961	1967	1968	1969	1970	1971
DAC Ülkeleri	16.3	38.6	44.6	51.0	57.9	64.9
-Resmi Kalk. Yardımları	6	15.9	18	20.3	22.6	24
-Toplam İhracat Kredileri	7.4	15.7	18.5	21	23.8	27.5
-Diğer	2.9	7	8.1	9.7	11.5	13.4
U. Finansal Piyasalar	-	-	-	0.3	0.3	1.9
Diğer U. Kuruluşlar	3	5.8	6.5	7.3	9.2	10.6
Merkezi Planlı Ülkeler	1.5	3.7	4.3	5	5.6	6.2
Diğer	0.1	0.3	0.4	0.6	0.9	1
Toplam	20.9	48.4	55.8	64.2	74.1	84.6
Yıllık % Artış	17	15	15	15	14	14

Kaynak: OECD Development Cooperation Review, 1975, s.79'dan Aktaran; Ulusoy, 1992, s.46.

4.4.1970'li Yıllar

1960'lı yıllarda GOÜ'lere yönelik dış borçlanma akımlarında görülen hızlı artışlar ile, bunların daha çok orta ve uzun vadeli ekonomik gelişmeyi finanse etmek yönündeki yapıları, 1970'li yılların başlangıç dönemlerinin de genel özelliği olup, önemli artışlara sahne olmuştur. Kuşkusuz bu gelişme GOÜ'lerin dış borç stoklarının hızlı artışlar göstermesine neden olmuştur. Söz konusu bu artışların büyük çoğunluğu ise, ekonomik gelişmenin finansmanı bağlamında değerlendirilebilir yapıdadır. Bununla beraber daha sonraki gelişmeler bu yapıdan önemli ölçüde farklılık göstermeye başlamıştır.

1970'li yıllar sadece GOÜ'lerin dış borçlanmaları açısından değil çok çeşitli sebeplerle dünya ekonomi tarihi içerisinde ayrıcalıklı bir yere sahiptir. Bretton Woods sisteminin getirdiği sabit fakat ayarlanabilir döviz kuru sisteminin yerini dalgalı kurlara bırakması, petrol krizleri, yaygın enflasyonlar, değişken faiz oranlı kredilendirme süreçlerinin yaygınlaşması, stagflasyon ve iktisat teorisinin karşılaştığı açmazlar, yaygın işsizlik oranları, vb., bir çok beklenilmedik gelişmeler 1970'li yıllara özgüdür.

Bu yılların konumuz açısından en önemli yanı ise, GOÜ'lerin kalkınma finansmanı tedarikinde büyük ve önemli kurumsal değişmelerle dış borçluluk göstergelerinin çok hızlı bir şekilde artma göstermesidir. Nitekim, 1973-1980 arası dönemde GOÜ'lerin orta ve uzun vadeli dış borç stokları yıllık olarak ortalama %21.3 artma gösterirken, bu borçlanma içerisindeki özel kaynaklı borçların yıllık ortalama büyüme oranı %24 ve resmi kaynaklı borçların yıllık ortalama büyüme oranı ise %17.6 olarak gerçekleşmiştir (Krueger, 1987, s.168). Bu döneme ilişkin yeterince sağlıklı dış borç verilerinin bulunmaması ve çeşitli kaynaklarda benzer eğilimler içeren fakat farklı rakamlara sahip özet tabloların bulunması karşısında yukarıdaki oranların kesin olmadığını, fakat güçlü bir eğilimi yansıttığını söyleyebiliriz. Aşağıdaki Tablo 8, bunlardan birisidir

Tablo 8:GOÜ'lerin 1970'li Yıllarda Resmi ve Özel Kaynaklı Orta ve Uzun vadeli Dış Borçları (Milyar Dolar ve % Olarak)

Yıllar	Resmi Kaynaklı	%	Özel Kaynaklı	%	Toplam
1970	33.5	49.0	34.9	51.0	68.4
1974	61.2	43.4	79.8	56.6	141.0
1975	71.6	42.5	96.9	47.5	168.6
1976	83.5	41.0	120.3	59.0	203.8
1977	99.8	40.0	150.0	60.0	249.8
1978	120.1	38.5	191.6	61.5	311.7
1979	136.1	36.9	232.8	53.1	368.8
1980	157.5	37.1	267.3	62.9	424.8
1981	172.3	35.7	310.3	64.3	482.6
1982	190.9	35.5	347.1	64.5	538.0

Kaynak: World Development Report 1984'ten Aktaran; Korkmaz, 1986, s.144.

Dış borçlanma rakamlarındaki bu gelişmelerin bir diğer boyutu ise, 1970'li yıllarda GOÜ'lere yönelik uluslararası finansmanların geçirdiği evrimdir. Bu yıllarda GOÜ'lere yönelik uluslararası finansmanlarda her ne kadar resmi finansmanlar önemini korumuşsa da ağırlık giderek imtiyazsız finansmanlara kaymıştır. Nitekim, 1974-1983 döneminde petrol üreticisi olmayan GOÜ'ler için net dış finansmanın %80'den fazlası kredi şeklinde olup, bunun üçte ikisi ticari, değişken faizli, ödemesiz dönemde ve vadeleri daha kısa olan uluslararası ticari bankalar kredilerinden oluşmaktaydı (Lessard, 1986, s.2).

1970-1980 döneminde GOÜ'lerde kalkınma finansmanları yıllık ortalama %7,5 oranında artarken, banka finansmanları ise %20 artış göstermiştir (Arnaud, 1992, s.48). GOÜ'lere yönelik dış finansman akışlarının 1970'li yıllar boyunca gelişimini veren aşağıdaki tablo bu durumun detaylarını göstermektedir.

Tablo 9:Dış Finansman Çeşitleri Açısından Tüm Çeşitleri İle GOÜ'lerin 1970-1982 Arası Dönemde Toplam Net Kaynak Alışları (Milyar Dolar)

	1970	1972	1974	1976	1978	1980	1982
I.Resmi Kalkınma Fin.	21.3	21.4	29.1	30.1	33.5	36.2	34.9
1.İki Yanlı	18.4	18.4	24.1	24.4	26.3	28.6	27.3
a)DAC Ülkeleri	14.5	14.4	14.5	14.0	15.6	17.5	18.9
b) OPEC Ülkeleri	1.0	1.4	7.3	7.6	8.2	8.4	5.6
c)CMEA ve Diğ.	2.8	2.6	2.2	2.6	2.4	2.6	2.8
2.Çok Yanlı	2.8	3.0	4.9	5.7	7.1	7.5	7.6
II.Özel Gönüllü Ajanslar Bağış.	2.2	2.2	2.1	2.0	1.9	2.2	2.3
III.İmtiyazlı Olmayan Fin.	28.2	29.0	34.9	51.7	69.1	54.7	57.8
1.Resmi Yada Resmi Dest.	10.2	8.1	13.4	18.7	22.9	21.8	23.1
a)Özel İhr. Kredileri (DAC)	5.3	3.1	4.2	10.0	11.5	10.7	9.1
b)Resmi İhr. Kredileri (DAC)	1.5	1.6	1.4	2.0	2.6	2.3	2.5
c)Çok Taraflı	1.8	2.2	3.1	3.7	3.6	4.7	6.8
d)Diğer Resmi ve Özel (DAC)	0.6	0.9	1.4	1.2	1.6	2.1	3.1
e)Diğer	0.8	0.2	3.1	1.7	3.3	1.7	1.5
2.Özel Olanlar	18.1	20.8	21.4	32.9	46.1	32.9	34.7
a)Doğrudan Yatırımlar	9.5	9.2	3.3	12.3	13.8	10.2	11.2
b)Bankacılık Sektörü	7.7	10.4	17.6	18.8	27.6	21.3	21.4
c)Tahvil İhr.	0.7	1.1	0.4	1.8	4.6	1.3	2.0
Toplam Alışlar (I+II+III)	51.7	52.7	66.1	83.9	104.6	93.1	95.1

Kaynak: OECD Development Cooperation, 1983 (Paris: OECD, 1983), s.52.

Yukarıda verilen bilgiler GOÜ'lerin dış finansmanlarının 1970'li yıllarda hızlı bir şekilde resmi kalkınma finansmanlarından imtiyazlı olmayan finansmanlara yöneldiğini göstermektedir. Tabloda verilen veriler yüzde olarak ifade edilir ve özel gönüllü ajanslar bağışları hariç tutulursa şöyle bir durum ortaya çıkmaktadır.

1971 yılında GOÜ'lere yönelik finansmanlar içinde resmi kalkınma finansmanlarının payı %41.7 iken, bu değer 1975 yılında %37'ye, 1977'de %31.3'e, 1979 yılında ise %34.8'e düşmektedir. Tersine imtiyazlı olmayan finansmanların payı 1971 yılında %54 iken, 1975 yılında %60.6'ya, 1977 yılında %66.4'e ve 1979 yılında ise, %63'e kadar çıkmaktadır. Bu gelişmeler kuşkusuz GOÜ'lerin dış borç yüklerinin daha hızlı artmasına neden olmaktadır.

Öte yandan bu gelişmelere bağlı olarak Birleşmiş Milletlerin 1970'li yıllar için koyduğu hedefe ise görünürde ulaşıldığı görülmektedir. Görünürde ulaşılmıştır diyoruz. Çünkü, Birleşmiş Milletler 1960'lı yıllarda olduğu gibi 1970'li yıllarda da gelişmiş ülkelerin, ekonomik kalkınmalarını finanse etmek için GOÜ'lere her yıl GSMH'lerinin %1'i oranında dış finansman sağlamalarını kabul etmişti. Bu %1'lik değer %70'inin resmi, %30'unun ise, özel finansmanlar şeklinde olması öngörülmekteydi. Halbuki gerçekleştirmeler bunun tam tersi olmuştur. 1978 yılında sanayileşmiş ülkeler ortalama performansının söz konusu oran itibarıyla yalnızca %0.35, ABD için %0.27, Japonya için %0.23 ve Almanya için ise %0.38 olduğu düşünülürse gelişmelerin hayal kırıklığı olarak yorumlanması abartılı olmayacaktır (Bkz. Bal, 1998, s.38).

Yukarıda verilen bilgiler GOÜ'lerin 1970'li yıllarda dış borçlanmalarında çok hızlı artışlar yaşadığını ve bunların aynı zamanda yapısal bir değişim içine girdiğine işaret etmektedir. Kuşkusuz bu gelişmeler de 1970'li yıllara özgü GOÜ'lerin kendi içsel yapılarından kaynaklanan ve ekonomik konjonktürün neden olduğu bir çok faktör etkili olmuştur. Bu faktörler ve bunlara ilişkin açıklamalar aşağıda sıralanmıştır.

-Her şeyden önce GOÜ'lerin 1960'lı yıllardaki genel gelişme paradigmasının 1970'li yıllarda da varlığını korumasının bu ülkelerde neden olduğu önemli bir soruna değinebiliriz. Bu dönemde bir çok GOÜ için tam istihdam, ekonomik kalkınma ve gelişmiş ülkelere yetişebilme dürtüleri çok yoğundur. Bu ise, aralarında Türkiye'nin de bulunduğu bir çok GOÜ'de dış denge ve istikrarın ihmal edilmesine yol açacak şekilde yatırım ve borçlanma programlarına gitmelerine yol açmıştır.

-Bretton Woods para sisteminin çöküşü ve gelişmiş para birimleri üzeri devalüasyonlar uluslararası sermaye hareketlerinde artmaya yol açmıştır. Özellikle ABD'den dışarıya doğru bir sermaye akımı hızlanması başlamış, Avrupa para piyasalarındaki işlem hacimleri de artmıştır. Euro piyasalar bu gelişmelere bağlı olarak hızlı bir şekilde büyüme göstermiştir. Kuşkusuz bu süreçten ticari finansman arayışındaki GOÜ'ler de yararlanmışlardır (Bkz. Sönmez, 1990, s.108).

-1970'li yıllara özgü en önemli ekonomik gelişmelerden bir tanesi, kuşkusuz tüm ekonomiler için en önemli girdilerden birisi durumunda olan petrol fiyatlarındaki inanılmaz artışlardır. OPEC kartelinin 1973 sonrası petrol fiyatını %400 civarında arttırmasının iki önemli boyutu vardır. İlki, petrol üreticisi ülkelerin bir kaç yıl içerisinde çok yüksek miktarda dış gelirlere kavuşmasıdır. Sadece 1974-1980 döneminde bu ülkelerin dış fazlalık miktarının 330 milyar dolar olduğu tahmin edilmektedir (Arnoud, 1992, s.45). OPEC ülkeleri bu fon fazlalıklarının büyük bir bölümünü uluslararası piyasalarda değerlendirmişlerdir. Böylece uluslararası piyasalarda plasman yapılabilecek büyük bir kredi potansiyeli doğmuştur. Petrol fiyatlarındaki artışların ikinci boyutu ise, GOÜ'lerin petrol faturalarının aniden kabarma göstermesidir. GOÜ'ler 1973'te milli gelirlerinin %1'ini ve ihracat gelirlerinin de %5'ini petrol faturası olarak öderken, bir kaç yıl içerisinde bu oranlar sırasıyla; %5 ve %25'e çıkmıştır. Nitekim, petrol ithal eden ülkelerin sadece petrolden kaynaklanan açıkları toplam açıkların 1973'de %36.8'inden 1977'de %72.7'sine kadar yükselmiştir (Arnoud, 1992, s.44).

Bu süreç içerisinde gelişmiş ülkelerin ekonomik büyümelerini frenlemeye yönelik politikaların ve bu bağlamda ithalat azalışları ile yeni korumacılık eğilimleri GOÜ'lerin sınırlı

miktarda dış gelirlerinde büyük düşüşlere de yol açmıştır (Korkmaz, 1986, s.137). Bu her iki etkinin aniden ortaya çıkması karşısında GOÜ'ler acil olarak dış borçlanma yolunu seçmek zorunda kalmışlardır. Resmi finansmanlardaki yetersiz gelişmeler, hatta gerilemeler neticesinde GOÜ'lerin önünde tek bir açık yol kalmıştır. Bu ise başta uluslararası ticari bankalar kredileri olmak üzere ticari finansmanlara yönelmektir. Bu şartlarda artık GOÜ'ler için dış borçlanmanın anlamı, gelişmenin finansmanı olmaktan çıkmış ve dış açıkların finansmanı haline gelmiştir.

Uluslararası ticari bankalar topladıkları petro-dolarları uygun şartlarda GOÜ'lere Recycling mekanizması altında kullandırmaya başlamışlardır. GOÜ'lerin bu mekanizmayı işletebilmek için uluslararası ticari bankaların yaygın olarak kullandığı kısa vadeli kredilendirme süreci yerine, orta ve uzun vadeli kredi istemeleri ise bankaların değişken faizli borç verme sistemini devreye sokması ile birlikte giderilmiştir. Giderek yükselen enflasyon oranları ve öngörü eksiklikleri nedeniyle 1970'lerin ortalarından itibaren reel faizlerin negatif oranlara düşmesi ile birlikte GOÜ'lerin kredi taleplerinin hızla artması bu sistemin giderek yaygınlaşmasını sağlamıştır.

Öte yandan uluslararası ticari bankalar arası rekabet ve acele plasman arayışları borç verileceklerin kredibilitelerinin ölçülmesinde ihmallere de neden olmuştur. 1970'li yılların ikinci yarısından itibaren bu tür analizlerin artması ise, borçlanmanın belirli ülkelerde yoğunlaşmasına neden olmuştur. Yukarıda da değinildiği üzere 1970'li yıllarda GOÜ'lerin dış borçlanma koşullarında giderek olumsuzluklar artma göstermektedir. Aşağıdaki tabloda GOÜ'lerin 1970'li yıllarda yaptıkları borçlanmanın mali koşulları detaylı olarak gösterilmektedir.

Tablo 10: GOÜ'lerin 1970'li Yıllarda Yaptıkları Dış Borçlanmaların Mali Koşulları

	1972	1974	1976	1978	1980	1982
Tüm Borçlar Ort. Faiz	5.6	7.1	6.8	7.9	9.3	10.7
Resmi Kayn. Ort. Faiz	4.3	4.4	5.5	4.8	5.5	7.6
Özel Kayn. Ort. Faiz	7.3	9.7	7.9	9.7	12.8	12.8
Tüm Borçlar Ort. Vade (Yıl)	18.0	17.6	15.0	14.8	16.1	14.3
Resmi Kayn. Ort. Vade (Yıl)	25.3	24.5	23.0	24.3	23.7	21.9
Özel Kayn. Ort. Vade (Yıl)	9.2	10.8	8.7	9.2	9.2	9.3
Tüm Borçlar Ort. Ödemesiz Dönem (Yıl)	5.0	5.3	4.5	4.7	4.8	4.2
Resmi Kayn. Ort. Ödemesiz Dönem (Yıl)	6.7	7.1	6.6	6.4	6.2	5.6
Özel Kayn. Ort. Ödemesiz Dönem (Yıl)	2.9	3.5	2.8	3.7	3.5	3.3
Tüm Borçlar Ort. Bağış Payı (%)	27.7	21.0	18.6	14.5	8.8	0.6
Resmi Kayn. Ort. Bağış Payı (%)	41.5	40.4	32.4	37.6	32.8	19.6
Özel Kayn. Ort. Bağış Payı (%)	11.1	1.5	7.5	0.8	-13.1	-11.8

Kaynak: T. Derdiyok, 1992, s.20.

Yukarıdaki tablodan GOÜ'lerin dış borçlarının bu dönemdeki gelişmeleri ile ilgili şu noktalar dikkat çekmektedir:

1.Faiz oranları dönemin hemen hemen tamamında reel olarak negatif seviyelerdedir. Ancak, 1980'lerin başlarından itibaren çok hızlı yükselmeler söz konusudur (İkinci Dünya Savaşı sonrasında günümüze kadar olan dönemin en yüksek reel faiz oranları). ABD para politikasında yapılan antienflasyonist değişiklik, faizlerin hızla artmasının temel nedenidir (Craig, 1989, s.40). Tablo 9'da gösterildiği üzere yapılan borçlanmalar içerisinde değişken faizli borçlanmanın giderek daha yüksek oranlara ulaşması bu şartlar altında GOÜ'lerin dış borçlanma koşullarında çok önemli yükselişlere neden olmuştur. Bu ise, giderek borç servislerinin karşılanması amaçlı yeni borçlanma ihtiyaçlarını da arttırmıştır.

2.Dış borçlanmaların vadelerinin de giderek kısalması söz konusu olmuştur. Bu süreçte sadece özel kaynaklı olanlar değil, resmi kaynaklı kredilerin vadelerinin kısalması da oldukça etkilidir. Ayrıca, kısa vadeli borçların stok olarak yüksek miktarlara ulaşması da dış borçların döndürülebilmesini giderek zorlaştırmıştır.

3.Dış borçlanma koşullarının en önemli özelliklerinden olan geri ödemesiz dönem ve borçların içerdikleri bağış paylarının oranlarında da olumsuz gelişmeler yaşanmıştır. Özellikle borçlanmanın içerdiği bağış paylarında 1970'lerin sonlarından itibaren değerlerin negatif hale gelmeleri son derece dikkat çekici olmuştur. Kuşkusuz bu durum, GOÜ'ler dış borçları mali koşullarının giderek daha da ağırlaşmasına ve sürdürülebilmesinde önemli açmazlara neden olmuştur.

Tablo 11: GOÜ'lerin Dış Borçlarının 1970'li Yıllardaki Faiz Yapıları (% Pay Olarak)

	1972	1973	1974	1975	1976	1977	1978	1979	1980	1981	1982	1983
Sabit Faizli	93.5	88.4	83.9	80.0	77.2	75.4	72.9	68.4	67.0	63.2	61.2	57.0
Değişken Faizli	6.5	11.6	16.1	20.0	22.8	24.6	27.1	31.6	33.0	36.8	38.8	43.0

Kaynak: T. Derdiyok, 1992, s.23.

4.1970'li yıllarda GOÜ'lerin karşılaştıkları önemli sorunlardan birisi de sermaye kaçışları olup, dış borçlanma gereksinimlerinin daha da şiddetlenmesine neden olmuştur (Krueger, 1987, s.187). Özellikle Latin Amerika ülkeleri, uyguladıkları hatalı ekonomik politikalar nedeniyle bu sorunla sık sık karşılaşmışlardır. Örneğin 1980'li yılların başlarında Meksika'nın toplam dış borcu 75 milyar dolar iken, özel sektörün yurtdışında tuttuğu varlıkların değeri 40 milyar doları bulmakta idi (Ulusoy, 1992, s.91). Yine çok borçlu beş GOÜ'nün 1976-1984 döneminde dış borçları 243 milyar dolar artarken, bu ülkelerden dışarıya giden özel sermaye çıkışlarının miktarı aynı dönemde 133 milyar dolar olarak tahmin

edilmekteydi (Diwan, 1989, s.121). Aşağıdaki Tablo 12, bazı GOÜ'lere ait 1976-1987 arasındaki dönemde tahmini sermaye kaçışlarını özetlemektedir.

Tablo 12: Bazı GOÜ'lerde Gerçekleşen Tahmini Sermaye Kaçışları (Milyar Dolar) (1976-87)

Venezüella	Arjantin	Brezilya	Meksika	Peru	Filipinler
40.1	29.1	20.4	60.6	2.9	5.6

Kaynak: A. Ulusoy, 1992, s.93.

5.1970'li yılların en tipik özelliklerinden birisi de sabit kurlardan dalgalı kurlara geçilmesidir. Bretton Woods sisteminin çöküşüyle ortaya çıkan ve 1976 Jamaika Konferansıyla fiilen kabul edilen bu olgu (Parasız, 1992, s.524), 1970'lerde belli başlı dünya ülkelerinin ulusal paralarının birbirleri karşısındaki değerlerinde çok önemli değişimlere yol açmıştır. 1970 yılında 1 dolar 3.65 Alman Markı iken, 1979'da 1.83 Mark'a, 1 Dolar 5.33 Fransız Frank'ı iken, 4.25 Frank'a, 1 dolar 4.12 İsviçre Frangı iken, 1.66 Frank'a kadar düşmüştür. Bu durumda dolar dışındaki paralarla dış borcu olanlar zararlı çıkmışlardır. Çünkü bu ülkelerde, döviz gelirlerinin ve borçlanmalarının çoğu ABD doları cinsindendi.

Bu sebeple, 100 milyon mark borcu olan bir ülke, 1965'te bunu 25 milyon dolarla ödeyebilirken, 1979'da 55 milyon dolarla ancak ödeyebilmekteydi. Diğer bir ifadeyle mark cinsinden dış borcu olan ülkelerin dolar itibariyle dış borçları 2.2 kat ağırlaşmış oluyordu (Korkmaz, 1986, s.136). Kuşkusuz bu durum, sadece GOÜ'ler açısından değil gelişmiş ülkeler açısından da beklenen bir durum değildi ve borç stoklarında çok önemli oynamalara yol açmaktaydı. Bir çok GOÜ bu gelişmeler sebebiyle borçlarının bir kaç yıl içerisinde çok ciddi artışlar gösterdiğine tanık olmuş ve borç servislerini yerine getirirken mecburen yeni borçlanmaları kullanmak zorunda kalmıştır.

6.GOÜ'ler dış borçlanma ilişkisi bağlamında 1970'li yıllara özgü en tipik yapılarından bir diğeri de GOÜ'lerin dış borçların yönetiminde gösterdikleri başarısızlıklardır. Bu dönemde çoğu GOÜ'nün dış borç stoklarını dahi bilmemeleri kurumsal bir dış borç yönetimine sahip olmamaları ve risk yönetiminden tamamen habersizlikleri sorunun büyüklüğü hakkında dikkat çekicidir.

GOÜ'lerin 1970'li yıllarda uluslararası finansman alanında yaşadığı yukarıda izah edilen sorunlar bu ülkelerin borç servisi yükümlülüklerini yerine getirmede sorunlarla karşılaşmalarına sebep olmuştur. Hatta 1970'li yılların sonlarına doğru aralarında Türkiye'nin de bulunduğu bazı ülkeler dış borçların yeniden yapılandırılması üzerine uluslararası kuruluş

ve kreditorlerle masaya oturmuşlardı bile (Arjantin 1976'da, Peru 1978'de, Türkiye ise 1978, 1979 ve 1980 yıllarında). Ancak, borç ödeme sorununun genel bir hal alması 1982 Ağustosunda Meksina'nın moratoryum ilanı ile başlamış ve durumu fark eden kreditorlerin kredilendirme süreçlerini kesmesiyle beraber, süratle diğer bir çok GOÜ'ye de yayılmıştır.

4.5.1980'li Yıllar

1970'li yılların ikinci yarısından itibaren dış borçlanmalarını sürekli arttıran GOÜ'ler, uluslararası ticari bankaların bu süreci beslemesiyle beraber eski borçların yeni borçlarla finanse edilmesine dayanan bu süreci uzun süre devam ettirebilmişlerdir. Ancak, yukarıda sıraladığımız faktörler, özellikle faiz oranlarındaki şiddetli tırmanışlar bu sürecin ani olarak kesilmesinin en önemli sebebi olarak karşımıza çıkmaktadır. Faiz yükünün aşırı boyutlarda artmadığı ve sürekli yeni borçlanma imkanlarının varlığını korumaya devam ettiği bu süreçte kriz beklentisinden söz edilemezdi, belki de bu anlamda borç krizi en azından üç-beş yıl daha ileriye rahatlıkla taşınabilir bir karakter sergilemekteydi (Berg ve Sachs, 1988, s.272).

Faiz oranlarındaki hızlı artışların yıkıcı etkilerinin bu dönemde tüm GOÜ'ler için aynı ölçekte olmamaları krize giren tüm ülkeler için faizlerdeki artışı tek açıklayıcı değişken olmaktan çıkarmaktadır. Çünkü, borçlanmalar için ödenen faiz oranlarının ülkelerarası farklılıkları doğal olarak farklı miktartlı borç servisi yükümlülüklerine neden olmaktadır.

Nitekim, 1973-1989 döneminin büyük çoğunluğunda Türkiye, Endonezya ve Filipinler LIBOR altındaki faiz oranlarıyla borçlanabilmişken, Meksika ve Şili LIBOR üstünde faiz oranlarıyla borçlanabilmişlerdir (Kunt ve Detragiache, 1994, s.264, 272). Bu süreçte borçlanmanın yapısal özellikleri (resmi-özel; değişken faizli-sabit faizli) aradaki farklılıklarının en önemli sebebidir. Resmi finansmanların içerdikleri imtiyaz oranları bu kredilerin faiz oranlarının düşük kalmasına sebep olarak borç servisi yükümlülüklerinde pozitif etkiler yapmıştır.

Bu açıdan Latin Amerika ülkeleri ve Asya ülkeleri arası bariz farklılıklar söz konusudur. Latin Amerika ülkeleri borçlanma yapısı içinde özel finansmanlar ve değişken faizli borçlanma şekilleri yaygınlık gösterirken Uzak Doğu ülkelerinde daha çok resmi finansman içeren bir çoğunlukla sabit faizli borçlanmayı tercih eden bir borçlanma yapısı yaygınlık göstermektedir. Aşağıdaki Tablo 13, 1973-1989 döneminde yukarıda söz konusu edilen borçlanma yapılarının çeşitli ülkelerdeki durumunu özetlemektedir.

Tablo 13: Bazı GOÜ'lerde Dış Borçlanmanın Yapısı (1973-1989)

Yıl	Arjantin		Brezilya		Şili		Endonezya		G. Kore		Meksika		Filipinler		Türkiye		Venezuela	
	A	B	A	B	A	B	A	B	A	B	A	B	A	B	A	B	A	B
1973	14.3	6.8	20.9	35.9	48.7	6.8	61.6	2.3	45.2	8.6	29.4	40.1	32.2	7.4	90.4	0.5	21.9	22.9
1974	16.2	17.5	17.8	44.6	46.4	11.0	56.2	1.6	43.6	14.0	25.7	49.0	31.7	17.1	89.1	1.0	23.3	20.7
1975	17.1	17.5	17.1	52.1	48.7	11.0	48.3	15.0	42.3	16.7	22.5	51.1	31.9	20.0	89.8	0.8	37.0	18.3
1976	15.4	36.7	15.6	55.6	46.7	14.0	46.8	17.5	43.8	17.7	20.9	50.3	28.3	19.7	84.8	3.0	16.1	39.0
1977	15.3	39.4	14.3	54.7	41.9	17.5	48.7	16.4	42.8	17.9	17.7	53.3	28.6	21.2	73.9	9.3	9.4	60.2
1978	16.8	38.2	12.5	56.7	31.0	32.7	51.8	13.5	39.4	26.1	17.8	59.6	30.5	21.8	75.6	8.8	5.8	63.4
1979	13.3	48.0	12.0	59.5	20.9	47.1	51.8	13.4	35.6	27.2	16.8	69.8	32.0	25.1	58.6	31.5	3.8	76.7
1980	11.3	57.2	12.2	61.3	14.6	51.2	52.6	16.2	34.7	35.2	10.9	71.2	29.8	29.4	61.8	24.0	4.1	78.5
1981	8.4	59.5	11.8	67.3	10.1	55.8	51.8	17.8	33.6	39.0	10.1	75.0	32.7	30.6	64.0	23.4	3.6	79.9
1982	7.2	42.9	11.6	69.7	8.5	66.1	51.1	20.1	34.5	42.3	11.7	76.3	31.4	36.1	63.9	24.0	3.1	83.6
1983	7.8	77.1	12.4	72.2	8.7	71.3	47.8	22.8	34.0	47.1	8.2	82.5	35.1	35.5	62.7	24.3	2.4	81.2
1984	7.1	78.4	13.9	75.9	8.7	80.5	46.9	24.2	31.3	49.2	8.1	83.8	38.2	37.1	60.1	27.5	1.7	88.1
1985	11.5	82.9	17.0	72.1	11.9	82.3	49.5	22.1	29.0	43.6	10.0	81.4	41.1	36.4	61.4	27.3	1.5	86.0
1986	13.2	83.2	20.8	70.1	16.1	80.7	51.0	24.3	30.6	30.6	13.3	79.4	37.8	51.0	60.0	29.4	0.1	89.7
1987	17.1	84.1	23.8	67.5	21.7	79.1	55.0	26.2	38.1	30.5	15.9	79.1	41.2	48.2	57.6	31.8	1.3	89.1
1988	17.7	83.0	24.3	73.4	26.9	80.1	58.3	35.5	38.1	45.8	18.1	80.4	44.8	45.5	54.8	35.2	1.5	88.9
1989	18.6	85.6	26.9	72.9	32.9	76.4	60.9	38.0	37.2	45.7	20.9	80.3	52.9	44.4	46.3	32.1	3.2	89.0

Kaynak: Kunt ve Detragiache, 1994, s.270,271

(A) : Resmi Kaynaklı Borçlanmanın Toplam Borçlar İçindeki % Payı,

(B) : Kamu ve Kamu Garantili Borçlar İçinde Değişken Faizli Borçlanmanın % Payı.

Öte yandan, borç krizinin doğması sürecinde sıralanabilen bir çok faktörün varlığını kabul eden, ancak bunların birer sebep olmaktan ziyade, sonuç olarak değerlendirilmesi gerektiğini belirten görüşler de ilgili literatürde önemli bir yer kaplamaktadır. Bu yaklaşımların ortak paydasının krizin temellerine inebilmek olduğu belirtilebilir. Bu bağlamda, ünlü iktisatçılardan Balassa'nın çalışmaları dikkat çekici olup, değerlendirmelerde ülkelerin izledikleri dış ticaret rejimlerinin yapısına dikkat çekmektedir. Balassa (1982, 1984), özellikle Uzak Doğu ülkelerinin izledikleri dışa açık ihracata yönelik dış ticaret rejimlerinin bu ülkelerin borç krizinden uzak durabilmelerinde temel olduğu yaklaşımını savunmaktadır.

Diğer yandan Berg ve Sachs (1988), 1970'li yıllarda aşırı borçlanma girişimlerinin temelinde politik sebeplerin ağırlıklı olduğunu ve çoğu durumda dış borçlanmanın sosyal talepleri tatmin amaçlı olarak kamu harcamalarını finanse etmede kullanıldığını iddia etmektedirler. Nitekim, Latin Amerika ülkelerinde Şili hariç (bu ülkede borçluluk sorunu daha çok özel sektör içerikli bir olgudur) tüm ülkelerde bazı küçük farklılıklara karşın yapılan dış borçlanmaların büyük bir kısmı ekonomideki kamu girişimlerini sayı, hacim ve genel önemini arttırmak amaçlı olarak kullanılmıştır (Selowsky, 1988, s.308).

Berg ve Sachs (1988), politik sebeplerin ardındaki iki önemli noktaya işaret ederler: Bunlardan birincisi, gelir dağılımındaki aşırı dengesizlikler ve bunun neden olduğu gelir dağılımının devletçe düzeltilmesi yönündeki baskıların ekonomik politika üzerine yansımalarıdır. İkincisi ise, yine ilk faktörü besleyici nitelikte olmak üzere tarımsal kesimin büyüklüğüne bağlı olarak hükümetlerin popülist politikalardan kaçınamamalarıdır. Her iki

faktörün bir araya gelmesi ise, devletin özellikle dış borçlanmaya dayalı kamu harcamalarını hızla arttırmaya neden olmakta ve dış borç birikiminin süratlenmesine sebep olmaktadır (Berg ve Sachs, 1988, s.273). Yukarıda belirttiğimiz bu görüşler genel itibariyle uluslararası mali kurumların da teşhisleri arasında gösterilmektedir. Nitekim, IMF direktörlerinden Eduardo Wiesner, bu konuda şunları söylemekteydi; “Hiç bir faktör borç krizinin nedenini bir çok Latin Amerika ülkesindeki mali açıklardan daha iyi açıklayamamaktadır. İlgili olan başka faktörler olsa da en önemli problemin dışardan sağlanan kredilerle finanse edilen aşırı kamu harcamaları olduğuna dair hiç bir şüphem yoktur. Dünya ekonomisinde ortaya çıkan resesyon ve uluslararası para piyasalarındaki faiz oranı artışları krizi hızlandırmış olabilir, fakat, bunlar asla krize sebep olmamışlardır. İç politikalar bu ülke ekonomilerinin dış etkenlere karşı zayıf olmalarına sebep olmuştur” (Saraçoğlu, 1996, s.8).

Tanınmış iktisatçılardan Dornbusch ve Fischer ise, sorunu; GOÜ’lerin uygun olmayan borçlanma politikalarının ve uygun olmayan ticari bankalar kredilendirmelerinin, yine uygun olmayan dünya makro ekonomik koşullarıyla bir araya gelmelerinin bir sonucu olarak görmektedirler (Compbell, 1992, s.10).

Tüm bu gelişmeler neticesinde 1980’li yılların başlarında GOÜ’ler açısından dış borç sorunları had safhaya çıkmış ve Ağustos 1982’de Meksika’nın borçlarını ödeyemeyeceğine ilişkin “moratoryum” ilanı ile dış borç krizi önce tekil ülkelerden başlayıp, giderek yayılarak bir uluslararası borç krizi haline almıştır. GOÜ’lerin büyük çoğunluğunun borç servisi yükümlülüklerini yerine getirememesi ve giderek uluslararası kredi piyasalarından dışlanmaları bu sürecin uluslararası bir hal almasının temel sebebidir. Bu dönemde sadece Meksika’nın ticari bankalara olan 49 milyar dolarlık borcu ertelenmiştir. Arjantin ve Venezüella’nın göz önüne alınması halinde, bu üç ülkenin toplam 93 milyar dolarlık borcu ertelenmiştir (Sönmez, 1990, s.111).

Başlangıçta geçici sanılan kriz giderek büyümüştür. Nitekim. 1984 yılına gelindiğinde ticari bankaların borç verilen ülkelere alınacak faizler toplamı 1984-1985 ve 1986 yıllarındaki yeni borç miktarlarından fazla olmuştur (Oktar, 1989, s.226). Sorun o kadar hızlı genişlemiş ve önemli bir boyut almıştır ki, 1982 yılının sonuna gelindiğinde 40’tan fazla GOÜ, birikmiş borç sorununu yaşamaya başlamıştı bile (Arnaud, 1992, s.71; Lasonde ve Taşkın, 1993, s.113).

1974-1981 döneminde yılda ortalama 2 milyar dolar olan borç ertelemeleri, 1982-1985 döneminde, uzun vadeli borçların üçte ikisine eşit olan 140 milyar dolara ulaşmıştır. Ayrıca, bankalar, iradi olmayan 27 milyar dolarlık yeni kredi açmışlardır ki, bunlar, eski borçların ödenmesinde kullanılmıştır. Bu durum, GOÜ'lerin pazarlık gücünü yansıtmak bakımından önemlidir. Brezilyalı iktisatçı Celso Nung: "Bir milyar dolar borcum olsa işim bitik, ama 50 milyar dolar borcum olsa bankaların işi bitik" derken bu pazarlık gücünü ifade etmektedir (Açba, 1991, s.79). Bu çerçevede 1980'ler borç krizi bir çok GOÜ için yıkım halini almıştır. Daha önceki borç krizlerinde yaşanmadık boyutlarda üretim ve istihdam kayıpları, gelir dağılımında bozulma, ayrıca geniş halk kesimlerinin yoksulluk sınırı altına düşmelerine yol açmıştır (Arın, 1997, s.51).

Bergsten (1985), bu durumu belirtmek üzere şu ifadeyi kullanmaktadır; "GOÜ'lerin borç sorunu henüz tamamlanamamıştır. GOÜ'lerin çoğu için kişi başına tüketimde her hangi bir artış olmayan (belki de daha kötü duruma geline) kayıp bir on yıl söz konusudur. GOÜ'lerin bir biri ardına borç erteleme taleplerinde bulunmaya başlamaları hem uluslararası finansal sistemi, hem de resesyon yaşayan Batılı ülkeleri dahi tehdit eder hale gelmiştir. Kuşkusuz bu durum var olan sorunu başlangıçta yeterince önemsemeyen Batılı ülkeler ve kurumları harekete geçmeye sevk eden en önemli güdü olmuştur.

Yaşanan borç krizine IMF-World Bank grubu başta olmak üzere gelişmiş ülkelerin yaklaşımlarını iki grup olarak ifade edebiliriz. Bunlardan ilki, GOÜ'lerin borç ödeme sorunlarını hafifletici, kolaylaştırıcı, hakemlik olarak belirtebileceğimiz taraflar arasındaki sorunların aşılmasına yardımcı olucu ve kriz içindeki ülkelere taze kredi akışlarının devam etmesini sağlayıcı önlemlerdir. İkinci grup yaklaşım seti ise, bu ülkelerdeki ekonomik etkinliği arttırıcı, dünya ekonomisiyle bütünleştirici bir transformasyon programı, yani bu ülkelerin borçlarını kendi kendilerine ödeyebilme kapasitelerini oluşturucu ve ekonomilerin daha liberal hale getirici önlemler paketi olarak karşımıza çıkmaktadır.

İlk grup olarak belirttiğimiz yaklaşımlar içerisinde Baker ve Brady Planları, Paris Klüp çalışmaları ve uluslararası mali kurumlar kredileri akışlarını sağlamaya yönelik faaliyetler dikkat çekmektedir. Kuşkusuz bu faaliyetler daha çok kreditor ülke tercihlerinin bir yansıması olup, kriz içerisindeki çoğu ülke tarafından genellikle sıcak karşılanmamış, hatta borçlular karteli oluşturma çabaları içerisinde bu girişimlere karşı gelinmeye ve zaman zaman da engellenmeye çalışılmıştır. Quito Bildirisi ve Kartagana Konferansı bu mahiyetteki birer

girişimdir. Ancak, borçlu ülkelerin çabaları çoğunlukla sonuç vermemiş ve gelişmiş ülke tercihleri ön plana çıkmıştır. Bu sürece 1980'lerin ikinci yarısından itibaren giderek önem kazanmaya başlayan borç değişim programları da ilave edilebilir. Nitekim, borç-borç(debt-debt), borç-özsermaye(debt-equity), borç-doğa(debt-nature), borçların geri satın alınması (debt buyback), vb. değişim programları daha sonraları giderek önem kazanmış ve uluslararası kuruluşların desteği altında bir çok defa ve önemli miktarlarda olmak üzere uygulama şansı bulmuşlardır. Bu girişimlerin çokluğu dış borçların yönetimi kavramının çoğu kez dış borç krizlerinin yönetimindeki uluslararası kurumlar faaliyetleri ile özdeşleşmesine neden olmuştur.

İkinci grup yaklaşım ise, 1950-1980 arası dönemde az sayıdaki GOÜ hariç diğerlerinin genel olarak uyguladığı ve uluslararası kurumların desteğini alarak sürdürmeye çalıştıkları genel gelişme paradigmasının değiştirilmesi yönünde olmuştur. Ekonomik etkinliğin artırılması, mali disiplinin sağlanması, gerçekçi döviz kurları uygulanması, deregülasyonlara gidilmesi, kamu harcamalarında önceliklerin eğitim, sağlık ve alt yapıya yönlendirilmesi, vergi tabanının genişletilmesi, dışa açık dünya ekonomisiyle bütünleşmiş devletçi bir model yerine özel sektörü baz alan, bu yüzden özelleştirmenin önem kazandığı ve ekonomik liberalizmin unsurlarının giderek ağırlık kazandığı yeni bir gelişme tarzı bu dönemde ön plana çıkmıştır. 1960 ve 1970'li yıllarda Uzak Doğu ülkelerindeki ekonomik başarılar bu sürecin doğmasının ve hızla gelişme göstermesinin temel sebebidir.

Bu yeni ekonomik yapılanma biçimi uluslararası mali kurumlar tarafından borç krizi içindeki ülkelere tavsiye edilen ve belki de zorlanılan bir yapılanma şeklidir. IMF ve World Bank'ın kriz içindeki ülkelere yardımlarını bu yeni gelişme tarzının unsurlarını içeren istikrar programlarını uygulamaları ve yapısal ürün programları izlemeleri şartıyla yapmaları, bunun yanı sıra bir çok GOÜ'nün ekonomilerinin döviz üretme kapasitelerini artırma arzuları kısa bir zaman dilimi içerisinde bir çok ülkede bu sürecin genel kabul görmesine yol açmıştır (bkz. Eşkinat, 1997, s.349-360).

Bu gelişmelere bağlı olarak 1980'li yıllar, GOÜ'ler açısından genel bir transformasyon dönemi, borç sorunlarının gündemin her zaman en önemli maddelerinden biri olarak kaldığı bir dönem ve genel olarak uluslararası finansman imkanlarının hızla daraldığı bir kriz dönemi olarak adlandırılmaktadır. Nitekim iktisat literatüründe 1970'li yıllar petrol krizi yılları olarak nitelendirilmekte iken, 1980'li yıllar da borç krizi yılları olarak

değerlendirilmektedir. Aşağıdaki Tablo 14, bu yıllara ait GOÜ'lere yönelik net uzun dönemli finansman akışlarının gelişimini özetlemektedir.

Tablo 14:1980'li Yıllarda GOÜ'lere Yönelik Net Uzun Dönem Finansman Akışları (Milyar Dolar)

	1980	1981	1982	1983	1984	1985	1986	1987	1988	1989
T. Net Akışlar	82.8	99.9	88.4	68.2	61.9	56.6	51.2	46.1	60.9	63.3
T.Resmi Kalk. Fin.	32.6	33.7	33.8	31.6	34.0	31.8	33.6	32.2	36.3	36.6
-Resmi Bağış	12.5	11.4	10.4	9.9	11.4	13.2	14.0	14.9	18.0	18.6
-Resmi Krediler	20.1	22.3	23.4	21.7	22.6	18.6	19.6	17.3	18.3	18.0
.İki Yanlı	12.2	12.9	11.9	10.6	10.3	6.4	6.3	4.9	6.8	6.1
.Çok Yanlı	7.8	9.4	11.5	11.0	12.4	12.2	13.3	12.4	11.5	11.9
Özel Krediler	41.1	53.3	43.6	28.1	19.6	14.3	8.1	0.7	5.5	4.3
-T. Bankalar	30.8	44.0	30.9	19.8	14.6	4.7	2.4	-1.1	0.7	3.0
-Tahvil İhr.	1.1	1.3	4.8	1.0	0.3	5.0	1.3	0.2	2.2	0.3
-Diğer	9.2	8.0	7.8	7.4	4.7	4.5	4.4	1.6	2.6	1.0
Doğrudan Yatırımlar	9.1	12.9	11.1	8.5	8.3	10.5	9.5	13.2	19.1	22.4
Net Transferler	37.0	45.7	27.4	10.5	-0.9	-7.4	-10.0	-16.8	-9.5	-1.0

Kaynak:İ. Husain, 1992, s.37.

Yukarıdaki Tablo 14'ün işaret ettiği bazı önemli noktalar şunlardır:

1.Her şeyden önce 1980'li yıllarda GOÜ'lere yönelik uluslararası finansal akımlar şiddetli bir daralma göstermektedir. Borç krizinin patlak vermesinden bir yıl önce 99.9 milyar dolar olan akışlar toplamı 1980'li yılların tamamı boyunca bir kez daha bu değere ulaşamamış ve çok daha gerilerde kalmıştır. Nitekim, 1989 yılına gelindiğinde tüm çabalara karşın bu rakam ancak 63.3 milyar dolara ulaşabilmişti.

2.Uluslararası finansmanlarda yaşanan hızlı daralma tamamen özel kaynaklı uluslararası finansmanlardan kaynaklanmaktadır. Nitekim, 1981 yılında 53.3 milyar dolar olan özel kaynaklı uluslararası finansmanlar 1987 yılında 0.7, 1989 yılında ise sadece 4.3 milyar dolar civarındadır. Bu süreçte uluslararası ticari kaynakların GOÜ'lere yönelik kredi kapılarını neredeyse tamamen kapatmaları ve uluslararası sermaye piyasalarının da gerek yapısal gerekse kurumsal kısıtlamaları da GOÜ'leri dışlamaları etkili olmuştur.

3.GOÜ'lere yönelik resmi kalkınma finansmanları tüm çabalara rağmen arttırılamamıştır. Özellikle gelişmiş ülkelerin yaşadıkları resesyon nedeniyle ikili finansmanları azaltmaları uluslararası mali kurumların ise gerektiği ölçüde ilave finansman sağlayamamaları bu sürecin nedenidir.

4.Bu gelişmeler neticesinde 1980’li yıllarda GOÜ’lerin dış finansman kaynakları yapısal bir değişime uğramış ve finansman yapısı içindeki resmi kaynakların oranı hızla artmıştır. GOÜ’lere yönelik resmi finansmanların toplam içindeki yeri 1982’de %38.2 iken, 1987 yılında %69.8’e, 1989 yılında %59.6’ya , 1989 yılında ise %57.8’e karşılık gelmektedir.

5.Dönemin en dramatik gelişmesi ise 1984-1989 yılları arasında GOÜ’lere yönelik net uzun dönem uluslararası finansman akışlarının negatif değerler almasıdır. Bir başka ifadeyle GOÜ’lerin gelişmiş ülkeleri finanse etmişlerdir. 1984-1989 döneminde GOÜ’lerin gelişmiş ülkelere yaptıkları toplam transfer miktarı 45.6 milyar doları bulmaktadır ki bu rakam gerçekten inanılmaz derecede yüksektir. Kuşkusuz net uzun dönem uluslararası finansman transfer rakamları çoğu diğer göstergeye kıyasla çok daha önemlidir. Bu gösterge dış finansman girişlerine bakılarak analizlere gidilmesindeki hataları ortadan kaldırabilmektedir. Zira, bu gösterge söz konusu ülkelerin GSYİH büyüme oranları üzerindeki dış kısıt uygulamalarının çok daha kesin bir göstergesidir. Yine bu göstergenin değeri söz konusu ülkelerin dış borç birikim süreçlerinin sürdürülebilirliğinin en temel belirleyicisi durumundadır (Bacha, 1992, s.1190).

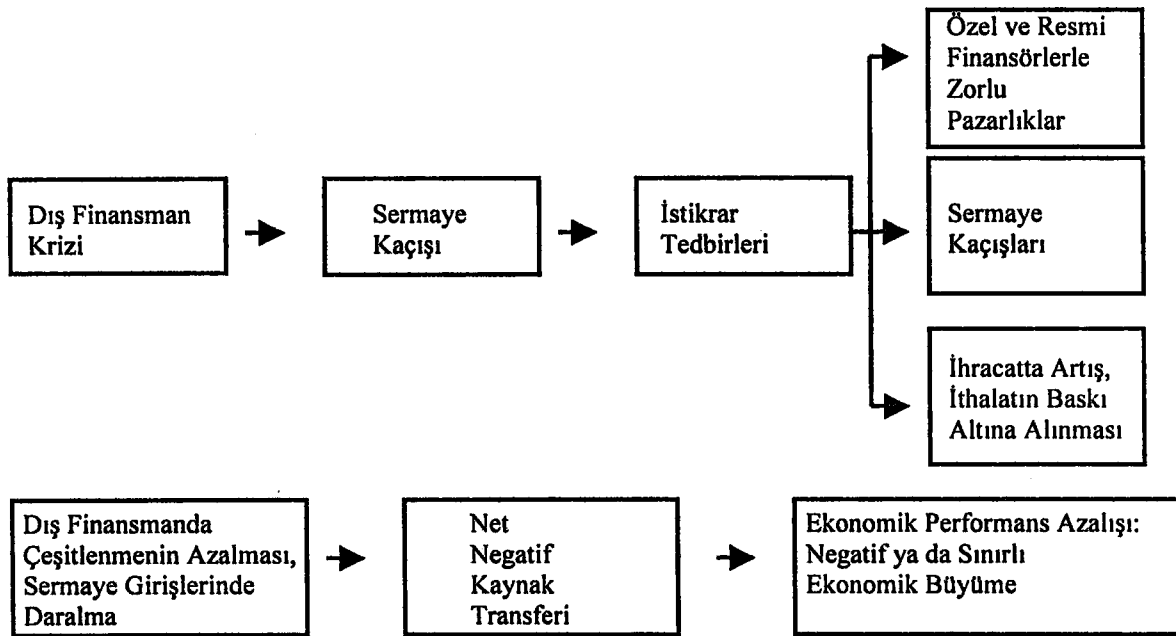
GOÜ’lere yönelik net akışlar açısından en olumsuz gelişmeler kuşkusuz çok borçlu GOÜ’lerde yaşanmıştır. Bu dönemde söz konusu ülkelerin net uzun dönem uluslararası finansman akışları (negatif olmak) çok ciddi boyutlarda olup tablo 15’te gösterilmiştir. GOÜ’lerin gelişmiş ülkelere net kaynak transferi yaparak (hem de 7 yıl boyunca) kalkınabilmeyi savunulamayacağına göre bu gelişmeler GOÜ’lerin dış finansmanları bağlamında çok ciddi bir handikap olarak değerlendirilmek zorundadır.

Tablo 15: Çok Borçlu Ülkelere Yıllık Ortalama Toplam Net Kaynak Akışları (Milyar Dolar) (1980-88)

	1980-82	1983-85	1986-88
Resmi Transferler	0.4	0.8	1.4
Doğrudan Yatırımlar	4.0	3.5	2.5
Resmi Krediler (net)	6.7	8.2	4.4
-İki Yanlı	2.2	1.6	1.6
-Çok Yanlı	3.1	3.8	3.9
-IMF Kredileri	1.4	3.8	-1.1
Özel Krediler	30.1	7.3	-0.5
Toplam Net Akışlar	41.2	19.8	7.8
Toplam Net Transferler	15.9	-20.8	-29.0

Kaynak: I. Husain, S. Mitra, 1989, s.3’ten Derlenmiştir.

Nitekim, çoğunluğunu Latin Amerika ülkelerinin oluşturduğu çok borçlu ülkelerde bu gelişmeler söz konusu ülkelere negatif büyüme oranlarının yaygınlığı ile kendisini göstermiştir. Aşağıdaki Şekil 4 bu durumu tasvir etmektedir.



Şekil 4: Negatif Kaynak Transferi Sorunu İle Karşılaşan GOÜ'lerde Negatif Hızlı Büyüme Süreci
Kaynak: Öniş, 1989, s.84 ve Öniş, 1991, s.27'den Yararlanılarak Düzenlenmiştir.

Öte yandan 1980'li yıllarda yaşanan bu gelişmelerin genel yansıması GOÜ'lerde toplam dış borç stoklarında artış hızlarının giderek ılımlı bir seyir göstermesi şeklinde karşımıza çıkmaktadır. Bu süreçte bazı ülkelere ait borçların belirli miktarlarının yapılan görüşmeler neticesinde affedilmesi, indirimle gidilmesi (özetle kısa vadeli dış borçlar için) vb faktörler etkili olmuştur. Dış borç stoklarındaki artışların önemli bir bölümü ise aralarında Türkiye'nin de bulunduğu 1980'li yıllardaki borç krizi yaşamayan veya daha az yaşayan bazı ülkelerin dış borç stoklarındaki artışlardan kaynaklanmaktadır. Söz konusu döneme ait GOÜ'lerdeki dış borç stoklarının gelişimi Tablo 16'da özetlenmiştir.

Tablo 16: 1980'li Yıllarda GOÜ'ler Dış Borç Stoklarının Gelişimi (Milyar Dolar)

	1980	1983	1984	1985	1986	1987	1988	1989
Toplam Dış Borç Stoku	561.8	806.7	843.1	936.9	1027.6	1151.7	1136.5	1146.7
Orta ve Uzun Vadeli Dış Borçlar	420.7	633.2	674.8	767.8	867.3	980.5	959.8	958.8
A.Kamu Dış Borçları	350.6	529.0	573.6	674.6	782.8	903.2	896.3	901.9
-Resmi	156.7	218.7	232.8	294.4	356.6	433.2	436.5	454.0
-Özel	193.9	310.3	340.8	380.2	426.2	470.1	459.8	447.9
B. Özel Garantisiz Dış Borçlar	70.1	104.3	101.2	93.2	84.4	77.2	63.5	56.9
IMF Kredileri	12.4	33.9	36.0	40.2	42.5	42.8	35.0	31.9
Kısa Vadeli Dış Borçlar	128.7	139.3	132.3	128.9	117.8	128.5	141.7	156.0
Toplam Dış Borç Servisi	91.0	108.9	117.7	124.6	129.3	140.4	151.8	135.7
A. Orta ve Uzun Vadeli Borçlara Ait	74.6	89.3	99.1	105.2	110.3	119.4	130.0	115.3
B. IMF Kredilerine Ait	2.6	3.9	5.2	7.1	10.0	13.3	12.0	10.3
C. Kısa Vadeli Borç Faiz Ödemeleri	13.8	15.7	13.4	12.2	9.0	7.8	9.8	10.1

Kaynak: World Debt Tables 1991 (Aktaran: Elaiyan, 1992).

4.6.1990'lı Yıllar

1990'lı yıllar çoğu GOÜ açısından sorunlarla dolu bir dönem olarak yaşanan 1980'li yılların bıraktığı kötü bir miras üzerine kuruludur. Ancak, 1980'li yıllar aynı zamanda GOÜ'ler borç sorunları ile ilgili olarak bir çok adımın atıldığı ve sorunun azalması yönünde gerek borçlanıcı ülkelerin gerekse kreditorlerin yoğun çaba gösterdiği bir dönemdir. Nitekim başta çok borçlu GOÜ'ler olmak üzere bir çok GOÜ için borç ertelemeleri, borç indirimleri, ödeme şartlarının kolaylaştırılması ve benzeri yönde bir çok adımlar atılmıştır.

Öte yandan GOÜ'lerin yapısal dönüşüm süreçleri doğrultusunda ekonomilerinin döviz üretme kapasitelerini arttırmaları yönündeki bilinçli gayretleri de bu sürecin önemli bir halkası olmuştur. Kuşkusuz bu gelişmeler GOÜ'lerin borçluluk göstergelerini genel olarak olumlu etkilemiştir. GOÜ'lerdeki borçluluk göstergelerinin kriz öncesi dönemin ılımlı seviyelerine geri dönmesi ise borç krizi yıllarının giderek ortadan kalkmasına neden olmuştur.

1990'lı yılların başları dünya ekonomik konjonktürünün bir kez daha inişe geçtiği yıllardır. Özellikle batı dünyasını sarsan ve dolaylı olarak GOÜ'lere yansıyan resesyon için İkinci Dünya Savaşı sonrası en ağır bunalım dahi denilmiştir. Bu dönemde bir yandan Doğu Bloku ülkelerinde kaçınılmaz bir çözülme süreci ve bunun getirdiği sorunlar yaşanmakta diğer yandan ise gelişmiş ülkelerde artan ekonomik problemleri söz konusu olmaktadır. Kuşkusuz bu ortam başlangıç şartlarında GOÜ'lere yönelik uluslararası finansman akışlarını da olumsuz etkilemiştir. Zira yaşanan bunalım sermaye arzında bir daralmayı da gündeme getirmiştir.

Doğu Bloku ülkelerinden gelen uluslararası finansman taleplerindeki hızlı artışların yanı sıra GOÜ'lerin aynı içerikteki taleplerinin birleşimi bu anlamda uluslararası finansman ile ilgili tereddütlerin başlangıçta hızla artmasına neden olmuştur. Sermaye arzı ve talebindeki bu beklenilmedik değişimler doğal olarak uluslararası finansman mali şartlarının ağırlaşması beklentisine neden olmaktadır. Ancak uluslararası finansmanın çok daha sevici davranmakla birlikte, mali şartlar açısından ağırlaşması en azından başlangıç dönemlerinde söz konusu olmamış hatta tam tersi gelişmeler yaşanmıştır. Uluslararası faiz oranlarının İkinci Dünya Savaşı dönemin en düşük değerlerine kadar gerilemesi bu tür bir gelişmedir. Kuşkusuz bu durum gelişmiş ülkelerde yaşanan ekonomik durgunluğun boyutlarının çok ciddi hale gelmesinin bir neticesidir (Çelik, 1992, s.25).

1980'li yılların olumsuz konjonktürünün 1990'lı yıllarda da genel bir eğilim olarak devam edeceğine ilişkin görüşler bu bağlamda doğru çıkmamış ve GOÜ'lere yönelik uluslararası finansmanlarda hızlı bir artma olmuştur. Nitekim, 1990-1994 yılları arasında Asya ve Latin Amerika'daki GOÜ'lere yaklaşık olarak 670 milyar dolar sermaye akışı gerçekleşmiştir ki, bu rakam 1985-1989 dönemindeki 133 milyar dolarlık uluslararası finansmanın beş katından daha fazladır. Üstelik bu yüksek seviyedeki finansman rakamları 1994 Meksika para krizine rağmen duraklamamış ve yüksek seviyesini korumayı sürdürmüştür (Calvo ve diğ., 1996, s.123).

Uluslararası finansman akışlarındaki hızlanma, beraberinde bu ülkelere yönelik net transferlerde de pozitif yönlü bir hızlanmaya yol açmıştır. 1990 yılında sadece 24.4 milyar dolar olan net transferler, 1991 yılında 37.7 milyar dolara 1992 yılında 56.5 milyar dolara, 1995 yılında ise 136.3 milyar dolara kadar çıkmıştır. Daha sonraki yıllarda da bu artış eğilimi güçlü bir şekilde devam etmektedir (Global Dev. Fin., 1997, s.190). Kuşkusuz net transferlerdeki söz konusu artışlar GOÜ'lerin ekonomik büyümelerinin hızlanmasında pozitif etkilere neden olmuştur. Aşağıdaki Tablo 17, 1990'lı yıllarda GOÜ'lere yönelik uluslararası finansmanların gelişimini özetlemektedir.

Tablo 17: 1990'lı Yıllarda GOÜ'lere Yönelik Net Uzun Dönem U. Finansman Akışları (Milyar Dolar)

	1990	1991	1992	1993	1994	1995	1996	1997	1998*
Toplam Net Akışlar	100.8	123.1	152.3	220.2	223.6	254.9	308.1	338.1	275.0
+Resmi Kalk. Finans.	56.9	62.6	54.0	53.3	45.5	53.4	32.2	39.1	47.9
+Toplam Özel Finans.	43.9	60.5	98.3	167.0	178.1	201.5	275.9	299.0	227.1
-U. Sermaye Piyasaları	19.4	26.2	52.2	100.0	89.6	96.1	149.5	135.5	72.1
Özel Borçlanmalar	15.7	18.6	38.1	49.0	54.5	60.0	100.3	105.3	58.0
Bankalar	3.2	4.8	16.3	3.3	13.9	32.4	43.7	60.1	25.1
Tahvil İhr.	1.2	10.8	11.1	37.0	36.7	26.6	53.5	42.6	30.2
Diğer	11.4	3.0	10.7	8.6	3.7	1.0	3.0	2.6	2.7
Portföy Yatırımları.	3.7	7.6	14.1	51.0	35.2	36.1	49.2	30.2	14.1
-Doğ. Yab. Ser. Yat.	24.5	34.4	46.1	67.0	88.5	105.4	126.4	163.4	155.0

Kaynak: Global Development Finance 1999, Volume 1, (*): Tahmin.

Tablo 17'den görüleceği üzere 1990'lı yıllarda GOÜ'lere yönelik uluslararası finansmanların hacmi hızla artarken, aynı zamanda yapısal bir değişmeye de uğramıştır. Bu değişme finansmanların şekli ile ilgili olup, resmi finansmanlar yerini özel finansmanlara terketmektedir. Nitekim son yıllardaki gelişmelerde dikkate alındığında 1990'lı yılların genel karakteristiğinin; GOÜ'lere yönelik özel sermaye akışlarında hızlı bir büyüme ve resmi kalkınma finansmanlarında bir duraklama olduğu görülmektedir. Bunun sonucunda resmi kalkınma finansmanlarının toplam uluslararası finansmanlar içindeki payı sürekli azalmış ve 1990 yılındaki %56.5'den 1996 yılında %10.5'e kadar gerileme göstermiştir. İleriki sayfalarda detaylı olarak incelenecek olan Güney Doğu Asya ülkeleri borç krizini aşmak

üzere hızla arttırılan resmi finansmanlar ise, bu oranı 1998 yılı itibariyle sadece %17.4'e kadar yükseltebilmiştir. Resmi kalkınma finansmanlarının tersine özel finansal akışların toplam içindeki payı bu dönemde sürekli olarak artma göstermiştir. 1990 yılında %43.6 olan söz konusu oran, 1996 yılında %89.6'ya kadar yükselme göstermiş, 1998 yılında ise %82.6'lık bir değer almıştır. Tablo 18, bu gelişmeleri özetlemektedir.

Tablo 18: 1990'lı Yıllarda GOÜ'lere Yönelik Net Uzun Dönem U. Finansman Akışları (% Olarak)

	1990	1991	1992	1993	1994	1995	1996	1997	1998*
Toplam Net Akışlar	100	100	100	100	100	100	100	100	100
+Resmi Kalk. Finans.	56.5	50.9	35.5	24.2	20.4	20.9	10.5	11.6	17.4
+Toplam Özel Finans.	43.6	49.1	64.5	75.8	79.7	79.1	89.6	88.4	82.6
-U. Sermaye Piyasaları	19.2	21.3	34.3	45.4	40.1	37.7	48.5	40.1	26.2
Özel Borçlanmalar	15.6	15.1	25.0	22.3	24.3	23.5	32.6	31.1	21.1
Bankalar	3.2	3.9	10.7	1.5	6.2	12.7	14.2	17.8	9.1
Tahvil İhr.	1.2	8.8	7.3	16.8	16.4	10.4	17.4	12.6	11.0
Diğer	11.3	2.4	7.0	3.9	1.7	0.4	1.0	0.8	1.0
Portföy Yatırımları.	3.7	6.2	9.3	23.2	15.7	14.2	16.0	8.9	5.1
-Doğ. Yab. Ser. Yat.	24.3	27.9	30.3	30.4	39.6	41.4	41.0	48.3	56.4

Kaynak: Global Development Finance 1999, Volume 1, (*): Tahmin.

1990'lı yıllarda GOÜ'lere yönelik uluslararası finansman içinde özel finansmanların yeri son derece dikkat çekicidir. 1980'li yılların neredeyse tamamında GOÜ'lerin büyük çoğunluğunun özel finansmanlardan uzak kaldığı düşünülürse bu gelişmenin büyüklüğü daha iyi fark edilebilecektir. Özellikle tahvil, finansman bonusu ve benzeri menkul kıymet ihraçları vasıtasıyla yapılan özel kaynaklı borçlanmalar çok önemli boyutlardadır.

Yukarıdaki tabloda dikkati çeken bir diğer olgu da geleneksel dış finansman kaynaklarından olan ticari banka kredilerinin uzun bir dönemin ardından özellikle 1990'lu yılların ikinci yarısından itibaren yeniden canlanma içine girmesidir. Gelişmelerin boyutları kriz öncesi dönem kadar olmasa da ticari bankaların yeniden GOÜ'lere yönelik finansman akışlarını arttırmaları dikkat çekici bir gelişmedir. Bununla beraber bu gelişme geçmişle kıyaslandığında önemli iki farklılığa sahiptir. Bunlar şunlardır (Global Dev.Fin., 1997, s.6):

1.Ticari bankalardan yapılan borçlanmaların çok önemli bir kısmı eskiden olduğu gibi devletlere değil, özel sektör firmalarına gitmektedir. Nitekim 1995 ve 1996 yıllarında yapılan yeni borçlanma anlaşmalarının yaklaşık olarak %60'ı kurumsallaşmış özel sektör firmalarına gitmiştir. Bu firmaların ait oldukları ülkeler şunlardır; Şili, Çin, Endonezya, Malezya, Meksika, Güney Afrika Cumhuriyeti, Tayland ve Türkiye.

2.Yeni kredilerin büyük çoğunluğu başta altyapı yatırımları amacına yönelik olmak üzere proje kredisi şeklindedir.

Yukarıda özetlediğimiz dış finansmandaki gelişmelerin önemli bir boyutu ise, sözkonusu gelişmelerin GOÜ'ler arasında eşit olarak dağılmamış olmasıdır. Bu açıdan bakıldığında belirtilen gelişmelerin, çoğu GOÜ için yeterli olmaktan uzak kalmış olduğu görülmektedir. Tablo 19 bu duruma işaret etmektedir.

Tablo 19: Özel Kaynaklı Dış Finansman Akışlarının GOÜ'ler Arasındaki Dağılımı (Milyar Dolar ve % Olarak)

	1993	%	1994	%	1995	%	1996	%
Toplam GOÜ'ler	157	100	161	100	184	100	244	100
Sahra Altı Afrika	-0.5	-0.3	5	3	9	5	12	5
D. Asya ve Pasifik	62	40	71	44	84	46	109	45
Güney Asya	6	4	9	6	5	3	11	5
Avrupa ve Merkez Asya	26	17	17	11	30	16	31	13
Latin Amerika	60	38	54	34	54	29	74	30
Orta Dogu-Kuzey Afrika	4	3	6	4	1	1	7	3
Gelir Grupları								
Düşük Gelirliler	50	32	57	35	53	29	67	27
Orta Gelirliler	107	68	104	65	131	71	177	73
Seçilmiş Ülkeler	133	84	122	75	131	73	178	73
Çin	40	26	44	27	44	24	52	21
Meksika	21	13	21	13	13	7	28	12
Brezilya	16	10	12	8	19	10	15	6
Malezya	11	7	9	6	12	7	16	7
Endonezya	1	1	8	5	12	7	18	8
Tayland	7	5	5	3	9	5	13	5
Arjantin	14	9	8	5	7	4	11	5
Hindistan	5	3	6	4	4	2	8	3
Rusya	3	2	0.3	0.2	1	1	4	2
Türkiye	8	5	2	1	2	1	5	2
Şili	2	1	4	3	4	2	5	2
Macaristan	5	3	3	2	8	4	3	1

Kaynak: Global Development Finance, Vol.1, 1997, s.7'den Yararlanılarak Düzenlenmiştir.

Not: Veriler Tam Sayıya Tamamlanmıştır.

Tablo 19'dan dikkati çeken hususlar şu şekilde özetlenebilir:

-GOÜ'lere yönelik net dış finansman akışları hızlı bir biçimde artmasına rağmen ilgili ülkeler arasında büyük farklılıklar sözkonusudur.

-Doğu Asya ve Pasifik ülkeleri ile Latin Amerika ülkeleri dış finansmanların en büyük kısmını kendilerine çekebilmektedir.

-Gelir grupları açısından bakıldığında ise, nispi olarak daha gelişmiş ve daha dışa açık ekonomilere sahip GOÜ'lerin daha çok finansman çektikleri, bu grup ülkelerden 12 tanesi toplam içindeki payları son yıllarda bir miktar azalmakla birlikte net finansman girişlerinin %70'den fazlasını kendilerine çekmeye devam etmektedirler.

1990'lı yıllarda GOÜ'lere yönelik özel kaynaklı uluslararası finansmanlardaki hızlı artışların gerisinde ülke-spesifik çekici etkiler ile küresel itici etkilerin birleşiminin belirleyici olduğu tezi literatürde en çok vurgulanan yöndür. Ülke içi faktörler daha çok yurtiçi ekonomik fırsatlar-riskler ve getiri oranları ile ilişkili olup ekonomik kredibilite tesis edildiğinde sermaye hareketlerini teşvik edeceğini ifade eder. İtici faktörler ise dış dünya ile ilgili faktörler olup, çekici faktörlerin var olması koşuluyla gelişmiş ülkelerdeki çeşitli getiri

oranlarının gerilemesi neticesinde, yüksek getirili alanlara (ülkelere) sermayenin kaymasını ifade etmektedir. Bu duruma örnek olarak, özellikle ABD ekonomisinin 1990'lı yılların başlarında girdiği resesyon ve faiz oranlarındaki gerilemenin etkilerine dikkat çekilmektedir (Bkz., Taylor ve Sarno, 1997, s.453; Ahmed ve Gooptu, 1993, s.13). GOÜ'lere yönelik bu dönemdeki söz konusu özel kaynaklı uluslararası finansman girişlerindeki hızlı gelişmelerin nedenleri olarak Calvo (1996) tarafından sıralanan faktörler şunlardır:

1.Dünya genelinde 1980 sonrası gelişmiş ülkelerin faiz oranlarındaki sürekli düşüşler, 1992 yılına gelindiğinde ABD'de 1960'tan sonraki dönemin en düşük değerine karşılık gelmekteydi. Düşük faiz oranları, yatırımcıları yüksek getirili alanlara ve böylece GOÜ'lere sevk etmiştir (özellikle orta ve üst gelir seviyeli emerging markets'lere).

2.Gelişmiş ülkelerde yaşanan ekonomik resesyon gelişmiş ülkelerin yüksek getirili GOÜ'lere yönelmelerine sebep olmakla beraber, bu faktör resesyonun aşılmaya başladığı 1990'lı yılların ortalarından itibaren giderek önemini kaybetmiştir.

3.Büyük finansal merkezlerdeki yatırımcıların ve dünya sermaye piyasalarında yaşanan küreselleşmenin uluslararası yatırımlarda bir risk dağıtma aracı olarak farklılaştırılmasına gidilmesi trendinin yaygınlık kazanması. Özellikle emeklilik ve sosyal güvenlik fon yöneticilerinin bu yöndeki tercihleri etkili olmuştur.

4.Çoğu ağır borçlu GOÜ'lerin dış kreditorlerle iyi ilişkiler kurmak yönünde önemli çabalar içine girmiş olmaları bu ülkelerin borçluluk göstergelerindeki iyileşmelere paralel yeni borçlanma çabalarında kolaylıklar getirmiştir.

5.Çoğu GOÜ'lerde uygulanmaya başlanan piyasa ekonomisi yapılanması içerikli politika ve reform süreçleri bu ülkelerin borçlanma süreçlerinin de hızlanmalarına neden olmuştur. Özellikle Latin Amerika ülkeleri dikkate değerdir.

6.Öte yandan, belirli bölgelerdeki ülkelerde yoğunlaşan uluslararası finansman akışlarındaki hızlanmalar bu bölgelerdeki diğer komşu ülkeler için de önemli dışsallıklara neden olmuştur. Örneğin Latin Amerika'da Meksika ve Şili'de başlayan sermaye girişleri zamanla bölgedeki diğer ülkelerin de tanınmasına ve sermaye girişlerini artırıcı etkilere neden olmuştur.

Uluslararası kurumları GOÜ'ler için iyimserliğe iten faktör gelişmiş ülkelerdeki emekli sandıkları, sigorta ve diğer kurumsal yatırımcıların ellerinde çok büyük çapta ve giderek artan fonların birikmesi ve bu kurumların portföy çeşitlendirme gereği dış yatırımlara yönelme arzuları idi. Nitekim 1989 yılı itibarıyla bu kurumların ellerindeki varlıkların

yaklaşık olarak 7,5 Trilyon dolar civarında olduğunu ve bu değerin her yıl yaklaşık %15 oranında arttığı hesap edilmekteydi (Aktan, 1993, s.49). Dünya Bankasının tahminlerine göre ise bu rakam 1997 yılı itibariyle 20 Trilyon Doların üzerindedir. Dolayısıyla, kurumsal yatırımcılar sahip oldukları aktiflerin çok küçük bir bölümü olan %1'lik kısmını dahi Gelişen Piyasa Ekonomilerine aktarma kararı aldıkları takdirde, yaklaşık olarak 200 milyar dolarlık bir sermaye girişi bu ekonomilere yönelebilecektir (Landau ve Mathieson, 1997, s.27).

Sadece GOÜ'lerde değil, gelişmiş ülkelerde de 1980'lerin ortalarından itibaren hızlanan uluslararası finansmandaki yapısal değişiklikler bu sürecin hız kazanmasına neden olmuştur. Bunun en önemli nedenleri olarak şunlar gösterilmektedir (Akyüz, 1993, s.12);

-Uluslararası finansal piyasalarda piyasa katılımcılarına ilişkin düzenlemelerde giderek artan liberalleşme eğilimleri,

-Uluslararasılaşmayı engelleyen vergi ve benzeri düzenlemelerin önemli ölçülerde ortadan kaldırılması,

-Yeni finansal araçların hızla gelişmesi,

-Kurumsal yatırımcıların gelişmesi ve portföy çeşitlemesinin giderek artması,

-Enformasyon ve bilgisayar teknolojilerindeki gelişmeler,

-Finansman ihtiyaçlarının büyümesi ve ulusal piyasaların yetersiz gelmeye başlaması.

Söz konusu bu gelişmeler neticesinde küresel bağlamda uluslararası finansmanın hacmi hızlı bir artma göstermiş ve 1988 itibariyle 453.5 milyar dolar iken, 1992 yılına gelindiğinde 609.7 milyar dolara ulaşmıştır. Bununla beraber, söz konusu değerler içerisinde GOÜ'lerin payları tüm artışlara karşın toplam içindeki yeri itibariyle sınırlı kalmaya da devam etmiştir. 1988 yılında GOÜ'lerin yeri 22.5 milyar dolarla %5'lik bir orana karşı gelirken, yukarıda detaylı olarak gösterilen tüm artışlara karşın 1992 itibariyle bu değer, 47.3 milyar dolara ve %7.7'lik bir orana ulaşabilmiştir (Bkz., Gooptu, 1993, s.71).

İlerleyen yıllarla birlikte kuşkusuz bu değerler de artma göstermeyi sürdürmüştür. Bununla birlikte GOÜ'lerin toplam içindeki payları %10 civarında kalmaya devam etmektedir. Bu durum, GOÜ'lerin uluslararası finansal piyasalar içindeki göreceli konumlarının tüm artışlara karşın son derece yetersiz kaldığına işaret etmektedir. Nitekim, tanınmış iktisatçılardan Feldstein, 1994 Meksika para kriziyle ilgili olarak yaptığı bir değerlendirmede; krizin ağırlığında bu ülkeye yönelen aşırı miktarda finansman hareketleri

olmadığını, tersine yurtiçi tasarruf oranlarının düşük seviyesi itibariyle bakıldığında yetersiz dahi kaldığına işaret etmekteydi (Feldstein, 1995, s.90).

1990'lı yıllarda GOÜ'lere yönelik uluslararası finansman akışları için seçilen yeni model, tüm GOÜ'ler için genel bir alternatif olarak düşünülmekle beraber, asıl itibariyle orta ve üst düzeyde GOÜ'ler için bir alternatif haline gelebilmiş ve finansman hareketlerinden sınırlı sayıda GOÜ (Latin Amerika ve Uzak Doğu Asya ülkeleri başta olmak üzere) yararlanabilmiştir. Geriye kalanları ise bu gelişmelerden çok az düzeyde yararlanabilmişlerdir. Bu ülkelere yönelik resmi kalkınma finansmanlarının da son derece yetersiz kalması ile birlikte süreç söz konusu GOÜ'ler için 1980'li yılların genel tablosunun devamı şeklinde tezahür etmeyi sürdürmüştür.

Özellikle Sahra altı Afrika ülkeleri bu açıdan dikkate değer olup, bu ülkelerin özel finansman akışlarından yararlanamamalarının ardındaki faktörler şunlardır (Sharma ve diğ., 1997, s.5); Sivil karışıklıklar, makro ekonomik istikrarsızlıklar, ekonomik büyümenin zayıflığı ve küçük yurtiçi piyasalar, içe dönük ekonomik yapılanma ve kısıtlayıcı düzenlemeler, zayıf alt yapı, özelleştirmenin yavaş işlemesi, emek piyasalarında rekabetin azlığı ve yüksek üretim maliyetleri. Pradhan ve Pill (1997) ise, bu faktörlere ilave olarak finansal sistemdeki liberalleşmenin zayıflığı ile kurumsal çatinın ve yapısal reformların yetersizliklerine dikkat çekmektedir.

4.7.Güney Doğu Asya Ülkelerinde Dış Borç Krizi

1990'lı yılların GOÜ'lerdeki uluslararası finansman bağlamındaki en beklenilmedik hadisesi Güney Doğu Asya Ülkelerinin içine düştüğü ekonomik sorunlar ve dış borç krizidir. Uzun yıllar boyunca gelişmenin örnek ülkeleri olarak gösterilen ve ekonomik büyüme modelleri diğer ülkelere de tavsiye edilen bu ülkelerin yaşadığı borç krizi başlangıçta geçici sanılmakla beraber giderek derinleşmiş ve uluslararası bir alana yayılmıştır.

Bu açıdan bakıldığında gerek uluslararası mali kurumların (Kayacan, ve diğ., 1998, s.31) gerekse uluslararası finansman sisteminin ilgili diğer taraflarının (uluslararası para ve sermaye piyasaları, uluslararası ticari bankalar, rating firmaları, hükümetler vb) krizle ilgili olarak geniş anlamda bir öngörüye sahip olmadıkları görülmektedir. Özellikle rating firmalarının bir erken uyarı sisteminin parçası olarak görev yapması beklenirken, yaşananları

gecikmeli olarak izleyebilmeleri ve puanlama indirimlerini gecikmeli bir şekilde yapabilmeleri sözkonusu kurumlar için ciddi bir eleştiri kaynağı haline gelmiştir (Arın, 1998, s.16). Benzer şekilde dış borçların geri ödenme riskini ölçmek üzere yapılan çeşitli ampirik çalışmaların da yeterince yol gösterici olmaktan uzak kaldıkları gözlenmiştir. Örneğin, Gür (1998) tarafından yapılan bir çalışmanın elde ettiği risk endeksine göre en düşük borç krizi riski taşıyan ülkeler arasında Güney Kore, Malezya ve Tayland da bulunmaktadır (Gür, 1998, s.142). Her ne kadar bu çalışmada kullanılan veri seti 1993 yılına kadar uzanmakta ise de, aradan sadece bir kaç yıl geçtikten sonra sözkonusu ülkelerin çok ciddi bir borç krizi içine girmeleri krizin beklenilmediği olması anlamında dikkat çekicidir.

Güneydoğu Asya krizinin önemli özelliği yaşanan borç krizinin özel sektör içerikli bir kriz olmasıdır (Sachs, 1997). Daha önceki dönemlerde yaşanan borç krizlerinde genel eğilim GOÜ'ler hükümetlerinin borç krizine girmelerine karşın, bu seferki krizde borçluların da alacaklıların da genel olarak özel sektöre ait büyük firmalar olmalarıdır. Örneğin, Güney Kore'de özel sektör Haziran 1997 itibariyle yabancı bankalardan 103 milyar dolar borçlanmıştı ve bunun %23'ü Japonya'dan, %10'u Almanya'dan, %10'u ABD'den, %10 kadarı da Fransa'daki özel finans kuruluşlarından alınan borçlardı.

Tayland'da ise, özel sektör için Haziran 1997 itibariyle 69 milyar dolarlık banka borcu alınmıştı ve bunun %54 kadarı Japonya'dan, %11 kadarı Almanya'dan, %7 kadarı Fransa'dan, %6 kadarı ABD'den ve kalan %6 kadarı da İngiliz bankalarından alınan kredilerdi (Gökçe, 1998). Aşağıdaki Tablo 20 çeşitli Asya ülkelerince alınan banka kredileriyle ilgili bazı verileri özetlemektedir.

Tablo 20: Bazı Asya Ülkelerinde Dış Banka Kredileri (1996 sonu - Milyar Dolar)

	ABD	JAPONYA	AVRUPA BİRLİĞİ	TOPLAM
ÇİN	2.7	17.8	26.0	55.0
ENDONEZYA	5.3	22.0	21.0	55.5
FİLİPİNLER	3.9	1.6	6.3	13.3
H.KONG	8.7	87.5	86.2	207.2
G.KORE	9.4	24.3	33.8	100.0
MALEZYA	2.3	8.2	9.2	22.2
SİNGAPÜR	5.7	58.8	102.9	189.3
TAYLAND	5.0	37.5	19.2	70.2
TAYVAN	3.2	2.7	12.7	22.4
TOPLAM	46.4	260.6	318.3	736.6

Kaynak: Dış Ticaret Müst. Dünya Ekonomileri Bülteni, Nisan 1998, sayı:13, s.86.

Özel sektör içerikli borç krizinde sözkonusu ülkelerin kamu sektörlerinin ve genel olarak makro ekonomik göstergelerin sorunsuz yapısı da dikkat çekicidir ve krizi farklılaştıran bir yapıya sahiptir. Nitekim bu ülkelerde çoğu GOÜ'nin hayal dahi edemeyeceği seviyede yüksek tasarruf oranları (%30-50 arası), kamu sektörü bütçelerinde fazlalık veya minimal

açıklar, düşük enflasyon oranları, istikrarlı döviz kurları, eksik istihdam oranlarının düşüklüğü sözkonusuydu. Bununla beraber, aynı şeyler dış dengeler için geçerli olmayıp, özellikle 1990'lı yılların başlarından itibaren önemli oranda bozulmalar görülmekteydi.

Yaşanılan yeni borç krizi ile ilgili bir diğer özellik ise sözkonusu krizin inceleme ve analizine olan ilginin olağanüstü denilebilecek kadar büyük boyutlara ulaşmış olmasıdır. Asya borç krizinin daha bir yılını dahi doldurmadan bu konuyla ilgili yazılan ve sürdürülen araştırma projelerinin miktarını 1980'li yıllar borç krizi ile ilgili olarak 8-10 yıl süresince yapılan çalışmalardan bir kaç misli daha fazla olduğu gözlenmektedir. İnternet ortamında çok sayıda sitenin bu anlamdaki sayfaları dikkat çekicidir. Yerli ve özellikle yabancı basında bu konu ile ilgili olarak sürekli makaleler ve değerlendirme raporları yazılmaktadır. Ekonomi dergileri konu ile ilgili yazılarda yoğunlaşma göstermektedir. Bu açıdan çeşitli internet siteleri krizin başlangıç anından günümüze kadarki olan gelişmeleri neredeyse gün gün sıralayacak şekilde kronolojik cetveller sunmaktadır. Ancak, sözkonusu çalışmaların büyük çoğunluğunun birbirlerinin tekrarı mahiyetinde olmaları da gözden kaçmamaktadır.

Kuşkusuz bu ilgi sebepsiz değildir. Krizin neredeyse tüm dünya ekonomisini ilgilendiren boyutları ve sonuçları bu duruma sebep olmaktadır. Ayrıca enformasyon teknolojisindeki gelişmeler bu anlamda çok güçlü destekler sunmaktadır.

4.7.1.Krizin Nedenleri ve Yayılma Mekanizması

Güneydoğu Asya ülkelerinde yaşanan borç krizi ve devamında yaşanan ekonomik krizler bölgedeki tüm ekonomilerde domino etkisi olarak nitelendirilebilen bir süreçte (Ündül, 1998, s.16) tekil ülkelerden başlayarak diğer ülke ekonomilerine yayılma göstermiştir. Bölge ekonomilerinin benzer yapıları bu sürecin yayılma hızının güçlü olmasının ardındaki önemli bir faktördür. Borç krizinin başlangıcı Tayland ekonomisinin güçlü firmalarından Sumprosong Land'in borçlarını zamanında ödeyemeyeceğini açıklamasıyla günyüzüne çıkarken (5 Şubat 1997), bunu diğer büyük firmaların izlemesiyle ciddiyet kazanmış ve para ve sermaye piyasalarında çöküntüler, devalüasyonlar, özel kredi/sermaye girişlerinin duraklaması ve bölgeyi terk etmeye başlamaları ile beraber kronik bir hal almıştır. Benzer süreçler diğer bölge ekonomilerinin de genel karakteristiğidir. Örneğin, 1995 yılı itibariyle Kore ekonomisinin dünyada 11'inci sıraya yükselmesinde çok önemli roller üstlenmiş olan ve "Cheabol" adı verilen Samsung ve Daewoo gibi büyük Conglomerate'ler (birçok değişik

sahada faaliyet gösteren şirketler topluluğu) (Göker, 1998, s.13), Kore ekonomisinin 1997 yılından itibaren krize girmesinde aynı şekilde çok önemli rol oynamışlardır.

Bu Cheabol'lerde birbiri ardına girilen borç krizleri ve iflaslar giderek yaygınlaşmış ülke ekonomisinin finansal sisteminde büyük çöküntüleri beraberinde getirerek krizin genel bir hal almasına yol açmıştır. Nitekim Kore ekonomisinin sekizinci büyük Cheabol'u olan Honbo şirketinin kısa vadeli borçlarını ödeyemeyerek iflas etmesinin ardından, altı ay gibi bir sürede birçok firmanın yanısıra sekiz büyük Cheabol daha iflas ettiklerini ilan etmişlerdir.

Kuşkusuz bu süreç giderek tüm ekonomiye dağılmış, sıcak para akımlarının hızla tersine dönmesiyle beraber ulusal para birimleri önemli oranlarda değer kaybına uğrarken, devalüasyon ve finansal sistemin çöküntüye uğramasıyla beraber borç yükümlülüklerinin bir anda katlandığını gören yüzlerce özel sektör firması da bu sürece boyun eğmek zorunda kalmışlardır. Özellikle bölge ekonomilerinde kısa dönemler sonucunda yerli para birimlerinin ABD doları karşısındaki değerlerinin önemli oranlarda değer kaybına uğraması krizin büyümesinde çok etkili olmuştur. Çünkü, önemli miktarlarda dış borçlanmaya giden firmalar devalüasyon sonrasında bu borçlarını karşılayamaz hale gelmişlerdir. Döviz kuru riskinin önemli bir yansıması olan bu durum şirketlerin yaşadığı iflasların önemli sebepleri arasındadır. Aşağıdaki Tablo 21 bölge ülkelerinin bazılarında yaşanan devalüasyon oranlarının büyüklüğü hakkında fikir vermektedir.

Tablo 21: Bazı Asya Ülkelerinde 4 Temmuz 1997 - 19 Aralık 1997 Tarihleri Arasında Yaşanan Devalüasyon Oranları (% olarak)

ÜLKELER	DEVALÜASYON ORANLARI	ÜLKELER	DEVALÜASYON ORANLARI
G.KORE	-65.9	FİLİPİNLER	-48.0
ENDONEZYA	-106.0	H.KONG	-0.1
TAYLAND	-56.0	JAPONYA	-14.0

Kaynak: Tülay Arın, 1998, s.5.

Borç krizinin oluşum aşamasında yaşanan gelişmeler ile ilgili olarak borç birikim mekanizmasının ve bunun krize yol açan dinamiklerinin benzerlikleri dikkat çekici olup, krizin bu kısmı genel kabul görmektedir. Borç krizinin oluşum sürecinde ve giderek bölge içinde yaygınlaşmasında etkili olan çok sayıda faktörden bazıları şunlardır (Dış Tic.Müs., 1998, s.100);

-Finansal ve reel kesimlerde dışarıdan borçlanmayı ve aşırı düzeyde kur riski taşıyan pozisyonları tutmayı cazip hale getiren sabit kur rejimlerinin bölge ülkelerinde uzun süre devam ettirilmesi,

-Bankaların borç portföylerinin yapısının hızla bozulmasına yol açan, ticari olan mallarda, ticari olmayan mallara yönelik akım ve bu akımın neden olduğu borçluluk sorunu,

-Kurumsal inceleme ve denetim mekanizmalarının zayıflaması,

-Başta Tayland olmak üzere bölgedeki pek çok ülkede görülen büyük dış açıklar, emlak ve menkul kıymet piyasalarında patlama şeklinde kendini gösteren ekonominin aşırı ısınmasının giderilmesinde yaşanan başarısızlıklar,

-Çin'in son yıllarda ekonomik alanda gerçekleştirdiği reformlarla ülkeye önemli miktarda yabancı sermaye çekmesi (1990-1996 yılları arasında 217 milyar dolar), ülke içinde yatırıma dönüşen bu sermayenin ucuz işgücüyle harmanlanması ve bölgedeki diğer ülkelere nazaran, dört yıl önce yapılan devalüasyonla yapılan desteklenmesi sonucu rekabet gücünün artması, bu durumun da doğal olarak ihracata dayalı büyüme modelini benimseyen Asya ülkelerini zor durumda bırakması.

IMF Uzmanları ise krizle ilgili olarak dört önemli noktaya dikkat çekmektedirler.

-Yabancı sermaye yatırımlarının verimli alanlara yönlendirilmesindeki sorunlar,

-Kısa vadeli borçlarda hızlı artışlar,

-Dış faktörler (gelişmiş ülkelerde yaşanan ekonomik durgunluğun faiz oranlarında neden olduğu gerileme ve bunun sermayeyi GOÜ'lere yönlendirmesi),

-Tutarsız makro ekonomik ve döviz kuru politikaları,

-Finansal kesimdeki yapısal zayıflıklardır.

Yeldan (1998) ise, krizin kökeni üzerine beş olumsuz gelişmeden söz etmektedir:

-1990'lar boyunca hemen tüm Asya ülkelerinin reel döviz kurları aşırı değerlenme göstermiştir. Biriken cari açıklar, 1997'deki spekülatif saldırı karşısında ulusal ekonomileri hazırlıksız yakalamıştır.

-Cari işlemlerdeki açıklar ve bunun sonucu olan dış borç birikimi çoğunlukla yanlış sektörlerde yatırıma dönüşmüş, yatırımlardan beklenen getiriler maliyetlerini karşılayamamıştır.

-Denetimsiz kalan bankacılık sektörü aşırı borçlanmaya yönelmiş, kısa vadeli borçların geri ödenmeme riski bu ülkelere yönelik sermaye akımını kesmiştir. Bu süreçte doğan döviz krizi ulusal para cinsinden borç servisi yükünü arttırmış ve krizin daha da derinleşmesine yol açmıştır.

-Elde edilen dış kaynaklar çoğunlukla yatırımın ve sermaye birikiminin finansmanı yerine spekülâtif nitelikli finansal araçlarda değerlendirilmiş ve menkul kıymet fiyatlarında aşırı bir şişkinliğe neden olmuştur.

-Krizin diğer ülkelere yayılmasının ardında, uluslararası sermaye piyasalarında artan güvensizlik olgusunun getirdiği rekabetçi devalüasyonlar ve faiz hadlerinin yükseltilmesi olguları yatmaktadır.

4.7.2.Kısa Vadeli Dış Yükümlülüklerdeki Hızlı Artışlar ve Yönetim Sorunları

Yukarıda sıralanan faktörler borç krizinin oluşum sürecinde bölge ekonomilerinde son yıllarda hızla artan dış yükümlülükler ve bunlara zemin hazırlayan yapısal sorunların çok önemli boyutlarda olduğuna dikkat çekmektedir. Bu süreçte özellikle kısa vadeli dış borçlanma süreçlerinin yaygınlığı ve bunu teşvik eden finansal yapı ve kambiyo politikaları çok önemlidir.

Bölgedeki tüm ekonomilerde, değişen oranlarda olmakla beraber emlak yatırımları ile diğer ihracat dışı alanlardaki uzun vadeli yatırımları finanse etmek üzere yurtdışından kısa vadeli borçlanmalara gidilmesi 1990'lı yılların genel trendidir. Ancak, bu alanlarda elde edilen gelirler yerli para birimi cinsinden iken ödemeler yabancı para birimlerindendir. Yapılan yatırımların beklenen getirilerinin zayıf kalması ise borç sorununun bir anda alevlenmesine neden olmuştur (Sachs, 1997).

Benzer şekilde bu ülkelerde son yıllarda hızla artan büyük alt yapı projeleri ve piyasa sinyalleri dışında devasa yatırım projelerine girişilmesi (örneğin, Endonezya'daki ulusal markalı uçak yapım ve otomobil üretimine ilişkin büyük projelere girişilmesi gibi) ve bunların finansmanının büyük ölçüde kısa ve orta vadeli dış kaynaklara bağımlılığı da bu duruma neden olmuştur (Wolf, 1998). Kuşkusuz bu durum (piyasa sinyallerinin yeterince gözönüne alınmaması ve devletin veya ilgili birimlerinin yönlendirmelerinin güçlülüğü) Asya ülkelerinde izlenen modelin genel özelliğidir.

Bu modelde, yönetimler ulusal firmalara öncelik vermekte, bunların uluslararası alanda rekabet gücüne ulaşması için sermaye yoğunlaştırarak büyümelerini teşvik etmekte, bol ucuz ve kolay kredi sağlanmakta, sübvansiyonlar yapılmakta, tarife ve tarife dışı engellerle iç piyasa korunmaktadır. Doğal olarak bu model, müdahaleci bir yapıya sahiptir ve

piyasa sinyalleri de gözönünde tutulmakta beraber devletin yönlendiriciliği ve yol göstericiliği önemli olmaktadır (Dış.Tic.Müst., 1998, s.59). Devletin yönlendiriciliği ve yol göstericiliği ise ekonomik gelişme sürecinde “crony kapitalizm” olarak adlandırılan devlet otoritesi ve bağlı birimlerin eş dost kayırmacılığına girişmeleri şeklindeki bir ortamda piyasa sinyalleri dışı yanlış ve verimsiz alanlarda yatırımların yoğunlaşması şeklinde etkilere de neden olmaktadır (Gökçe, 1998).

Sözkonusu Asya modeli ve bunun 1960’lı yıllar sonrasında bu ülkelere sağladığı hızlı ekonomik büyümeye ilişkin en önemli eleştirilerden bir tanesi P.Krugman’a aittir. Yazara göre, ekonomik büyümede temel hesaplama şekli şöyledir.

$$\text{Ekonomik Büyüme} = \text{İşgücünde Artma} + \text{Sermaye Kullanımında Artma} + \text{Toplam Faktör Verimliliğindeki Değişmeler}$$

Bu hesaplama şeklinden hareket eden Krugman, ekonomik büyümenin ardındaki en önemli girdilerden olan toplam faktör verimliliği açısından Asya’nın fazla bir ilerleme kaydetmediğini, yalnızca daha fazla işgücü ve daha fazla sermaye ile hızla büyümeyi sürdürebildiğini tespit etmişti. Bu yaklaşıma göre, işgücü artışları tarım kesiminden sanayi kesimine kayan işgücüyle karşılanırken sermaye artışları ise daha çok yüksek oranlı tasarrufların yanı sıra uluslararası finansman girişi ile sağlanmaktaydı. Bununla beraber Krugman’ın analizleri başta veri setleri olmak üzere pek çok açıdan eleştirilmiş ve gerçekçi olmaktan uzak görülmüştür.

Örneğin Young (1995) tarafından yapılan bir araştırmaya göre, 1966-1990 döneminde toplam faktör verimliliğinin ortalama büyüme oranı Hong-Kong için %2.3, Singapur için %0.2, Güney Kore için %1.7 ve Tayvan için ise %2.6 olarak tespit edilmiştir ki, Krugman’ın iddiasını geçersiz kılmaktadır (Aktaran, Dornbusch ve diğerleri, 1998, s.71).

1990’lı yıllarda Güneydoğu Asya ülkelerinde yaşanan dış borçlanmadaki çok hızlı artışlar ve bunların büyük çoğunluğunun kısa vadeli olması ve zamanında ödenememesiyle başlayan borç krizi derinleşerek sürmektedir. 1998 yılı ortalarına gelindiğinde bu bölgedeki batık kredilerin miktarı Asya finans uzmanlarına göre 660 milyar dolar, Business Week dergisine göre ise, sorunlu olanlarla beraber yaklaşık 1 trilyon dolardır (Söylemez, 1998). Bölge ülkeleri açısından en büyük sorun kısa vadeli borç stoklarına ilişkin olanı olup, bu konuda veri bulunmasında önemli zorluklar yaşanmaktadır. Uluslararası Yerleşim Bankasının bir raporuna göre 1997 Haziran ayı itibariyle bölge ülkelerinin 389 milyar dolar dış borcu

vardır ve bunun %62.2'si ise kısa vadeli borçlardan oluşmaktadır. Kore ve Tayland ekonomileri için sözkonusu oranın değeri ise, %70 civarındadır.

Aynı ülkelerin sahip oldukları uluslararası rezervlerin seviyesi ise bu miktardaki dış yükümlülüklerin zamanında karşılanma ihtimalinin olmadığına işaret etmektedir. Örneğin, Güney Kore'nin 1997 yılı itibariyle 153 milyar dolar olan dış borcunun 65 milyarlık bölümü kısa vadeli ve süresi Aralık 1998'de dolmakta iken, bu ülkenin sahip olduğu kullanılabilir uluslararası rezervlerin miktarı sadece 12 milyar dolar civarındadır (Hedef, 1998, s.25,31).

Tablo 22, bölge ülkelerinden bazıları için dış borçlardaki gelişmelerin yapısı hakkında özet bilgiler sunmakta olup, sözkonusu ülkelerdeki borçlanmanın stok olarak hızlı artışları, giderek kısa vadeli hale gelmesi ve özel kaynaklı borçlanmanın toplam borç stoku içindeki artan payı gözlemlenebilmektedir.

Tablo 22: Bazı Doğu Asya Ülkelerinde Dış Borçların Yapısı (1990-1996) (Milyar Dolar ve % Olarak)

	Toplam Dış Borç Stoku (Milyar Dolar)				Uzun Vadeli Dış Borç/ Toplam Dış Borç Oranı (% olarak)				Uzun Vadeli Dış Borçlar içinde Özel Kaynaklı Olanların Oranı (%olarak)			
	1990	1991	1995	1996	1990	1991	1995	1996	1990	1991	1995	1996
Çin	55.3	60.3	118.1	128.8	82	82	81	80	68	65	62	62
Endonezya	69.8	79.5	107.8	129.0	83	82	79	75	43	42	40	52
Malezya	16.4	17.1	34.3	39.7	88	88	79	72	71	69	82	85
Filipinler	30.6	32.4	39.4	41.2	83	81	85	80	39	35	33	39
Tayland	28.1	37.7	56.8	90.8	70	67	68	59	59	66	71	80

Kaynak: Global Development Finance 1997 ve 1998 Sayılarından Derlenmiştir.

Güneydoğu Asya ülkelerinde başlayan borç krizine uluslararası mali kurumların tepkisi önceki borç krizlerine kıyasla çok hızlı ve önemli boyutlarda olmuştur. Halbuki 1980'li yıllardaki borç krizine sözkonusu kurumların müdahalesi krize başlangıçta konulan teşhise bağlı olarak (1982 dış borç krizi başlangıçta geçici bir likidite sorunu olarak değerlendirilmişti) oldukça gecikmeli bir süreçte ve ancak 1980'li yılların ortalarından itibaren ciddi anlamda sözkonusu olabilmisti (Askari, 1991,s.21).

4.7.3.Kriz Yönetimi ve Uluslararası Kurumlar

Asya krizine müdahale bu açıdan 1980'li yılların tecrübelerinden ve çıkarılan derslerin de etkisiyle güçlü olmuştur. 1980'li yıllar borç krizi ile ilgili olarak uluslararası mali kurumların çıkardığı temel dersler ve yeni krizlere karşı uygulanmasını önerdiği politikalar World Debt Tables 1993'te yayınlanmıştı. Buradaki öneriler özetle şunlardan oluşmaktaydı;

A.Potansiyel Bir Krizin Önlenmesi:

- 1.Zıt yönlü dış şoklardan zarar görme olasılığına karşı geleceği düşünen kredilendirme ve borçlanma politikaları mutlaka hesaba katılmalıdır. Cari faiz hadleri ve faiz oranları uluslararası finansman kararları için zayıf bir rehberdir. Bu süreçte uluslararası finansmanın potansiyel riskleri ve sistematik doğası dikkatle hesap edilmelidir.
- 2.Finansal anlaşmalarda beklenilmedik olaylara karşı risk paylaşım mekanizmasının kurulması potansiyel krizleri hem daha az muhtemel, hem de kriz halinde daha az maliyetli kılacaktır.
- 3.Az gelirli gelişmekte olan ülkelerde kalkınma finansmanı olarak kullanılabilecek fonların geniş ölçekli olarak resmi kalkınma finansmanları şeklinde olması sağlanmalıdır.

B.Potansiyel Krizlerin Üstesinden Gelinmesi:

- 1.Bir kriz anından önce bunun nedenleri gerekli ayarlama ihtiyacı için önceden tespit edilebilmelidir. Ayrıca, kriz anında var olan nakit problemlerinin sadece ticari bankalar aracılığı ile çözülebileceğinin sanılması hayal kırıklığına neden olabileceğinden, uluslararası kurumların gerekli tedbirleri alması ve uygulamaya koyabilmesi gereklidir.
- 2.Bir borç ödeme yetersizliği krizinin nihai çözümü borç ve borç servisi azaltmalarını gerektirir. Borç yükümlülüklerinin azaltılması hem ülkeyi, hem de yabancı yatırımcıları saptırıcı etkilerden uzaklaştırarak ekonomik büyümeyi sürdürülebilir bir tabanda olası hale getirecektir.
- 3.Uluslararası sermaye piyasalarında var olabilmek için uygun içerikli makro ekonomik politikaların izlenmesi gereklidir.
- 4.Resmi sektörün varlığı (Uluslararası mali kurumlar) krizi çözme ve nihai ayarlamaların uygulanmasında önemli bir rol oynamaktadır. Dolayısıyla bu kurumların varlığı ile müdahaleleri sistematik çöküşlerden kaçınmada koordinasyon unsuruyla problemleri aşmada anahtar bir rol üstlenmelidir.

Yukarıda sıralanan unsurlar 1980'li yılların doğasına uygun olarak daha çok kamu sektörü kaynaklı bir dış borç krizi için düzenlenmiştir. Esas olarak borç krizinin aşılmasında uluslararası mali kurumların zamanında ve önemli müdahalelerini öngören sözkonusu yaklaşım, Asya borç krizine yaklaşım açısından da uluslararası mali kurumlara yol gösterici olmuş ve müdahalelerin güçlü ve hızlı bir şekilde olmasında etkili olmuştur.

Uluslararası mali kurumların hızlı bir şekilde krize müdahale etme çabalarının altında yatan faktörlerden birisinin bu ülkelerde yaşanan krizlerin hızla yaygınlaşması ve finansal iflaslar neticesinde bu ülkelerdeki finansal servetleri süratle tahrip etmeleridir. Kuşkusuz finansal servetlerde yaşanan büyük kayıplar bu ülkelerin ekonomilerinde daraltıcı süreçleri güçlendirmektedir. Bu ülkeler kendi kendilerine bırakıldığı takdirde daraltıcı süreçlerin trajik boyutlara ulaşması çok güçlü bir olasılık olarak gözükmemektedir (Paya, 1998, s.21).

Ayrıca gelişmiş ülkeler ve uluslararası kurumların kriz konusunda göstermiş oldukları hassasiyetin altında yatan en önemli etkilere birisi de bölge ekonomileri ile gelişmiş ülkelerin aralarındaki ticaret hacminin önemli boyutlarda olmasıdır. ABD'nin ihracatı için de Güney Asya ülkelerinin payı %13, ithalat içindeki payı ise %12'dir. Japonya ihracatının %30'unu, ithalatının ise %20'sini bu ülkeler ile yapmaktadır. Avrupa Birliği ülkelerinin dış ticaret işlemlerinde bu ülkelerin almış olduğu pay ise ihracatta %5, ithalatta %4'tür (Çolak, 1998, s.21).

Dolayısıyla ülkeler arasındaki bağımlılıkların yüksek düzeyi krizin çözümüne yönelik yoğun çabaları da teşvik eder bir yapıdadır. Öte yandan, ticari ilişkilerin getirdiği bağımlılığa kıyasla finansal bağımlılık çok daha önemli boyutlarda olup, ülkeler arasındaki finansal ilişkiler global finansal piyasaları dahi tehdit edebilecek boyutlarda görülmektedir. Örneğin, Güney Doğu Asya ülkelerinde yaşanan krizin, bu ülkelerin ana finansörü konumundaki Japonya'yı etkilemesi ve zaten önemli sorunlar yaşanan Japon mali sistemini zayıflatarak krizin başta ABD olmak üzere tüm dünyaya yayılmasını olasılık dahilinde tutmaktadır.

Bir yaklaşıma göre, ABD borçlanma senetlerinin dörtte birine sahip durumdaki (yaklaşık olarak 1.2 trilyon dolar) Japon bankalarının finansal yapıları zayıfladığında ve bu aktiflerini satmaya yönelmeleri halinde, ABD bu yatırımcıları kaybetmemek için faiz oranlarını arttırabilecek bu ise tüm piyasaların alt üst olmasına neden olabilecektir (Kayacan ve Diğ., 1998, s.30). Kuşkusuz bu kötü senaryo uzak bir ihtimal olarak görülmekle beraber krizin boyutlarının sadece bölge ülkelerinin değil dünya ekonomisini tehdit eder bir yapıya ulaşmış olmasını göstermesi açısından dikkate değerdir.

Yukarıda sayılan çeşitli faktörler sebebiyle, gelişmiş ülkeler ve uluslararası kurumlar IMF'in önderliğinde Güney Doğu Asya ülkeleri borç krizini ve etkilerini hafifleterek ortadan kaldıracı olmak üzere harekete geçmişlerdir. Büyük montanlı kredi paketleri ve destekleme

anlaşmaları ile başlayan bu girişim geleneksel IMF çizgisinden farklılıklar içermektedir. Bu farklılıklar özetle şunlardan oluşmaktadır (Arın, 1998, s.18);

-İlk farklılık, sözkonusu paketlerin doğrudan devletleri değil, bankalar, finans kurumları ve firma borçları üzerinde yoğunlaşmasıdır. Bölge ülkelerinde devletlerden ziyade özel sektör birimlerinin mali kriz içinde bulunması bu durumun asıl sebebi olarak gösterilmektedir.

-İkinci farklılık, paketlerin geçmişteki “Stand by” paketlerine göre gerçekten çok büyük olmasıdır. Tayland için Ağustos 1997’de oluşturulan 17.2 milyar dolarlık kredi paketi, Endonezya için Ekim 1997’de oluşturulan 40 milyar dolarlık kredi paketi, Filipinler için oluşturulan 1.1 milyar dolarlık kredi paketi ve Aralık 1997’de Kore için oluşturulan 57 milyar dolarlık kredi paketi bu çerçevede olup, bu rakamların krizin belirginleşen boyutlarına bağlı olarak daha da arttırılabilmesi sözkonusudur.

-Üçüncü farklılık, kredi paketlerinin kaynaklarında yatmaktadır. IMF’in kredi paketlerinin büyüklüğü karşısında fonlarının yetersiz kalması nedeniyle, IMF koordinasyonu altında Dünya Bankası, Asya Kalkınma Bankası, G-7 ülkeleri ve diğer Avrupa ülkeleri kredi paketlerine katkıda bulunmuşlardır. Güney Kore paketi bu çerçeveye bağlı olarak şöyle oluşmuştur; IMF 21, Asya Kalkınma Bankası 4, Dünya Bankası 10, Japonya 10, ABD 5, İtalya 2, Almanya-İngiltere-Fransa ve diğer Avrupa ülkeleri 1.250 milyar dolar.

IMF’in yaşadığı fon sıkıntısı bu kurumu üye ülkelerin kotalarını arttırma yönünde çabalara götürürken, aynı zamanda kullanılabileceği fon miktarlarını arttırma yönünde de çabalara itmiştir. Nitekim IMF icra kurulu, 17 Aralık 1997’de yeni bir mali imkan çeşidi olan “ilave rezerv kolaylığı”nı kabul etmiştir. Bu kolaylığın özelliği kota sınırlamalarıyla bağlı kalınsızın kredi kullanılabilmek esnekliğinin elde edilmesi olup, “Stand by” gibi koşullara bağlanarak kullanılabilmektedir. Nitekim Asya ülkelerine bu yeni kredi kolaylığı yukarıda verilen rakamlardan farkedileceği üzere kullanılmıştır (Eğilmez, 1998).

-Dördüncü farklılık ise IMF kurtarma paketlerinin kredi koşulu olarak getirdiği koşullarda gözlemlenmektedir. Açıklanmış ve açıklanmamış çok sayıda koşulun varlığı sözkonusu olup, ülkelerin mali sistemlerinin yeniden yapılandırılması, dış ticaret ve sermaye akımlarının serbestleştirilmesi, devletin sanayi üzerinde belirleyiciliğinin azaltılması, bazı büyük firmaların kapatılması vb çok sayıda koşul sözkonusudur.

Uluslararası finansmanda 1994 Meksika krizi ve 1997 Asya krizi nedenleriyle son dönemlerde yoğun eleştirilere hedef olan IMF, yeni gelişmelere bağlı olarak kredi paketlerinde değişikliklere giderken borç krizlerinin tekrarının önlenmesi veya zamanında müdahale edilebilmesi amacıyla şu noktaların üzerinde önemle durulması gereğine işaret etmektedir (Fischer, 1998);

-Kamu kesimine yönelik doğru, detaylı ve zamanında veri akışının artırılması ihtiyacı büyük önem kazanmıştır. Veri tabanlarının özel sektörü de kapsayacak şekilde daha kaliteli, uluslararası standartlara uygun ve şeffaf yapısı sadece yatırımcı kararlarının daha iyi olmasını değil aynı zamanda hükümetlerin de daha iyi politikalar izleyebilmesini sağlamada çok önemlidir.

-Fon denetiminin etkinliğinin artırılması ve uluslararası sermaye akışlarının çok daha aktif bir şekilde izlenmesi ihtiyacı sözkonusudur. Özellikle kısa vadeli yükümlülüklerin izlenebilmesi bu açıdan büyük öneme sahiptir.

-Yurtiçi finansal sistemlerin güçlendirilmesi ve sermaye piyasalarının geliştirilmesi ihtiyacı sözkonusu olup, bu konuda çeşitli standartlar getirilmiş olmakla beraber bu standartların yeterince uygulanabildiğine ilişkin izleme mekanizmalarının güçlendirilmesi gerekmektedir.

-Nihayet, sermaye hareketlerinin serbestleştirilmesi, dikkatli bir şekilde gerçekleştirilmeli ve uygun bir sıralama süreci yaşanmalıdır. Asya ülkeleri tecrübeleri bu açıdan sermaye hareketlerinin serbestleştirilmesi sürecinde riskleri minimum kılacak ihtiyaçlı bir açılım sürecinin ihtiyacını gözönüne seren bir karakter sergilemektedir (Bkz., Guitan, 1998, s.16; Johnston, 1997).

4.7.4.Dünya Ekonomisinde Daralma ve Olumsuz Bekleyişlerin Yaygınlaşması

1997 yılında Tayland'da başlayan, giderek bölge ülkelerine yayılan, etkilerini ise tüm dünya ekonomilerinin doğrudan ve dolaylı olarak hissettiği Asya krizi dünya ekonomisinin geleceğine ilişkin tüm olumlu projeksiyonları ve iyimser beklentileri büyük ölçüde geçersiz hale getirirken, olumsuz bekleyişlerin hızla yaygınlaşmasına neden olmuştur. Bölge ekonomilerinin birbirine benzer yapıları ve karşılıklı etkileşim süreçleri krizi kısa zamanda çok büyük boyutlara çekmiştir. Bölge ekonomisinin dünya ekonomisi içerisindeki gerek reel, gerekse finansal büyüklükler açısından oldukça önemli boyutları ise krizin bölgesellikten çıkıp global bir tehdit haline gelebilme olasılığını ortaya çıkarmıştır. Nitekim, dünya üretim

hacminde önümüzdeki yıllar için yapılan projeksiyonlar daha önce de değinildiği üzere negatif değerlere işaret etmektedir.

Bazı iktisatçılara göre dünyanın en hızlı büyüyen ülkelerindeki kriz dünya ekonomisini neredeyse “talepsiz bırakmıştır”. Öyle ki, bugün dünya üretimine ABD dışında bir ülkeden ya da bölgeden ciddi talep artışı yönelmesi beklenmediği gibi bu ülkenin de ekonomik daralmadan uzak kalamayacağı anlaşılmıştır. Bu durumun ilk olumsuz etkisi kuşkusuz dünyada üretimin ve istihdamın azalması şeklinde karşımıza çıkmaktadır. Nitekim, Aralık 1997’de IMF’nin yaptığı tahminlere göre Asya krizi 1998’de Avrupa’da ve dünyada büyüme hızını %1-1.5 civarında düşürebilecektir (Atasayar, 1998, s.14). Söz konusu bu düşüşün önümüzdeki diğer yıllarda da devam edeceğine ilişkin beklentiler yoğun olup, global bir kriz tehdidiyle karşı karşıya kalınacağı endişesi yoğunluk kazanmaktadır.

Nitekim, Dünya Bankası tarafından 1998 yılı Kasım ayında yayınlanan Global Economic Prospects isimli rapor, global krizin son bir yıllık dönem içerisinde beklenenden de hızlı bir yayılma gösterdiğini ve etkilerinin her geçen gün tüm ekonomileri kapsayacak ve daraltacak şekilde sürdüğüne işaret etmektedir. Bu daralma süreçleri, dünya üretimi ticareti ve sermaye hareketlerini hızlı bir biçimde daraltırken, kurtarma paketlerinin her geçen gün büyüdüğü ve tüm bu çabalara karşın kısa vadede dünya ekonomisinde iyileşme beklentilerinin belirsiz kaldığını vurgulamaktadır.

Yakın bir gelecekte de iyileşmenin beklenilmediği raporda GOÜ’lerin sözkonusu süreçten daha olumsuz bir şekilde etkilenmesinin kaçınılmaz olduğu vurgulanmakta, toplam talebi arttırıcı para ve maliye politikaları, sosyal güvenlik harcamaları artışları ve enflasyonu arttırmayacak şekilde finansal sistemlerini geliştirmelerini önermekte, uluslararası kuruluşların dış finansman desteğinin ise bu süreçte hayati bir rol oynamaya devam edeceği vurgulanmaktadır.

Dünya ekonomisindeki bu gelişmeler Birleşmiş Milletler (UN) tarafından da dikkatle izlenmekte olup, son iki yılın kalkınma raporu bu konu üzerinde odaklanma göstermiştir. 1997 yılı Birleşmiş Milletler Ticaret ve Kalkınma Konferansı Teşkilatı (UNCTAD) Kalkınma raporu dünya ekonomisindeki gelir dağılımı sorunlarına vurgu yaparken şu noktalara dikkat çekmekteydi;

-Ülkeler düzeyinde bazı istisnalar bulunmasına rağmen dünya ekonomisinin büyüme hızı çok yavaş gitmektedir,

-Gelişmiş ve gelişmekte olan ülkeler arasındaki farklar çok az istisnası dışında hızla açılmasını sürdürmektedir. Örneğin 1965 yılında dünya nüfusunun en zengin %20'sinin ortalama kişi başına geliri, en yoksul %20'nin 30 katı iken, 1990 yılında bu fark 60 katına kadar çıkmıştır.

-Ülkelerin pek çoğunda gelir dağılımındaki bozulmalar orta sınıfların görece durumlarının bozulmasına yol açmıştır.

-Her yerde finansal sektör, sanayinin, rantiyeler de yatırımcıların önüne geçmiştir.

-Gelir paylaşımında sermayenin emeğe baskınlığı artmış ve kar payları yükselmiştir.

-İş ve gelir güvencesi hemen her yerde azalmıştır. Ayrıca nitelikli ve niteliksiz emek arası ücret dengesizlikleri genel bir sorun haline gelmektedir.

Yukarıda sıralanan faktörler iki noktada dikkat çekicidir. İlki, ekonomik büyümede zayıf performans ve gelir dağılımındaki hızlı bozulmaların birleşimiyle ortaya çıkan, ekonomilerdeki toplam talep gelişme hızlarının zayıflığıdır. İkincisi ise, hızla artan finansal sermaye ve liberalleşme eğilimlerinin finansal sektöre reel sektörü yönlendirebilecek kadar güç kazanmasıdır. Kuşkusuz bu iki etki de kendi kendini besleyen bir süreçte dünya ekonomisinin gelişme hızlarını daraltıcı ve ekonomileri finansal krizlerin ardından çok daha kırılgan bir yapıya sevk etmektedir.

Nitekim, Meksika (1994), Türkiye (1994), Arjantin (1995), Güney Doğu Asya (1997) ve Rusya (1998) krizlerinin ekonomileri tahrip edici güçleri bu çerçevede daha önceki krizlere kıyasla çok daha yüksek olmuştur. 1998 yılı UNCTAD Kalkınma Raporu ise global kriz sebebiyle dünya ekonomisindeki sadece 1998'deki maliyetin 260 milyar dolar civarında olduğuna işaret etmektedir. Kuşkusuz bu gelişmeler global krizin yayılma potansiyelini ve gelir kaybını ortaya koyması açısından kayda değerdir.

Krizin sadece Asya ile sınırlı olmayıp diğer bir çok ekonomide de farklı boyutlarıyla ortaya çıkması beklenmektedir. Örneğin Japon ekonomisinde 1994 yılından itibaren zorlayan finans piyasasındaki zorluklar artan bir hızla devam etmektedir. Japon ekonomisini 1994-1997 yılları arasında batan bankalar ve finansal aracı kurumlar ile boğuşmak zorunda kalmasına rağmen bu kurumların neden olduğu problemler henüz çözülmemiştir. Japon finans sistemi halen 232 milyar dolarlık geri dönmeyen krediyle karşı karşıya olup bu rakam artan iflaslar nedeniyle her geçen gün artma göstermektedir.

Asya krizi bu rakamların çok daha artmasına neden olmakta ve finans sistemi ciddi sorunlar yaşamaya devam etmektedir (Çolak 1998, s.20). Ayrıca Japonya'da ciddi bir durgunluk ve talep daralması sorunu da yaşanmakta olup, ihracat imkanlarının da giderek daralması sözkonusudur. Öte yandan 25 yıldır aralıksız ve önemli oranlarda büyüme gösteren Japon ekonomisinin 1999 yılında negatif büyüme göstereceğine ilişkin açıklamalarda dikkate değerdir. Latin Amerika ülkelerinde ise hızla artan cari açıklar ve mal fiyatlarındaki düşüşler (petrol, bakır, vb. gibi) bu bölge ülkeleri açısından da olumsuz görüşlere neden olmaktadır.

Öte yandan eski Doğu Bloku ülkelerinde ekonomik daralmanın hızla sürmesi ve bunun Rusya krizi ile beraber ivme alması da sözkonusu olup, bölgede krizlerin devamına ilişkin güçlü beklentilere neden olmaktadır. Nitekim Rusya Federasyonu 17 Ağustos 1998 tarihinde aldığı kararlarla hem devalüasyona hem de moratoryuma başvurma yolunu seçmiştir (uluslararası mali sistemin sadece Rusya krizi nedeniyle toplam zararının yaklaşık 100 milyar dolar olduğu tahmin edilmektedir). Ayrıca, bir yıldan daha kısa vadede sermaye girişlerini engellemek üzere (sıcak parayı engellemek için) kısıtlamalara gitmiştir. Kuşkusuz bu süreçte en korkulan gelişmelerden birisi de Çin ve Hindistan gibi iki devasa ekonominin devalüasyon kıskacına girmesi olup bunu engellemek üzere uluslararası kuruluşlar yoğun çabalar göstermektedir.

4.7.5.GOÜ'lere Yönelik Uluslararası Finansmanda Daralma ve Maliyet Artışları

1990'lı yılların son çeyreğinde gerek global üretim düzeylerindeki gelişmeler, gerekse global finans piyasalarında yaşanan devasa sorunlar GOÜ'lerin önümüzdeki yıllarda uluslararası finansmanla olan ilişkilerinde kaygı verici gelişmeleri işaret etmektedir. Her şeyden önce GOÜ'lere yönelik özel uluslararası finansmanda hızlı bir daralma beklenmekte olup, bunun ilk göstergeleri kendini göstermeye başlamıştır. Bu süreç dünya ekonomisinin gelir düzeyindeki gerilemelerle birlikte ödünç verilebilir uluslararası fonlarda bir daralmaya yol açarken GOÜ'ler bağlamında özel finansmanın çok daha çekingen bir tavır içine girdiği ve daha seçici hale geldiği görülmektedir. Nitekim Uluslararası Finans Enstitüsü (IIF)'nce hazırlanan bir rapora göre 29 yeni gelişen piyasa ekonomisine yönelik net özel finansmanların değeri 1996 yılında 295.2 milyar dolar iken, bu değer 1997 yılında 199.6 milyar dolara gerilemiştir. 1998 yılına ilişkin tahmin ise 171.5 milyar dolardır (IIF, 1998).

Bu durumun doğal bir uzantısı ise gelişmekte olan ülkelere yönelik uluslararası finansmanların ulaşılabilirlik açısından daha zor olması, maliyet açısından GOÜ'lere yönelik artan faiz oranları ve artan risk primleri ile beraber daha pahalı hale gelmesidir. Nitekim, GOÜ'lere yönelik dış borçlanma koşullarında son dönemlerde hızlı bir tırmanma yaşanmakta olup, önceleri Libor + 1.25 - 3.25 veya benzeri oranlar telaffuz edilirken artık bu ifade Libor x 1.25 - 3.25 şekline dönüşmeye başlamıştır. Ayrıca, dış borçlanmada vadeler kısalmakta olup, istenilen fiyatlardan uzun vadeli ve büyük montanlı borçlanma imkanları, yerini kısa-orta vadeli ve küçük montanlı borçlanma imkanlarına bırakmak zorunda kalmıştır. Uluslararası finansal piyasalardaki faiz oranlarında dünya ekonomisinin genel deflasyonist gelişmeleri nedeniyle kısmi artışlar dışında önemli artışlar beklenmemektedir. Ancak böyle bir durumun ortaya çıkması durumunda borç stoklarının önemli bir bölümünün değişken faizli yapıya sahip olması nedeniyle krizin boyutlarının çok daha hızlı artacağı kesindir. Nitekim 1982 borç krizinin boyutlarının çok hızlı gelişmesinin ardındaki temel faktörlerden birisi faiz oranlarındaki hızlı artışlardır.

ABD yetkilileri de bu durumu gözönüne alarak, çeşitli oranlarda faiz indirimlerine gitmişlerdir. Aynı politika diğer gelişmiş ülkelere de izlenmekte, faiz indirim operasyonları başta Almanya olmak üzere diğer gelişmiş ülkelerde de sürmektedir. Ancak bu gelişmeler GOÜ'lere yansımamakta ve artan belirsizlik ve risk primleri nedeniyle paranın fiyatı geri plana düşerken, bu ülkelere yönelik kredi daralması artış eğilimi göstermeye devam etmektedir. GOÜ'lere yönelik uluslararası finansmanlardaki bir başka olumsuz gelişme ise, resmi finansmanlar ile ilgili olup, son dönemlerdeki yaşanan krizler nedeniyle çok büyük miktardaki fonları kriz ekonomilerine aktaran uluslararası mali kurumların GOÜ'lere aktaracak gelişme amaçlı fon sağlamada çok büyük sorunlar yaşamaya başlamalarıdır.

Ayrıca, gelişmiş ülkelerin gelişmekte olan ülkelere sağladıkları ikili finansmanlar da benzer bir tablo çizmekte olup, sadece sınırlı artışların olabileceği beklenilmektedir. Benzer bir durum, GOÜ'lere yönelik portföy özsermaye yatırımlarında geçerli olup, uluslararası portföy yöneticilerinin ellerindeki GOÜ'lere ve özellikle Emerging Markets diye nitelendirilen orta gelirli piyasa ekonomilerine ait enstrümanları çıkarma girişimlerinde görülmektedir. Bu gelişme, GOÜ'lere yönelik özel kaynaklı uluslararası finansmanlarda daralma sürecinin önemli bir boyutu olup, daralma sürecini ve olumsuz beklentileri artırıcı etkiler yapacak niteliktedir (Hanke, 1998).

Tablo 23: GOÜ'lere ve Asya Ülkelerine Yönelik Sermaye Akışları(Milyar Dolar) (1994-99)

	1994	1995	1996	1997	1998	1999
GOÜ'ler						
Net Özel Sermaye Akışları (1)	137	156	208	155	100	169
-Net DYSY'ları	75	84	105	119	99	99
-Net Portföy Yatır.	85	21	43	41	19	32
-Diğer Net Yatırım	-24	51	60	-5	-19	37
Net Resmi Akışlar	9	27	-3	18	29	6
U.Rezerv. Değ. (2)	-42	-66	-103	-55	-37	-81
ASYA						
Net Özel Sermaye Akışları (1)	63	92	102	39	2	59
-Net DYSY'ları	43	50	59	55	41	44
-Net Portföy Yatır.	11	11	10	-2	-7	5
-Diğer Net Yatırım	8	31	34	-15	-32	10
Net Resmi Akışlar	6	5	9	18	25	7
U.Rezerv. Değ. (2)	-40	-29	-49	-17	-24	-66

Kaynak:IMF, World Economic Outlook, May 1998 (Aktaran: IMF Staff, 1998, s.19)

(1): Veri Sınırlılığı Nedeniyle, diğer net yatırım kalemi bir miktar resmi akış içerebilir.

(2): Negatif İşaret bir artışı göstermektedir. Not: veriler tam sayıya tamamlanmıştır, 1999 yılı verileri tahminidir.

Tablo 23, GOÜ'ler ve Asya ülkelerine yönelik net sermaye akışlarının son yıllardaki gelişimini ve beklentileri özetlemektedir. Ayrıca, GOÜ'lere yönelik uluslararası finansmandaki yukarıda sıralanan daralma süreçlerini 1998 ve 1999 yıllarına ait projeksiyonlarına dahil etmekte ve olumsuz bekleyişlerin sonuçlarına dikkat çekmektedir.

4.7.6.GOÜ'lerin Dış Borçluluk Sorunlarının Yeniden Önem Kazanması

1990'lı yılların başlangıcıyla beraber uluslararası borç sorununun genel olarak aşıldığına ilişkin olumlu göstergeler ve beklentiler, Asya krizi ile tersine dönmüş ve dikkatleri bir kez daha GOÜ'ler dış borç sorunları üzerine yoğunlaşmaya sevk etmiştir. GOÜ'lerin 1990 yılı itibariyle 1.444 trilyon dolar olan dış borç stoku 1997 yılı itibariyle 2.172 trilyon dolara ulaşmıştır. GOÜ'ler borç stoğunun 1990-1997 yılları arasında ortalama büyüme hızı %6 olup, Tablo 24, 1990'lı yıllarda GOÜ'ler dış borç stoklarında yaşanan gelişmelerin bir özetini sunmaktadır.

Tablo 24: GOÜ'lerde Dış Borçların Gelişimi (Milyar Dolar) (1990-97)

	1990	1991	1992	1993	1994	1995	1996	1997
T.Dış Borç Stoku	1.444	1.524	1.593	1.748	1.899	2.043	2.095	2.172
Orta-UzunVad. Borç	1.168	1.225	1.263	1.386	1.525	1.614	1.650	1.729
Kamu ve Kamu Garan.	1.108	1.151	1.171	1.267	1.362	1.413	1.397	1.429
Resmi	595	644	667	753	826	860	828	820
Çok Yanlı	204	222	228	246	272	289	285	291
İki Yanlı	391	422	439	506	554	571	543	529
Özel	513	507	504	515	536	554	569	609
Tahvil İhr.	107	113	124	159	232	247	277	303
T. Bankalar	262	254	240	217	164	169	167	176
Diğer	144	141	140	139	140	137	126	130
Özel Garantisiz	60	74	92	118	164	200	253	300
Tahvil İhr.	0.3	2	9	27	42	52	69	-
T. Bankalar	59.7	72	83	91	122	148	184	-
IMF Kredisi	35	38	38	40	44	61	60	62
Kısa Vadeli Dış Borç	242	261	292	322	330	368	385	381

Kaynak: Global Development Finance 1998, s.14 ve 15'ten Derlenmiştir.

Tablo 24'ün en dikkat çekici göstergesi GOÜ'ler toplam dış borç stoklarındaki önlenemeyen hızlı artışlardır. Bu durum GOÜ'ler dış borç sorunlarının azalmak bir yana artmaya devam ettiğinin ve edeceğinin bir işaretidir. Nitekim 1990 yılından 1997 yılına kadar olan dönemde GOÜ'ler toplam dış borç stoku %50.4 (Kore dahil edilirse %61.2), kısa vadeli dış borç stoku %57.4, orta ve uzun vadeli dış borçlar içindeki resmi borçlar %37.8, özel garantili dış borçlar %18.7, özel garantisiz dış borçlar ise %400 oranında artış göstermiştir. Bu değerler, bölgeler arasında önemli farklılıklar göstermekte olup, en hızlı gelişmeler Uzak Doğu Asya ülkeleri ve Latin Amerika ülkeleri başta olmak üzere orta ve üst gelir seviyesine sahip GOÜ'lerde yoğunlaşmaktadır. Tablo 25 ise, çeşitli GOÜ'lerin dış borç stoklarında 1990-1998 döneminde yaşanan söz konusu gelişmeleri özetlemektedir.

Tablo 25: Bazı GOÜ'lerin Toplam Dış Borç Stoklarındaki Gelişmeler(1990-1998) (Milyar Dolar)

	1990	1991	1992	1993	1994	1995	1996	1997	1998
AFRIKA									
Fas	21.9	22.8	22.7	22.1	23.2	22.7	21.5	21.1	21.2
G.Afrika	26.2	25.6	27.2	25.5	27.9	33.0	32.9	33.9	36.3
ASYA									
Çin	62.2	72.2	85.2	98.3	119.9	138.2	150.5	161.8	175.1
Hindistan	80.9	84.0	92.0	96.0	103.5	97.3	97.5	96.4	98.1
Endonezya	72.5	81.8	85.0	91.6	106.3	120.6	132.8	137.4	141.4
Kore	46.8	55.3	60.0	67.5	86.4	112.3	142.1	154.4	158.2
Malezya	21.5	24.3	28.5	37.1	34.6	38.0	42.0	44.8	43.4
Filipinler	32.2	33.6	34.0	37.2	41.8	44.8	50.1	52.3	53.6
Tayvan	21.8	24.4	25.6	30.3	36.5	39.8	42.8	43.9	46.7
Tayland	29.3	36.8	43.4	53.7	67.4	88.1	98.4	102.4	100.1
AVRUPA									
Bulgaristan	10.5	12.2	14.1	14.2	11.5	10.4	9.7	9.9	9.9
Çek. Cumh.	-	6.7	7.1	8.5	10.7	16.6	20.4	21.1	22.5
Yunanistan	31.7	34.4	35.5	38.1	46.8	52.4	55.3	57.0	59.6
Macaristan	21.3	22.4	21.6	24.8	28.8	31.7	27.7	22.1	21.8
Polonya	49.0	49.3	48.1	47.9	43.6	45.2	41.6	43.0	47.4
Rusya	-	-	76.5	83.9	94.2	106.7	123.2	128.5	147.1
Türkiye	49.0	50.5	55.6	67.4	65.6	73.3	79.8	84.1	87.3
LAMERİKA									
Arjantin	60.7	64.2	70.1	76.2	88.2	96.8	105.4	109.3	115.3
Brezilya	140.8	144.8	153.3	167.3	172.8	184.5	194.1	199.0	215.0
Şili	18.6	17.3	19.0	19.7	21.8	21.7	24.5	26.3	27.4
Kolombiya	17.6	17.0	16.8	18.3	21.6	24.5	29.4	31.2	35.1
Ekvator	12.2	12.8	12.8	13.6	14.6	13.9	14.6	15.6	15.7
Meksika	105.3	121.6	132.7	153.1	162.8	172.6	167.5	154.7	156.0
Peru	25.3	26.5	28.1	28.2	30.8	33.2	34.4	28.6	29.8
Venezüella	32.8	34.4	36.8	38.9	38.2	37.4	34.0	33.1	32.7

Kaynak: Dış Ticaret Müsteşarlığı, Dünya Ekonomileri Bülteni, Temmuz 1998, Sayı :14, s.85.

Not: 1997 yılı tahmin, 1998 yılı ise projeksiyondur.

GOÜ'ler için Toplam Dış Borçlar/GSMH oranı en önemli borçluluk göstergelerinden bir tanesidir. 1990'lı yıllarda görece olarak olumlu bir seyir takip eden bu gösterge son dönemlerde başta Asya ülkeleri olmak üzere bir çok ülkede yapılan önemli oranlardaki devalüasyonlar sebebiyle hızla bozulma göstermeye başlamıştır. Söz konusu GOÜ'ler için bazı dış borçluluk göstergeleri ve borç anlaşmalarına ilişkin 1997 yılına kadar olan bazı ortalama değerler Tablo 26'da özetlenmektedir.

Toplam Dış Borçlar/GSMH oranı, yüksek oranlı devalüasyonlar neticesinde 1998 itibariyle Güney Kore’de %49’a, Malezya’da %55’e, Tayland’da %70’e, Filipinler’de %72’ye ve Endonezya’da ise %148’e kadar yükselme gösterebilmiştir (Dış Tic.Müs.1998, s.90). Söz konusu bu durum yüksek oranlı devalüasyon riski taşıyan başta L.Amerika ülkeleri olmak üzere bir çok ekonomiyi de tehdit etmektedir.

Tablo 26: GOÜ’lerde Dış Borçluluk Göstergeleri ve Borç Anlaşmalarına İlişkin Bazı Ortalama Değerler

	1990	1991	1992	1993	1994	1995	1996	1997
TDB/DG	161.8	171.1	170.9	177.2	168.0	149.1	137.4	134.3
TDB/GSMH	35.0	37.8	38.1	40.1	40.3	38.9	36.0	34.9
TBS/DG	18.0	17.9	17.5	17.5	16.9	16.8	17.2	16.7
TFÖ/DG	7.9	8.0	7.2	6.9	6.6	6.9	6.4	6.4
TFÖ/GSMH	1.7	1.8	1.6	1.6	1.6	1.8	1.7	1.7
UR/TDB	16.1	18.3	18.2	20.5	22.0	25.6	29.2	29.6
UR/İ (Aylık)	3.0	3.5	3.4	3.8	4.1	4.3	4.6	4.5
K.Vade/TDB	16.7	17.1	18.3	18.4	17.4	18.0	18.4	17.6
İmtiyazlı/TDB	21.4	21.5	21.9	22.9	22.7	21.1	20.4	19.7
Çok Yanlı/TDB	14.1	14.5	14.3	14.1	14.3	14.1	13.6	13.4
Faiz Oranı	7	6.5	6	5.6	5.6	6.2	6.3	-
Vade (Yıl)	18.1	16.3	15.6	14.7	15.7	13.6	13.3	-
Ödemesiz Dön.	5.6	5	4.7	5	5.1	4.6	5.5	-
Bağış Elemanı	20.2	21.9	22.5	23.8	25.4	21.1	20	-

Kaynak: Global Development Finance 1998, s.17 ve 18’den Derlenmiştir.

TDB/DG: Toplam Dış Borçlar/Döviz Gelirleri, TDB/GSMH: Toplam Dış Borçlar/GSMH

TBS/DG: (Borç Servis Oranı) Toplam Borç Servisi/Döviz Gelirleri TFÖ/DG: (Faiz Servis Oranı) Toplam Faiz

Ödemeleri/Döviz Gelirleri TFÖ/GSMH: Toplam Faiz Ödemeleri/GSMH UR/TDB: Uluslararası

Rezervler/Toplam Dış Borçlar UR/İ: Uluslararası Rezervler/İthalat

GOÜ’leri dış borçlar açısından tehdit eden bir diğer önemli konu da kısa vadeli dış borç stoklarında görülen önemli artışlardır. Borçlanmaların giderek özel hale gelmesi de mali koşullar anlamında bu ekonomilere ilave riskler ve yükler getirmektedir. Bu açıdan, kısa vadeli borç stoklarının yüksek boyutları bir çok GOÜ açısından neden olabileceği likidite sorunları nedeniyle bu ülkelerin borç krizlerine girebilme potansiyelini de arttırıcı etkiler yapmaya devam etmektedir.

İKİNCİ BÖLÜM

DIŞ BORÇ YÖNETİMİ VE GOÜ'LER: ORGANİZASYONU, FONKSİYONLARI VE SERVİS KAPASİTESİNİN ÖLÇÜLMESİ

Uluslararası finansman, GOÜ'ler bağlamında sahip olduğu çeşitlilik ve nitelik farklılıkları açısından birbirleri arasında ikame yetenekleri sınırlı, tamamlayıcılık özellikleri ise güçlü olan çeşitli enstrümanlar içermektedir. Bu enstrümanların büyük bir çoğunluğu ise borçluluk doğuran akımlar ile ilişkili olup, sözkonusu ekonomilerde çeşitli düzeylerde borç stoklarının doğmasına veya artmasına neden olmaktadır. GOÜ'lerin uluslararası finansman gereksiniminin yaklaşık olarak %76'sının net dış borçlanma ile sağlanması bu açıdan dikkate değerdir (Klein, 1994, s.14). Sözkonusu bu oran sabit bir değer olmayıp, çeşitli dönemlerde ve çeşitli GOÜ'lerde farklı değerler alabilmekle beraber, genel olarak yüksek seviyeler şeklinde karşımıza çıkmaktadır.

GOÜ'ler açısından uluslararası finansmanların çok büyük çoğunluğunun dış borçlanmalar şeklinde olması ve bunların ulaştığı yüksek seviyeli stok düzeyleri, dış borçların yönetimi olgusunun üzerinde çok ciddi bir şekilde durulmasına yol açmaktadır. Ancak, dış borç yönetimi, kesin sınırları çizilebilen bir kavram değildir. Çeşitli zamanlarda çeşitli boyutlarıyla karşımıza çıkabilmektedir. Ayrıca, çeşitli dönemlerde ortaya çıkan dış borç krizleri söz konusu kavramın farklı boyutlarıyla değerlendirilmesine yol açabilmektedir. 1980'li yıllarda yaşanan dış borçluluk krizinin ortaya koyduğu en önemli katkılardan birisi de dış borç yönetiminin kurumsal, organizasyonel ve fonksiyonel yapısının ön plana çıkarılması ve geliştirilme arayışlarıdır. Uluslararası kurumların bu çerçevede verdiği yoğun destekler GOÜ'lerin dış borç yönetim pratiklerini geliştirme arayışlarına yol gösterici olmuştur.

Çalışmanın ikinci bölümü dış borç yönetim olgusunu bu boyutlarıyla incelemeyi amaçlamaktadır. Bu çerçevede sırasıyla; dış borç yönetimi kavramı, kapsamı, organizasyonu, fonksiyonları ve kurumsal boyutları, yönetim birimleri ve bunlar arasında koordinasyon, dış borçların monitörü (izleme ve kontrol), komputeriye dış borç yönetim sistemi uygulamaları ve borç servisi kapasitesi ölçümleri geniş bir ölçekte sorgulanmaktadır. Öte yandan, seçilmiş sekiz ülke örneği de bu bölüm çerçevesinde dikkatlere sunulmakta ve GOÜ'lerdeki uygulamalar hakkında mukayese edilebilir detaylı bilgilerin verilmesi amaçlanmaktadır.

1.Dış Borç Yönetiminin Tanımı, Kapsamı ve Önemi

GOÜ'lere yönelik uluslararası finansman süreci, sık aralıklar şeklinde dış borç krizlerine sahne olmuştur. GOÜ'lerin ekonomik gelişme süreçlerini aksatan ve ekonomik problemlerin artmasına neden olan bu durumun en önemli sebeplerinden birisi de söz konusu ekonomilerin borç yönetimi konusunda gösterdikleri zayıf performanslarıdır. 1970 ve 1980'li yıllarda GOÜ'lerin borç yönetimi konusundaki başarısızlıkları Arnaud (1992) tarafından şu ifadelerde eleştirilmiştir; “söz konusu ülkelerde iyi niyetli yöneticiler dahi, en basit borç yönetim ilkelerinden habersizlerdi. Dış borç yönetiminden sorumlu olanlar (Maliye Bakanlığı, Merkez Bankası ve kamu yatırımlarından sorumlu kurumlar) arasındaki kopukluk uyumsuzluklara neden oldu. Çürüme, anlaşmazlık veya cehalet yüzünden çok az ülke kurumsallaşmış bir dış yönetimine sahipti. Kimi Afrika ülkelerinde borç yönetiminin etkin olmadığını anlamak kolay, çünkü öyle bir şey mevcut değil. Dahası Arjantin ve Türkiye gibi köklü ülkelerde bile ilgili istatistikler ve kayıtlar yetersizdi”.

GOÜ'lerin dış borç yönetimi konusundaki zayıflıkları, dış borç krizinden alınan en belirgin derslerden birisi olup, ilgili ülkelerde dış borç yönetiminin geliştirilmesi kamu yönetimi için hayati bir önem kazanmıştır. Akademisyenler, uluslararası kurumlar ve borçlu ülkelerin yönetim birimleri bu konularda yoğunlaşıp gerek teorik, gerekse pratik anlamda gelişmeler gösterme gayretlerine girişmişlerdir. Söz konusu borçlu ekonomilerde dış borçların büyük çoğunluğunun kamu veya kamu garantili olan boyutları, kamu otoritelerinin bu alanda büyük çabalar içine girmesinde önemli faktörlerdendir.

Bununla beraber gerek uluslararası kurumlar, gerekse borçlu devletlerin çoğunun bu yöndeki bilinçli gayretlerinin meyveleri ancak 1980'li yılların ikinci yarısından itibaren kendisini göstermeye başlamıştır. Bu sebeptendir ki, 1980'li yıllarda dış borç yönetimi denildiğinde çoğunlukla kast edilen ve anlaşılan uluslararası dış borç krizinin yönetimi olmuş ve bu yöndeki gayretler kapsam içinde değerlendirilmiştir.

Baker ve Brady Planları, Menü yaklaşımı, borçlanma senetlerinin ikincil piyasa değerlerinin arttırılması çabaları, faiz indirimlerine gidilmesi, vade uzatımları, yeni kredi imkanlarının genişletilmesi çabaları, yeni bazı borç azaltma tekniklerinin (Debt-Equity Swaps, Debt For Debt Swaps, Debt Buy-backs, Debt for Nature Swaps, Debt for Development Swaps, debt for Commodity Swaps vb.) uygulamaya konulması hep bu kapsam

içinde değerlendirilen çabalar olmuştur. Bu yöndeki literatür çok zengin olup, örnek olarak Navarrate (1987, 1988), Griffith-Jones (1986), Berger (1990) ve Askari (1991) gösterilebilir.

GOÜ'lerde yaşanan her büyük ölçekli dış borç krizi sonrasında görülen bu kavram karışıklığı dış borç yönetimi olgusunun iki boyutunu göz önüne sermekte olup, ilki yukarıda değinildiği üzere krizin boyutlarının genişlemesini önlemeye yönelik borç krizi yönetimi olmakta ve ilgili ülkeler kadar ve hatta daha fazlasıyla uluslararası mali kurumların bu alandaki çabalarına yer vermektedir. İkincisi ise daha çok ilgili ülkeler tarafından profesyonel dış borç yönetimi birimlerinin oluşturulması ve bunların fonksiyonları ile ilgilidir. Güney Doğu Asya ülkeleri dış borç krizi bu durumun en son örneği olup, her iki boyutta da yoğun çabaların söz konusu olduğu görülmektedir.

Teorik analizlerde dış borç yönetimi, dış borçların tanımına ve beklenen faydasına bağlı olarak, dış borç seviyesinin bilinmesi, istenilen limitler içinde tutulması ve bunların en uygun mali koşullar altında temin edilmesi olarak ifade edilir (Dehasa, 1985, s.89). Bu tarz bir tanımlama dış borç yönetiminin makro ekonomik boyutuyla ilişkili olup, kurumsal açıdan, Hazinesinin (Merkez Bankası yardım ve danışmanlığıyla) ulusal borcu finanse ve yeniden finanse etme süreci olarak değerlendirilmektedir. Bu boyutuyla dış borç yönetimi kamu yönetiminin ve ekonomik politikanın kompleks bir boyutudur. Çünkü, devletin özel, uzmanlaşmış ve sorumluluk yüklenmiş önemli bazı birimlerinin bir araya getirilmesini zorunlu kılmaktadır. Borç yönetiminin sadece ufak bir kısmı cari bütçe açığının finansmanı ile ilişkili olup asıl önemli boyutu büyük borç stoklarının döndürülebilmesi ile ilişkilidir (Dornbush, 1998, s.588).

Bir çok gelişmiş ekonomide borç yönetimi açısından iç ve dış borç şeklinde bir ayrıma gidilmesi söz konusu olmayıp, bu durum daha çok GOÜ'lere özgü bir durumdur. Çünkü gelişmiş ülkeler kendi ulusal para birimleri cinsiyle çıkarmış oldukları borç senetlerine her zaman ve her piyasada talep bulabilmekte, bu ise ilgili ekonomileri GOÜ'ler bağlamında söz konusu olabilecek bir çok olumsuz gelişmeden uzak tutabilmektedir.

Dış borç yönetimi, dış borçlara ilişkin kamu otoritelerince yerine getirilen geniş bir faaliyetler topluluğunun sınırları tam olarak kestirilemeyen ve belirtilemeyen şeklindedir. Kavram olarak bakıldığında dış borç yönetimi, dış kredilerin etkin ve rasyonel bir biçimde elde edilmesi, kullanılması ve geri ödenmesini içeren planlı ve ihtiyatlı bir çabalar bütünü

olup (Raheem, 1994, s.1225), dış yükümlülüklerin organize edilmesinin teknik ve kurumsal yanlarını düşündürürken (Husain, 1990, s.9), veri toplanması, borç servisi ödemeleri tahmini, dış borcun düzeyi ve bileşiminin kontrolü, özel ve kamu dış borçlanmalarının izlenmesi ve kontrol edilmesi gibi çeşitli yönetsel faaliyetleri ifade etmektedir (Öktem, 1985, s.23).

Dehasa (1985), dış borç yönetiminin iki seviyesine dikkat çeker, İlki makro ekonomik politikalar ve yönetimi olup, genel borç seviyesini belirlemektedir. Kuşkusuz dış borç hacminin asıl belirleyicisi de budur. İkincisi ise, kurumsal yönetim olup, dış borçların hacminin, döviz cinsinin, estrümanlarının ve kamu-özel sektör borçlanmalarının kontrolünü içermektedir. Çok geniş bir boyutta faaliyetler bu süreçte rol almaktadır. Dış borç temin edilmesi, borç servisi projeksiyonları, ilgili bilgilerin birleştirilmesi, düzenli ve tutarlı veri tabanlarının elde edilmesi, hem kamu hem de özel sektör borçlarının izlenmesi, dış borç akışlarının sürdürülebilirliğinin takibi bu açıdan büyük öneme sahiptir.

Kazgan (1988)'e göre, dış borç yönetimi hem ülkenin reel borç yükünün ağırlaşmasını önlemek, hem de ülkenin dünya piyasalarında kredi değerliliğini sürdürebilmek açısından son derece önemlidir. Buna göre, borç yönetiminde ilk kural bir merkezi otoritenin borçlar ile ilgili her türlü bilgiye sahip olması ve bu bilgilerin alınan politika önlemleriyle uygulamaya dönüştürülebilmesidir. İkinci kural, borçların ödeme profilinin borçla yapılan yatırımın gelir getirme profili ile çakışmasının sağlanmasıdır. Ayrıca, bu ilke içerisinde ödenecek reel faizler ile yatırımın reel getirisinin en azından eşdeğer olması da istenilmektedir. Üçüncü ilke ise borcun yabancı para bileşiminin belirlenmesinde dikkatli hareket edilmesidir.

Genelde devlet borç yönetimi, özelde ise GOÜ'lerde dış borç yönetiminin üzerinde çok önem verilerek durulmasının sebeplerinden biri de devlet ve bağlı birimlerin faaliyetlerinin genellikle daha az etkin olduğuna ilişkin görüşlerdir. Her ne kadar bu yargı genellikle kamu kuruluşları için belirtilmekteyse de borç yönetimi içinde özel bir öneme sahiptir. Çünkü devlet örgütlenmesi ve borç yönetimi izlenimleri genellikle piyasa koşullarından önemli sapmalar gösterebilmektedir.

Piyasa ekonomisi şartlarında faaliyet gösteren firmalar, yatırım projelerini ve bunlara ilişkin uluslararası finansman kararlarını verirken rasyonel bazlı finansal getiri hesaplamalarıyla hareket ederler. Yatırımların getirileri piyasa faizlerini aştığı müddetçe projeler ve yatırımlara devam ederler. Doğal olarak bu durum son proje getirisinden piyasa

faizinin altında kalmaya başlamasına kadar da devam eder. Halbuki bireysel optimizasyon süreçlerini yaşayan firmalardan farklı olarak, devlet dış borçlanması daha farklı ve daha kompleks bir süreçtir. Zira, burada sadece finansal getiri oranlarına bakılmamakta, çoğunlukla da sosyal getiriler ön plana çıkarılmaktadır (Klein, 1994, s.2).

Teorik analizlerde devletler genellikle bireysel alanlar gibi rasyonel, maksimizasyon peşinden koşan konumda görülür (uluslararası kredi talep ederken ve kullanırken). Gerçekte ise hükümetler nesillerarası refahı maksimum edecek politikalar yerine, çok daha baskın duruma gelebilen baskı gruplarının talepleri açmazıyla karşılaşabilmektedir.

Bu durum, devlet ve bağlı birimlerin faaliyetlerinin etkinliği anlamında her zaman optimal çözümlere ulaşamadığına dikkat çekmektedir. Friedman Matriksi çerçevesinde düşünüldüğünde, devletin dış borçlanmaya gitmesi ve bunları yatırım projeleri şeklinde değerlendirmesi “devletin dış borç şeklinde elde ettiği başkalarının parasını, yine başkaları için harcaması” olup, iktisadi etkinliğin zayıf kalması gibi bir potansiyel sonuca neden olabilmektedir. Friedman Matriksi, kaynakların hangi şartlarda daha etkin kullanılabileceği sorusuna, kimin parasının kimin için harcanacağına bağlı olarak cevap vermektedir.

Buna göre Matriksin A bölgesi, etkinliğin en yüksek olduğu kısımdır. Rasyonel kabul edilen birey kendi kaynaklarını kendisi için harcarken doğal olarak son derece titiz davranmakta ve etkin olmaktadır. B bölgesinde birey, kendi kaynaklarını başkaları için kullanmakta ve ilk durumda gösterdiğinden daha az titiz olabilmektedir. C bölgesi benzer bir şekilde bireyin borçlarının kaynağını kendisi için kullandığı bir durumda daha rahat davranmakta ve etkinliği ikinci plana itebildiğine işaret etmektedir. Şeklin D bölgesi ise bireyin başkalarının kaynağını (konumuz bağlamında devletin uluslararası finansmanını) başkaları için (toplum) harcamakta olduğu bir duruma işaret etmekte olup, tipik bir kamu ekonomisini temsil etmektedir. Friedman Matriksi özetle kamu kesiminde israf ve etkinsizliklerin özel kesime oranla daha fazla olduğunu ortaya koymaktadır (Aktan, 1995, s.10). Söz konusu Matriks Şekil 5’te gösterilmiştir.

Yukarıda değinilen ve kamu ekonomisi dış borç yönetiminde de çeşitli zaafılara yol açabilecek sorunların, elimine edilmesinde dış borç yönetiminin etkin bir şekilde çalışmasını sağlayabilmek büyük bir öneme sahiptir. Bu açıdan hem kurumsal, hem de makro ekonomik yönetim süreçleri birbirlerini tamamlayıcı boyutlarıyla ayrılmaz bir bütünlük arz etmektedir.

Harcama Kaynak		Kimin İçin Harcanıyor?	
		Kendisi İçin	Başkası İçin
Kimin Kaynağını Harcıyor?	Kendi Kaynağını	Kendi Kaynağını Kendisi İçin Harcıyor (Tam Etkinlik) (A)	Kendi Kaynağını Başkası İçin Harcıyor (Az Etkin) (B)
	Başkasının Kaynağını	Başkasının Kaynağını Kendisi İçin Harcıyor (Az Etkin) (C)	Başkasının Kaynağını Başkası İçin Harcıyor (Çok Az Etkin) (D)

Şekil 5: Friedman Kaynak-Harcama Matriksi

Kaynak: M. Friedman ve R. Friedman, 1980, s.116 (Akt. Aktan, 1995.s.10).

Geniş anlamda konuşulursa dış borç yönetiminin ana amacı kısa vadeli borç profilini geliştirmek, orta vadede sürdürülebilir borç servis yükünü azaltmaktır. Uzun vadede ise hedef borçlu ülkedeki ekonomik büyümeyi ve uluslararası piyasalara normal girişleri sağlayabilmek ve sürdürebilmek olmalıdır. Bu amaçlar çerçevesinde dış borç yönetimi, negatif net transferleri elimine etme ve azaltmayı, kritik borçluluk göstergelerinin aşırı artmasını engellemeyi, borç servisi yükünün sürdürülebilir konumunu devam ettirmesini sağlamayı ve ülke ekonomik gelişimine maksimum katkı yapmayı hedefler. Bu sebeplerden dolayı dış borç yönetimi genel makro ekonomik yönetimin önemli bir unsuru olarak görülmek zorundadır ve gerek dış borç yönetimi ve gerekse ödemeler dengesi yönetimi bu çerçevede doğrudan ilişkili olup, birbirlerinden ayrılamazlar (Dehasa, 1985, s.1225).

Görüldüğü üzere dış borç yönetimi, makro ekonomik yönetimin önemli bir parçası olup, dış borç yönetiminin iki boyutundan ilki olmaktadır. Bu boyutuyla dış borç yönetimi, bir ülkenin makro ekonomik yönetiminin bütünleşik bir parçası olarak görülmelidir. Dış borç yönetiminin ikinci boyutu ise mikro boyutu olup, kurumsal yönetim ve bu görevi yerine getirecek organize edilmiş birimlerin oluşturulması ile faaliyet süreçlerini kapsamına almaktadır (Bodin ve diğ., 1990, s.48).

Makro ekonomik yönetimin bütünleşik bir parçası olarak dış borç yönetimi, ulusal ekonominin dış şoklara karşı hassasiyetini azaltma politikaları çerçevesinde ulusal risk yönetiminin en önemli unsurlarından biri durumundadır. 1970 ve 1980’li yıllarda bir çok GOÜ’nin karşılaştıkları dış şoklar karşısında gösterdikleri zayıf performans ve kısa zamanda dış yükümlülükleri karşılayamayacak hale gelerek kriz içine girmeleri bu açıdan ulusal risk yönetimini bir bütün olarak ön plana çıkarmıştır.

Ulusal risk yönetiminin iki boyutu vardır. İlki, aktiflerin yönetimi olup, ekonomik yapıya uygun sanayilerin teşviki ve yüksek getirili yatırımlara yönelik sermaye tahsisatlarını içerir. İkinci boyut ise, borç/yükümlülük yönetimidir ve uygun bir finansal yapı/politika ile yükümlülük yapısından kaynaklanabilecek risklerin yönetimini kapsamaktadır. Söz konusu bu unsurlar ulusal risk yönetiminin bütünlük bir parçası olup, bir arada gerçekleştirilebildiği sürece ekonominin performansı üzerinde olumlu katkılar yapacaktır. Bu durumu aktifler ve yükümlülük yönetimine ait iki örnekle açıklayabiliriz (Cho ve Sheng, 1993, s.3);

Aktiflerin yönetimi: Birbirlerine son derece benzer iki ekonomi (A ve B) varsayalım (ücret, teknoloji, eğitim, milli gelir, vb.). A ekonomisinin aktif yapısı, B ekonomisine göre daha fazla yoğunlaşmaya sahip ve dolayısıyla daha riskli bir ekonomi olsun. İlk aşama da iki ülke de aynı miktarda yatırım yapmaktadır. Finansman ise kısmen yurtiçi kısmen de yurtdışından gelmektedir. İkinci aşamada bir dışsal şok meydana gelmekte ve fazla yoğunlaşık aktif yapısına sahip A ülkesini olumsuz etkilemektedir. Sonuçta, A ülkesinin cari işlemler bilançosu hızla bozulurken, gerçekleşen ekonomik büyüme oranı beklenenden daha düşük olmaktadır. A ülkesinin bankacılık sistemi, önemli miktarda geri döndürülemeyen kredi stokları ve dış borçlar ile karşılaşmakta ve bunların yeniden yapılanmasına gitmek zorunda kalmaktadır.

B ekonomisi ise aktiflerin fazla yoğunlaşmamış yapısı ve bunların stabilizatör etkileri ile dışsal şoktan daha az etkilenmektedir. Üçüncü aşamada, A ekonomisi dış borçlanmaya gitmekte zorluklarla karşılaşırken (zayıf ekonomik performans sebebiyle) ekonominin daralma süreçleri hız kazanabilmektedir. Ayrıca dış finansman maliyetleri de bu süreçte hızla tırmanma eğilimi göstermektedir. Oysa, B ekonomisi bu süreçleri daha kolay aşmakta ve ekonomik gelişimini daha hızlı sürdürebilmektedir. Bu örnek, başlangıçta benzer yapıya sahip olsalar dahi, aktiflerinin yönetiminde başarısız kalan ülkelerin, aktiflerini daha fazla çeşitlendirilmiş ekonomilere kıyasla uzun dönemde daha geri kalma olasılığına dikkat çekmektedir.

Borç/yükümlülük yönetimi: Yükümlülük yönetiminin önemini görmek üzere şimdi de başlangıç koşulları birbirine benzer, üretim ve ihracat yapısı farklılaşmış, fakat finansman stratejileri farklı iki ekonomi varsayalım. Birinci aşamada A ülkesindeki firmalar, yatırımlarını sadece bankacılık sistemi ile finanse ederken, B ülkesindeki firmalar yatırımlarını sermaye piyasaları ve iç finansman ile finanse etmektedir. İkinci aşamada bir

dışsal şok olmaktadır. Bu durumda A ülkesi finansal sistemi büyük bir olasılıkla kredilerinin geri dönmeme durumu ile karşılaşırken, B ülkesi girişimcileri sermaye tabanlarının çeşitliliği sebebiyle bu dış şoku daha iyi geçiştirebilmektedir. Üçüncü aşamada A ülkesinin finansal yapısı hızla bozulma ve güven kaybına uğrarken, ekonomik performansında da önemli düşüşler olabilecektir.

Bu durumda gerek devletin sorunu aşmaya yönelik kurtarma maliyetleri, gerekse finansal piyasalarda olan maliyet çok ciddi boyutlara ulaşacaktır. Bu örnek, yurtiçi finansmana ağırlık veren ekonomiler ile dış borçlanmaya/dış finansmana ağırlık veren ekonomiler için de uyarlanabilir bir yapı sunmakta olup, yurtiçi finansmana ağırlık veren ekonomilerin dış finansmana ağırlık veren ekonomilere göre şok emme güçleri daha fazla olacaktır.

Yukarıda verilen örnekler bir ülkenin karşılaşılabileceği risklerin sadece aktiflerle sınırlı olmayıp, yükümlülük tarafından da ciddi riskler alabileceğine işaret ederken, bu bütünleşik yapının yönetiminin bir ülkenin ekonomik performansının uzun vadedeki belirleyicileri olduğuna dikkat çekmektedir. Dünya ekonomisinin yakın tarihi bu örneklerin çeşitli ülkelerde bizzat yaşandığına örnekler sunmaktadır (Malezya ve Gana ekonomileri gibi). Ulusal risk yönetimi bu çerçevede sadece makro ekonomik yönetim süreçlerini kapsamadığı gibi kurumsal yönetim ve organizasyonel yapısı ile hem kamu, hem de özel sektör açısından bütünleşik bir yönetimin gerekliliğine dikkat çekmektedir. Yakın geçmişte Şili ekonomisinin günümüzde ise Uzak Doğu Asya ülkelerinin dış borç krizi içine girmelerinin nedeni olarak, bu ekonomilerin özel sektörlerinin aşırı dış borçlanmalarının yattığı düşünülürse, konunun önemi daha iyi fark edilecektir.

Portföy teorilerinin makro ekonomik yönetime bir uyarlanması diyebileceğimiz bu yaklaşımlar, 1990'lı yılların başlarından itibaren uluslararası mali kurumlarca GOÜ'lere tavsiye edilen yeni yöntemlerden birisi haline gelirken, bu ekonomilerde makro ekonomik yönetim süreçlerinin bir bütünleşik yapıya kavuşturulabilmesi yönündeki çabalara da önayak olmuştur. Bu çerçeveye bağlı olarak, bir ulusal risk yönetimi ve bu konuda bilinçli çabalar ön plana çıkarken, dış borç yönetimi de bu sürecin bir alt unsuru olarak konunun ayrılmaz, tamamlayıcı, ve öncelikli parçasını oluşturmuştur.

2.Dış Borç Yönetiminin Kurumsal Boyutları, Organizasyonu ve Fonksiyonları

Dış borç yönetimi politikasının temel amacı, GOÜ'ler bağlamında makro ekonomik problemlere neden olmaksızın ve ödemeler dengesinde istikrarlı bir çizgiyi koruyacak şekilde uluslararası finansmanın potansiyel yararlarına kavuşabilmektir (Klein, 1994, s.1). Ancak, dış borçlanmanın kompleks doğası ve farklı finansmanların farkı yönetsel süreçleri ve yapıları gerektirmesi, konuyu devlet organizasyonu içinde özel niteliklere sahip kurumsal birimlerin oluşturulması gereğine taşımaktadır (Kalderen, 1992, s.88).

Bu boyutuyla, ulusal düzeyde kurulacak bir dış borç yönetimi birimi geçmişte bu konuda yaşanmış ve halen de yaşanmakta olan zorlukları aşmak, borçlanma maliyetlerini minimize etmek ve hem iç hem de dış kaynakların optimal kullanımında önemli yararlar sağlayabilecektir. Nitekim, Paris Klübü çalışmalarına konu olan 40'dan fazla ülkenin bu konudaki son derece zayıf kurumsal yapıları, Birleşmiş Milletler Teşkilatı yetkililerinin dikkatlerini bu noktaya yöneltmelerine neden olmuş ve gerekli kurumsal çerçeve ile yönetim süreçlerinin oluşturulmasında yardımcı olunmasını birinci derecede öncelikli konu haline getirmiştir.

Dış borç yönetiminin ikinci düzeyi olan kurumsal yönetim ilk aşama olan makro ekonomik yönetime bağlı bir yapı olup, devletin makro ekonomik seviyede dış borç yönetim politikalarını belirlemede yardımcı olurken, kamu kesiminin dış borçları ile özel sektörün dış borçlarının da detaylı olarak kontrol edilmesini ve izlenmesini gerçekleştirmek zorundadır. Bu zorunluluk ulusal ekonominin ileriye yönelik projeksiyonlarının yapılabilmesinde kaçınılmaz bir durumdur (Kalderen, 1992, s.87).

Bu ve benzeri sebepler, dış borç yönetiminin mikro boyutu olan ve makro boyutlardan soyutlanması mümkün olmayan bir borç yönetim biriminin kurulmasını zorunlu kılmaktadır. Bununla beraber, etkin bir dış borç yönetimi için evrensel olarak genel kabul görmüş kurumsal düzenlemeler çerçevesinde oluşturulmuş bir modelden söz etmek de mümkün değildir. Her ülke kendi tarihsel birikimleri ve şartların oluşturduğu bir yapıya sahiptir. Evrensel kabul görmüş bir modelin yokluğuna karşın, hemen tüm ekonomiler için tutarlı ve etkin bir dış borç yönetiminin meydana getirilmesi için ortak bazı unsurlar bulunmaktadır. Kalderen (1992) tarafından ortaya konulan, başarılı ve etkin bir dış borç yönetiminin oluşturulmasında temel öneme sahip ortak unsurlar şunlardır;

1.Dış borç yönetim politikası ile ilgili temel birimler, kendilerinin bu süreçteki rolleri hakkında açık ve net bir bilgiye sahip olmalıdır. İlgili personel arasında yüksek bir rekabet ortamı sağlanmaya çalışılmalı, ancak bu yapılırken ilgili birimler arasında iyi tanımlanmış, düzgün fonksiyonel ilişkilere sahip gelişen bir yapı kurulmalıdır.

2.Çoğu GOÜ açısından dış borçların önemli bir bölümü bağış ögesi içeren ikili veya çok yanlı finansmanlardan oluşmaktadır. Dolayısıyla, bu tür borçların yönetimi için özel birimler oluşturulmalıdır. İhracat kredileri de bu kapsam içindedir.

3.Uluslararası bankalar ve sermaye piyasaları kanalıyla ticari borçlanmada yaşanan gelişmeler ile borç yönetim birimlerine yeni sorumluluklar yüklerken çeşitli devlet birimlerinin de bu alanda ortak çabalar içine girmesini zorunlu kılmaktadır.

4.İmtiyazlı Krediler: Bu tür kredilerin genel özelliği, hazırlık ve kullanım aşamalarının genelde çok uzun ve emek yoğun olmasıdır. Ticari finansmandan farklı özellikleri vardır ve bu alanda özel birimlerin yönetim çalışmasını gerektirir. Borç servislerinin düzgün ilerleyen bir şekilde olmasının sağlanması önemli olup, gelecek yıllar için ani borç servisi artışlarına neden olmayacak şekilde anlaşmalar yapılmalıdır. Bu tür borçlar genelde borç alanın istediği döviz cinsinden olmamaktadır. Bu yüzden, borç anlaşması yapılırken bu esneklik sağlanmaya çalışılmalıdır. İmtiyazlı krediler temini sürecinde yurtiçindeki çeşitli birimlerin işbirliği esastır. Planlama teşkilatı, Maliye Bakanlığı, Hazine ve Merkez Bankası bu tür kredilerin temini sürecinde işbirliği yapmak zorundadır.

Özellikle kreditorlerin finansman kullanımı ile ilgili çeşitli dönemlere ait raporları hazırlamak zorunluluğu bu işbirliğini kaçınılmaz kılmaktadır. Bu tür kredilere ait kayıtlar düzenli tutulmalı ve projeksiyonlar hazırlanmalıdır. İhracat kredileri imtiyazlı kredilere benzer yapıda olup, vadeleri hariç benzer özellikler taşırlar. Piyasa finansmanına kıyasla daha uygun mali şartları vardır. Ticaretin finansmanı için kullanılması sebebiyle bu konu ile ilgili kurum ve uzman personelin desteği de alınmak zorundadır.

5.Piyasa Kredileri: Bu tür krediler genelde ödemeler dengesi açıklarının finansmanında kullanılır ve özel sektöre yoğun kullanımı sözkonusudur. Ayrıca kamu kuruluşları, mahalli idareler, bankacılık sektörü de bu tür kredilere çokça başvurur. Bu yüzden dış borç yönetim birimleri bu tür gelişmeleri dikkatle izlemek zorundadırlar. Özellikle kısa vadeli yükümlülüklerin aşırı artışlarına engel olabilmek amacıyla takip mekanizmaları kurulmalıdır. Ayrıca, bu tür piyasaların yeterince tanınması ve uzman ekiplerin oluşturulması gereklidir. GOÜ'ler uzun bir süredir bu piyasalara girmekte ve borçlanmaktadır. Bu piyasaların iyi tanınması esastır. Dolayısıyla, bu piyasalara yönelik özel birimler gerekli olup, uzman ekonomistlerden oluşan ekipler kurulmalıdır.

6.Koordinasyon: Çoğu GOÜ'de dış borç yönetimi birimleri Maliye Bakanlığı içindedir. Bunlar çoğunlukla imtiyazlı kredilerin yönetiminden sorumludurlar. Gerçekte, dış borç yönetimi alanındaki temel birim sadece Maliye Bakanlığı olmayıp, Merkez Bankası, Planlama Teşkilatı ve diğer bakanlıkların özel birimleri de bu kapsamda sayılmalıdır. Bir ülkenin dış borç politikası gerçekte bu birimlerce oluşturulur. Çoğu ülkenin tecrübeleri bu birimlerin ilgili yöneticilerinin bir araya gelecekleri bir forumun oluşturulmasının önemli olduğunu göstermektedir. Özellikle koordinasyon açısından bu çok önemlidir. Bu birim (dış finansman komitesi olarak bilinir) belirli periyotlarda toplanmalı, ekonominin finansman ihtiyaçlarını (özel sektör dahil) belirlemeli ve ilgili gelişmeleri gözden geçirmelidir. Bazı ülkeler bu komiteye özel banka temsilcilerini de katmaktadır. Komitenin asıl fonksiyonu politika oluşturma, koordinasyon ve danışma amaçlı olması yönündedir.

Kalderen (1992), dış borç yönetiminde üzerinde durulması gerekli bazı ortak unsurları, kredi tipleri bağlamında belirlemeye çalışmıştır. Mehran (1986) ise borç yönetiminde GOÜ'ler açısından kontrol süreçlerinin önemi vurgulanmaktadır. Yazarın bu boyut ile ilgili olarak dış borç yönetimi açısından dikkat çektiği noktalar şunlardır;

1.Siyasi Koordinasyon: Dış borçlanma çeşitli yönleriyle ele alındığında, dış borç politikasının; planlamayı, ödemeler dengesini, bütçe yönetimini ve yatırım kararlarını ilgilendiren bütün idari birimleri etkilediği görülmektedir. Dolayısıyla bu birimler arasında koordinasyon esastır.

2.Düzenleyici Çevre: İyi tanımlanmış bir düzenleyici çevre, teknik ve işletme seviyesinde iyi koordine edilmiş ve gerekli durumlarda merkezileşmiş bir dış borç yönetimine sahip olmalıdır. Böyle bir düzenleyici çevre geniş kapsamlı bir rapor ve kayıt sistemi ile merkezi bir doküman sağlama birimi tarafından desteklenmeyi gerektirir. Çeşitli ülkelerde uygulanan kontrolün derecesi, düzenleyici çevrenin yoğunluğu ve rapor düzenleme sisteminin niteliğine bağlı olarak farklılaşabilmektedir. Orta ve uzun vadeli dış borçlanmalar bu çerçevede genellikle ön izne bağlı olurken, özel sektörün borçlanması genellikle Merkez Bankaları tarafından düzenlenmektedir.

3.Yürütülen işlemler: Borç yönetimi, yürütülen işlemler itibariyle uluslararası finansal piyasalara girme ve işlem yapabilme yönünden belirli bir stratejinin kabulünü gerektirir. Çoğu GOÜ için en iyi finansman bileşimi; en yüksek imtiyaz unsurunu içeren, orta ve uzun vadeli borç yükünü ve düşük düzeyde tutan, borcun geri ödenmesinde düzenli bir vade profiline sahip olan finansman şeklidir. Böyle bir finansman bileşimi; dövizle ilgili

kararları, faiz oranlarını, borcun zamanlamasını ve borçlanacak birimlerin seçimini kapsamaktadır. Ayrıca, borçlanma işlemlerine yardımcı olmak üzere rehber yöneticiler seçimi de bu süreçte söz konusu olup, ülkenin borçlanma piyasasına veya mali piyasaya kabulünü sağlamada faydalı olabilir.

Rehber yöneticiler genellikle, seçkin ve itibarlı uluslararası kuruluşlar veya bankalar olabilir. Borç yönetim birimi, mevcut ve ileride doğacak herhangi bir borç türünün miktarını, yeni bir borçlanmanın borçların genel yapısı üzerindeki etkisini dezavantaj olarak değerlendirmek zorundadır. Bu sayıda büyük ve küçük çaptaki borçlanmaların ödeme süreleri mümkün olduğu kadar düzenli bir şekilde dağıtılabilir. Borç yönetim birimi, borç yükünden de devamlı olarak haberdar olmalıdır.

4.Borç Hesap durumu (Muhasebe): Dış borç için bir hesap temeli kurmadaki en önemli karar, bir dış borcu belirleyen hususları tespit etmektir. Doğal olarak, her idarenin yakın ilgisini çeken konu, onun dış yükümlülükleridir. Bununla beraber bir ülkenin döviz rezervleri ve düzenlemelerindeki sorumluluğu aynı zamanda özel sektörü de kapsamaktadır. Ayrıca dış borç hesap biriminin Hazine veya Merkez Bankasından hangisinde olacağı da belirlenmelidir. Burada ikili bir işlev söz konusu olup, hazine, dış ödemelere izin verecek ve onu izleyecek entegre bir hesap sistemine sahip olmak zorunda iken, Merkez Bankası da dış borç yükümlülüklerinden doğan işlemleri kapsayacak kendi bağımsız birimine sahip olmalıdır. Çoğu ülkede iki sistem bir arada yaşamaktadır. Bunlar beraber aralarında bir koordinasyon kurulması da şarttır.

5.İstatistiki Analiz: Dış borçlanma ile ilgili veriler; yeterli derecede kapsamlı ve politika tespitine yardımcı olacak, çıkması olası borç ödeme problemleri konusunda mümkün olduğu ölçüde erken uyarıda bulunmaya imkan verecek şekilde temin edilmelidir. Borç yönetiminin istatistiki bilgi temini ve analiz yönü, dış borçlanmayla ilgili bütün verileri toplamayı ve birleştirmeyi borçları sınıflandırmayı ve dış borç ödeme yükünü planlamayı kapsamaktadır. Bu istatistiklerden Devlet bütçesi ve ödemeler dengesi hesapları için veriler elde edilmektedir. Ayrıca, bu birim mevcut borç stokunun kur ve faiz değişkenlerine karşı duyarlılığını tespit etmek ve çeşitli rasyo analizleri ile raporlar hazırlamak durumundadır.

Borç yönetiminin karmaşık işlemleri ve maliyeti, başarılı bir borç yönetiminin düzenli ve yeterli verilere bağlı bulunması, işlemlerin taşıdığı önem, pek çok ülkeyi kompüterize veri yönetim sistemleri kullanmaya yöneltmiştir. Çoğu ülke, borçla ilgili tüm problemlerini çözmede kompüterize edilmiş bir sisteme bel bağlamaktadır. Sonuç ise, çoğu kez dağınık yetki ve sorumluluklar, belirsiz borç işlemleri, değişen tanımlar ve politik koordinasyonun var

olmadığı bir ortamda tamamlanamamış (yarı kompüterize, yarı elle işleyen) bir sistemdir. Bu durum borç yönetimini sadece kompüterize edilmiş bir sisteme indirgemenin bir sonucudur. Gerçekte borç yönetimi sürecinde, kompüterize edilmiş bir sistem borç yönetiminin kendisi değildir ve bir araç olmaktan öteye de geçemez. Günümüzde kompüterize sistemlerin ulaştığı üstün teknolojik seviyeye rağmen bu gerçeğin göz ardı edilmemesi gerekir.

Bu konuda Hope (1985) tarafından ifade edilen şu noktalar dikkat çekicidir; “Bir bilgisayar sistemi borç sistemine ilave edilmiş bir işlem olup, sistemin kendisi değildir. Dünya Bankası bu amaçla geliştirilen kompüterize sistemleri çok yakından izlemektedir. Ancak, bilgisayarlar sadece iyi bir borç yönetimine sahip olan ülkeler için faydalıdır. Yapılan gözlemler bir çok GOÜ’de borç konularında politikaya yön verenlerin yetersizliğini göstermektedir. Koordinasyon yaygın bir sorun olup, ilgili kurumlar birbirlerinin ne yaptığını veya yapması gerektiğini yeterince bilememektedir. Bu ülkelerde asıl gerekli olan şey, sağlıklı bir idare ve kurumsal yapıların oluşumuna yönelik radikal düzenlemelere gidilmesidir”.

Husain (1990), dış borç yönetimi fonksiyonları üzerinde çalışmalar yapan bir diğer uzmandır. Yazara göre, dış borç yönetiminin fonksiyonel sınıflandırmasında beş temel unsur vazgeçilmez bir konuma sahiptir. Mehran (1985) tarafından tespit edilmiş unsurların farklı bir yorumlaması olarak getirilen yaklaşıma göre, dış borç yönetiminin fonksiyonel sınıflandırılması Şekil 6’da gösterilmektedir.

Kamu sektörü dış borç yönetimine ilişkin olarak belirlenen bu fonksiyonel yapı içindeki birinci birim, politika tespit komitesidir. Bu komite dış borçlarla ilgili farklı devlet birimlerinin faaliyetlerini koordine etmek ve borçlanma politikalarını tespit etmekle yükümlüdür. Bu yükümlülük, özel sektör borçlanmalarının izne bağlı olup olmayacağını veya serbesti derecesini de belirlemelidir.

Politika Tespit Komitesi (Ne Kadar Borçlanılmalı)		
Kontrol Birimi (Kim Borçlanmalı, Ne Kadar Kontrol Gerekli)	Danışma Birimi (Nereden Ne Şartlarda Borçlanılmalı)	İstatistik/Muhasebe Birimi (Kim İzleyecek)
	Operasyon Birimi (Kredi Anlaşmalarını Kim Müzakere Edecek Değerlendirecek ve Rapor Edecek)	

Şekil 6: Dış Borç Yönetiminin Fonksiyonel Sınıflandırması

Kaynak: Ishrat Husain, 1990, s.9.

İkinci birim, kontrol birimidir. Politika Tespit Birimine doğrudan bağlı olup, genellikle devlet borçlanması onaylanması, limitler konulması, analizler yaparak borç servis yükünü ve borçlara ilişkin diğer boyutları araştırmak zorundadır. Politika Tespit Birimince bildirilen hususların operasyon birimi tarafından uygulanmasına rehberlik etmek ve uygulanmasını sağlamak da bu çerçevededir. Ayrıca, yeni borçlanmaları ve etkilerini sürekli olarak değerlendirmek, projeksiyonlar yapmak ve rezerv yönetimine yardımcı olmak, yine bu birimin fonksiyonudur.

Üçüncü birim danışma birimi olup, görevleri; uluslararası finansal piyasalardaki trendleri ve gelişmeleri izlemek, farklı finansman tiplerini ve bunların uygulanabilirliğini ülke açısından araştırmaktır. Bu birim, ülkenin söz konusu piyasalara giriş, borçlanma kapasitesi, borç verenlerin özellikleri ve maliyetleri araştırır. Bu çerçevede ilgili birimlere gerekli enformasyonu sağlar.

Dördüncü birim olan operasyon birimi, borçlanma anlaşmalarını müzakere eden, değerlendiren ve rapor eden bir birimdir. Borçlanma anlaşmaları ile ilgili her türlü işlemleri yürütmek, gerektiğinde rehber birimlerle temasa geçerek işlemlerin devamını sağlamak gibi görevler üstlenir.

Beşinci birim olan istatistik muhasebe birimi ise, tüm borç anlaşmalarının tescilini yapmak, bunların her birine ait enformasyon işlemlerini yapmak, kayıtlarını tutmak, projeksiyonlar hazırlamak, raporlar üretmek gibi fonksiyonlar görür.

Görüldüğü üzere, dış borç yönetiminin etkin bir yapıya kavuşturulabilmesi açısından bazı ortak ilkelerden söz etmek imkanı vardır. Bu konuda yazılmış tüm eserler genel olarak bu ilkeler üzerinde odaklanma göstermektedir. Bununla beraber, bu ilkeleri daraltma veya genişletme imkanı da söz konusudur. Örneğin Bodin ve diğerlerine göre (1990) yedi temel ilke vardır. Bunlar, politika tespiti, düzenleme fonksiyonu, kaynak sağlama fonksiyonu, kaydetme fonksiyonu, analitik değerlendirme fonksiyonu, kontrol fonksiyonu ve operasyon fonksiyonlarıdır.

Bunlardan ilk üçü, dış borç yönetiminin idari boyutu olup, oyunun kurallarını belirlemeye yönelik fonksiyonları içerir ve genel dış borç yönetim sistemi olarak adlandırılabilir. Diğerleri ise, dış borçların günü gününe yönetimi ile ilişkili olup, işlemsel dış borç yönetimi ile ilgilidir. Bu unsurların fonksiyonları genel olarak yukarıda verilen açıklamalar çerçevesindedir. Ayrıca bu unsurlar ekonomilerin kendi dinamikleri ve borç sorunlarının boyutları ile de doğrudan ilişkilidir.

Dış borç yönetim birimlerinin fonksiyonları bağlamında verdiğimiz yukarıdaki açıklamalar, genel olarak bakıldığında GOÜ'lerdeki dış borç yönetimi olgusunu, dış borçların temin edilmesi ve borç servis sorunlarına neden olmayacak şekilde kontrol edilmesi boyutlarıyla ele almaktadır.

Yukarıda belirtilen fonksiyonel yapının daha çok pasif (savunmaya yönelik) bir karakter sergilediği görülmektedir. Dış borç yönetiminin aktif veya pasif olarak nitelendirilmesi göreceli olarak yeni olup, pasif dış borç yönetimi dış borçlar hakkında enformasyon sahibi olmayı ifade eder. Burada dış borçların ne kadarının kime ait olduğu ve geri ödemeler için ne kadar/zaman gerektiğinin ve buna ilişkin süreçlerin yönetimi anlaşılmaktadır. Aktif dış borç yönetimi ise, var olan enformasyonu kullanarak borçların yeniden müzakere edilmesi ve yeniden şekillendirilmesini ifade etmektedir.

Bu tarz bir yönetim anlayışı, tıpkı bireysel firmalar veya çok uluslu şirketler gibi var olan bir borcun daha uygun maliyet ve diğer mali koşullara sahip yeni bir borç yükü ile ne zaman ve nasıl değiştirilebileceğinin bilinme ve işlem yapılabilme durumuna işaret etmektedir (Campbell, 1992, s.39). Diğer bir tanımlamaya göre de pasif borç yönetimi (dar anlamda borç yönetimi olarak ta ifade edilir)'nin genel hedefi borçlanmanın, borç servisinin mevcut istatistiki verilere dayanarak miktarı, zamanlaması ve enstrümanlarına ilişkin karar verme sürecidir. Aktif borç yönetimi (geniş anlamda borç yönetimi olarak ta ifade edilir) ise borç stokunun özellikle faiz ve kur risklerine karşı riskinin minimize edilmesini içeren risk yönetim tekniklerini içermektedir (Dedeoğlu, 1995, s.11). Bu anlamda aktif yönetim borç stokunun ve yeni borçlanmaların mali koşullarının iyileştirilmesi ve kötüleşmesine engel olucu süreçlerini ifade etmektedir.

Öte yandan, aktif dış borç yönetimi pasif dış borç yönetiminin bir ikamesi olarak görülmemelidir. Pasif dış borç yönetimi fonksiyonları ve kurumsal yapısı içinde gerekli dönüşümler ve yeni bir birimin ilavesi veya var olan bir birimin (operasyon birimi olabilir) fonksiyonlarının genişletilmesi, dış borç yönetimi sisteminin aktif hale getirilebilmesini sağlayabilir. Çoğu GOÜ bu anlamda önemli eksiklikler yaşamaktadır. Bununla beraber 1990'lı yıllarla beraber GOÜ'lerin dış borç yönetim sistemlerinde bu açığı kapatma yönünde bilinçli gayretleri de söz konusudur. Nitekim, bazı GOÜ'lerde mevcut dış borç yönetim birimlerine ilave olarak dış finansman yönetim birimlerinin kurulması sözkonusu olup, aktif bir borç yönetiminin gerçekleştirilebilmesini hedeflemektedir.

3.Dış Borç Yönetim Birimleri ve Koordinasyonu

Dış borç yönetimi, dış borçlar ile ilgili çeşitli sorumluluklara sahip devlet organlarının bir araya getirilmesi ve koordinasyon içinde çalışmalarını gerektirmesi nedeni ile kamu yönetiminin ve ekonomik politikaların kompleks bir boyutunu oluşturur. Temel amaç ise, cari dış finansman imkanlarının ülkeyi gelecekte bir ödemeler bilançosu krizine veya devlet bütçe sorunlarının hızla artmasına engel olabilecek şekilde kullanılabilmesini sağlamaktır.

Bu amaçlara ulaşabilmede dış borç yönetim fonksiyonlarının sağlıklı bir şekilde yerine getirilebilmesi büyük önem taşır. Bu çerçevede sözkonusu fonksiyonları yerine getirecek birimlerin kamu yönetimi organizasyonu içerisindeki yerleri, görev sınırları ve bunları belirleyen hukuksal-kurumsal boyutlar dikkatle belirlenmiş olmak zorundadır. Bu zorunluluk dış borç yönetim sisteminin başarılı olabilmesinde temel taşı konumundadır.

Dolayısıyla, dış borç yönetimi fonksiyonlarını yerine getirecek birimlerin dış finansman tekniklerini izleme ve uygulayabilmede, dış borçlanma politikalarının oluşturulabilmesinde, dış borçların izlenebilmesinde bunlara ait risklerin gerek takibi gerekse koruyucu önlemlerin alınabilmesinde gerekli fonksiyonları görebilecek şekilde organize olmaları esastır. Kuşkusuz bu gereklilik merkezi bir dış borç yönetim biriminin kurulmasını gerektirmektedir. Bununla beraber borç yönetimi biriminin yeri konusunda genel ve tatmin edici bir cevap bulabilmek çeşitli zorluklar içermektedir. Ülkeden ülkeye değişiklikler gösterebilen bu yapı; GOÜ'lerin gelişmişlik derecelerine, dış borçların stok boyutlarına, yetişmiş personelin var olup olmamasına, yerleşmiş teamüllere ve tarihsel birikimlere bağlı olarak değişebilmektedir.

Husain (1992)'ye göre, borç ofislerinin yeri, fonksiyonların dağılımı, sorumlulukların belirlenmesi ve benzeri açılardan ülkeler arası farklılıklar olup, bu konuda iki yaklaşım vardır.

Birincisi, borç yönetimine ilişkin fonksiyonların nasıl dağıtıldığına ilişkindir. Buna göre, en azından dört tane birimin var olması gerekir. Bunlar içerisinde Maliye Bakanlığının görevi, borçların müzakeresi, yeni borçlanmaların onaylanması ve yeni borçlanma kaynaklarının belirlenmesi şeklindedir. Elde edilen veya edilecek uluslararası finansmanların yurtiçi yatırım projelerine tahsisatı ise planlama teşkilatlarının görevidir. Ödemeler dengesi, uluslararası rezervlerin yönetimi, döviz tahsisleri ve borç geri ödemeleri ise Merkez Bankaları tarafından yapılacaktır. Merkez Bankasının görevi sadece bu kadar olmayıp, aynı zamanda

uluslararası piyasalar, ilgili enstrümanlar, zamanlama, döviz cinsi, miktar ve benzeri borçlanmaya ilişkin işleri de yönetmektir. Öte yandan, istatistik fonksiyonu ise ya merkezi bir birim tarafından yürütülecek ya da çeşitli ajanslara bölünecektir.

İkinci yaklaşım ise çeşitli birimler arası fonksiyonel bölünmenin yanısıra, dış finansal akış tipleri çerçevesinde bir sorumluluk paylaşımını ortaya koyar. Nitekim bazı ülkelerde çok yanlı finansmanlar Maliye Bakanlığı tarafından, IMF kredileri, özel garantisiz borçlanmalar ve kısa vadeli dış borçlanmalar Merkez Bankası tarafından, ikili finansmanlar ise Planlama Teşkilatı tarafından yönetilmektedir.

Dış borç yönetiminde sorumlulukların belirlenmesindeki fonksiyonel farklılıklar ve borçlanma şekilleri arası farklılıklar, borç yönetim ofisinin yerleşimi hakkında cevap vermede kolaylık sağlamakta yetersiz kalmaktadır. Ayrıca, pratikte tüm bu fonksiyonların ve sorumlulukların merkezi hale getirilerek bir borç ofisi içinde toplanması uygun görülememektedir.

Öte yandan bu şartlar altında dahi pragmatik bir yaklaşım merkezi bir istatistiki birimin kurulmasıdır. Bu birim, sistemin merkezi olmayan çeşitli birimlerinden ilgili verileri toplamak ve bunları birleştirmekle görevli olmalıdır. Ayrıca veri koordinasyonu sağlayarak bir üst ilgili komutaya sunmak ve farklı perspektiflere sahip analizlere gitmek durumundadır. Kuşkusuz bu analizler ve bulgular politika yapımcılarına iletilecektir. Husain (1992) ve Dehasa (1985) tarafından önerilen dış borç yönetim birimlerinin ülkeler arasında farklılık gösterebilmesinin doğal bir süreç olduğunu belirten Klein (1994), bu durumun çeşitli olasılıklarını analiz etmektedir. Klein (1994)'e göre borç yönetiminin sorumlulukları üç uzmanlaşmış birim arasında dağıtılabilir. Bunlar istatistik birimi (toplam borçlarla ilgili enformasyonun zamanında bir araya getirilmesi), kontrol birimi (ülkenin gelecekteki borç servisi ödeme kapasitesini değerlendirir) ve dış finansman birimidir (dış borçlanmanın uygun şekillerini ve koşullarını değerlendirir).

İstatistik birimi açısından bakıldığında, ülkeler arasında tercihlerin sıklıkla Maliye Bakanlığı ile Merkez Bankası arasında olduğu görülmektedir. Maliye Bakanlığı ise daha cazip bir seçenek olarak değerlendirilmektedir. Çünkü, merkezi devlet bütçesinden yapılacak borç servislerinin detaylı izlenmesi görevi bu bakanlığın sorumluluğundadır. İstatistik birimi, devletin yükümlülükleri olan dış kredilerin tamamı üzerine detaylı bilgileri bir araya

getirebilmelidir. Borç servisi ödeme şekillerinin hazırlanması, bunlardan aylık servislerin listelenmesi, merkezi hükümet ile bireysel kreditorler arası kontakt noktası olması, ödeme emirlerinin geldiği birim olması ve ödeme tekliflerinin hazırlandığı birim olması, bu birimi Maliye Bakanlığı içinde olmaya sevk etmektedir.

Buna göre, Maliye Bakanlığı borç birimi, devletin borç kayıtları üzerinde tam bir muhasebeye sahiptir ve bunların istatistiki bir kaynak olarak ta kullanılması olasıdır. Burada önemli bir sorun ise bu birimin ayrıca diğer kamu sektörü borçlarına ilişkin ve özel sektöre ilişkin bilgileri de bir araya getirip getirmeyeceğidir.

Diğer kamu sektörü borçlarına ilişkin bilgilerin toplanması yine Maliye Bakanlığı görevi olarak görülmektedir. Ancak özel sektör borçlarının verilerinin toplanmasında en tutarlı yaklaşım Merkez Bankasının bu görevi yapmasıdır.

Dış borçların büyük çoğunluğu merkezi devlete ait olan ülkelerde Maliye Bakanlığı borç biriminin toplam dış borçlarla ilgili kapsamlı verilerin hazırlanması yeteneğine sahip olacak şekilde bir organizasyon haline getirilmesi daha anlamlı görülmektedir. Özel sektör ve kamu kuruluşları borçları önemli miktarda olan ülkelerde ise Merkez Bankasının kendi istatistiki birimini geliştirmesi gerekir. Bu grup için toplam dış borç verilerinin hazırlanması Maliye Bakanlığı borç birimince hazırlanan merkezi devlet yükümlülükleri özet tablolarından yararlanılarak mümkün olabilir. Örneğin, Brezilya, İspanya, Filipinler gibi bazı ülkelerde öyle bir durum söz konusudur ve borç yönetim istatistikleri Merkez Bankasındadır.

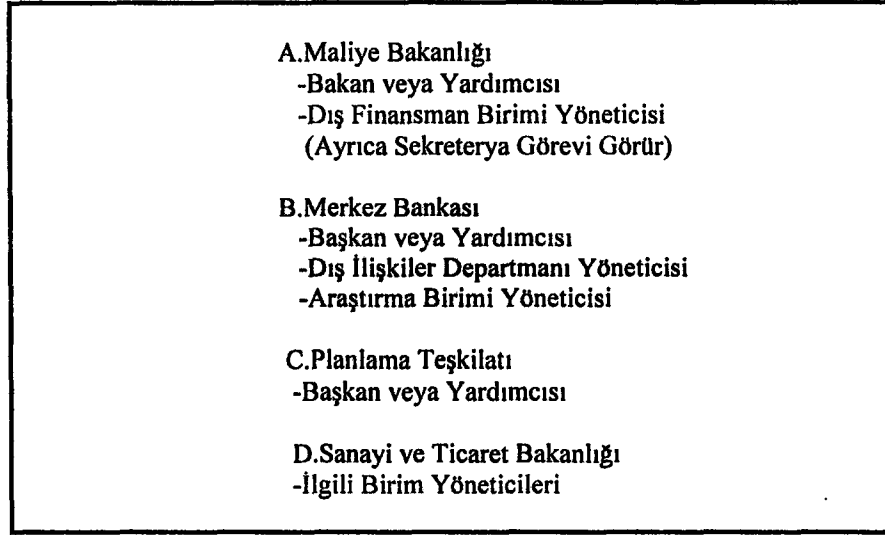
Merkez Bankası veya Maliye Bakanlığı içinde bir istatistiki birim kurulması tercihi ayrıca bu birimlerin yönetsel kapasiteleri ile de yakından ilgilidir. Çoğu GOÜ'de kamu kesimi çalışanlarının çalışma koşulları iyi değildir ve kötü bir ücret yapısı vardır. Bu şartlarda sivil hizmetler gerek ücret, gerek çalışma koşulları, gerekse bina, ofis, ekipman vb, açıdan çok zayıftır. Doğal olarak yönetimin gücü ve etkinliği de zayıf kalmaktadır. Halbuki Merkez Bankaları bu gibi ülkelerde çok daha iyi çalışma koşulları ve yönetim yapılarına sahiptir. Bu kurumların bütçelerinin genelde merkezi hükümetten bağımsız olmaları, ve imkanlarının genişliği, bu kurumları etkin borç yönetimi ve istatistiki birimin organize edilmesinde ön plana çıkaran bir yapı sergilemektedir.

Kontrol birimi açısından bakıldığında ise birden fazla birimin orta ve uzun vadeli ekonomik tahminler hazırlaması dikkat çekicidir. Bunların sonuçları da genelde farklıdır. Çünkü, farklı varsayımlara sahiptirler. Bununla beraber tümü de dış borç verilerine ihtiyaç duyarlar. Planlama teşkilatları ulusal ekonomik gelişme programlarının hazırlanması için, Maliye Bakanlıkları bütçe yapımı için, Merkez Bankaları ise ödemeler dengesi projeksiyonları için bunlara ihtiyaç duyarlar. Bundan dolayı merkezi devlet içinde her üç birim de farklı perspektiflere sahip projeksiyonlar yapmaktadır.

Burada yüksek seviyeli koordinasyon komitesi, hangi birimin merkezi hükümetin ve bütün olarak ülke ekonomisinden borç servisi kapasitesinin değerlendirmesinden sorumlu olacağına karar vermek durumundadır. Zira bütçe yönetimi ve ödemeler dengesi yönetimi bu süreçte merkezi bir öneme sahiptir ve borç servisleri açısından bakıldığında genelde Maliye Bakanlığı ve Merkez Bankası ön plana çıkar. Dolayısıyla bu kurumların koordinasyon içinde çalışmaları ve öncelikler ile sorumluluklar açısından bir konsensüz sağlamaları çok faydalı olacaktır.

Dış finansman birimi açısından bakıldığında ise bu birimin Maliye Bakanlığı içinde olması gerektiğine ilişkin genel bir kanaatten sözedilebilir. Çünkü merkezi devlet adına borçlanma en iyi Maliye Bakanlığı kontrolü altında yapılabilir. Ayrıca ülkenin finansal istikrarında sorumluluğun Maliye Bakanlığında olduğu da unutulmamalıdır. Bu yüzden söz konusu anahtar birimin Maliye Bakanlığı içinde bir birim olarak görev yapması istenilen bir durumdur.

Diğer bir önemli birim ise ilgili kurumlar arası koordinasyonu sağlamakla görevli komitenin faaliyetleridir. Birimler arası koordinasyonun temini amacıyla çeşitli ülkelerde çeşitli isimler altında özel komiteler veya koordinasyon komiteleri kurulmaktadır. Kalderen (1992) tarafından dış finansman komitesi, Klein (1994) tarafından yüksek seviyeli koordinasyon Komitesi olarak adlandırılan koordinasyon biriminin genel kompozisyonu Şekil 7'de gösterilmektedir.



Şekil 7: Dış Finansman Komitelerinin Genel Kompozisyonu
Kaynak: Kalderen, 1992, s.96.

Komite, ekonomik koordinasyondan sorumlu bakanlığın bünyesinde oluşturulmalıdır. Periyodik olarak toplanması gereken bu komite, ülkenin toplam dış finansman ihtiyaçlarını, kamu kesimi borçlanma gereksinimleri ve özel sektör dış borçlanma projeksiyonları yardımıyla belirlemeli, borç stokuna ait borç servis gereksinimlerini ve bunların yeniden finansman imkanları üzerinde durmalıdır. Komitenin asli fonksiyonu ise genel politika tespitleri ve borç yönetimi için bir rehberlik mahiyetinde olmalıdır.

Bu tür komiteler uygulamada çeşitli ülkelerde görülmektedir. Malezya'da Başbakanın başkanlığındaki Finansal Kaynaklar Komitesi, Tayland'da Maliye Bakanlığı Başkanlığındaki Ulusal Borç Politikası Komitesi bulunmaktadır. Brezilya'nın kamu borçlanma politikası Planlama Bakanlığı tarafından koordine edilmektedir. Ayrıca bu birim dış finansman komitesinin de başkanlığını yürütmektedir.

Endonezya bu açıdan ilginç gelişmeler yaşanan bir örnek ülkedir. Düşük gelirli petrol ihracatçısı bu ülkede resmi ve ticari dış borçlanmalar önemli miktarlardadır. Kamu ve kamuya bağlı kurumların dış borçlanmaları Maliye Bakanlığı ve Merkez Bankasıyla yönetilmektedir. Sermaye hareketlerine getirilen serbestiden dolayı bu ülkede özel sektör dış borçlanması için bir sınırlama yoktur. Bununla beraber, dış borçlarda aşırı artışlar, ticari borçlar koşullarında önemli bozulmalar ve genel borçlanma seviyesinin sürdürülebilirliğini kısıtlayacak derecede özel ve kamu sektörü dış borç taleplerinde artışlar olasılığına karşı olmak üzere Endonezya hükümeti bakanlar seviyesinde bir komite kurmuştur. Yüksek seviyeli koordinasyon komitesinin bir örneği olmak üzere bu birimin görevleri şunlardır;

- Kamu kesimi dış borçlanmalarının koordinasyonunu sağlamak,
- Kamu projelerinin ticari dış borçlanmaları için yıllık tavanlar koymak ve kredi koşullarına ilişkin göstergeleri belirlemek,
- Alınacak kredilerin önceliğine ve zamanlamasına karar vermek,
- Kamu ve özel sektör dış borçlanmalarının mali koşullarına ilişkin detaylı tablolar istemek.

Belirtilen koordinasyon komiteleri asıl olarak ülke ekonomisinin dış borçlanmaya fazla bağımlı hale gelmesini engellemeye çalışan birimler olarak ta görülebilirler. Nitekim çoğu durumda bu birimler çeşitli limitler koyarak kamu dış borçlanmalarını sınırlamaya çalışmışlardır. Ancak çoğu durumda özel sektör açısından bu çeşit uygulamalar konulamamış, konulduğu durumlarda ise esnek yapılarıyla özel sektör genellikle bu engelleri aşabilmiştir (Klein, 1994, s.157).

4.Dış Borçların İzlenmesi (Monitörü)

Dış borç yönetiminin fonksiyonları bağlamında yapılması gerekli çeşitli işlemlerden bir tanesi de dış borçların (kamu ve özel) izlenmesidir. Kamu ve özel sektörün dış borç durumları ve borçlanma işlemleri konusunda yeterli bilginin zamanında elde edilebilmesi etkin bir dış borç yönetiminin önde gelen unsurudur. Zira, dış borç yönetiminin esas ögesi, ülkenin borç yükü düzeyinin belirlenmesi ve bu amaca ulaşmak için borçlanma türleri ve tutarlarını kontrol altında tutabilmektir (Öktem, 1985, s.23). GOÜ'ler bağlamında bakıldığında, 1970 ve 1980'li yıllar dış borçların izlenmesi-gözlenmesi anlamında yaygın başarısızlıklara sahne olmuştur. Bir çok ülkede borç izleme yöntemleri dış borç servisi güçlükleri yaşandıktan sonra güçlendirilmeye başlanılmıştır. Hatta, Kosta Rika, Sudan, Zaire, Zambia gibi bazı ülkeler istatistiki bilgi toplanabilmesi amacıyla özel firmalardan yararlanma yoluna gitmek zorunda dahi kalmışlardır (Öktem, 1985, s.26).

1970'li yıllarda Şili'nin içine düştüğü durum bu açıdan ilginç bir örnektir. 1970'li yıllarda dış yükümlülüklerini yerine getiremeyen Şili, Paris Klübüne başvurmuş ve borç ödeme kolaylıkları talep etmiştir. Ancak paradoksal bir durum olarak fark edilmiştir ki, Şili otoriteleri dış borç miktarlarından ve aynı zamanda ne kadar borç servisi gerektiğinden dahi habersiz durumdalar (Alamo, 1990, s.15). Kuşkusuz bu durum Şili'li otoritelerin dış

borçların yönetimini daha iyi kavramalarına bir başlangıç noktası teşkil etmiş ve bir süre sonra da bu yönde kurumsal yapılanmalara başlanılmıştır.

GOÜ'lerin dış borç krizlerinin ardından çıkardıkları en belirgin derslerden bir tanesi olan dış borç yönetiminin kurumsallaştırılması çabaları çerçevesinde zamanla GOÜ'ler, dış borç izleme mekanizmalarını güçlendirici adımlar atmış ve bu yönde kurumsal yapılarını takviye edici önlemlere başvurmuşlardır. Bu yönde atılan adımlara karşın, GOÜ'lerin halen bu anlamda ciddi sorunlar yaşadıkları da bilinmektedir. Bir çok az ve orta gelirli GOÜ'de var olan bu durumun daha üst gelir seviyelerine sahip GOÜ'lerde de varlığını koruduğu gözlenmektedir.

Nitekim, Uzak Doğu Asya borç krizinin kapsamı içine dahil tüm ülkelerde bu konunun en azından bir süreden beridir ihmale uğradığı açıktır. Ayrıca, Rusya Cumhuriyeti ve diğer geçiş ekonomilerinde de bu anlamda ciddi sorunlar söz konusudur. Nitekim, Azerbaycan, Gürcistan, Kazakistan, Moldova, Tacikistan, Ukrayna, Özbekistan ve benzeri bir çok geçiş ekonomilerinde bu anlamda yaygın sorunlar var olup, borç izleme mekanizmaları kurmak üzere Maliye Bakanlıkları bünyelerinde ilgili dış borç yönetim birimleri kurulması çalışmaları sürdürülmektedir (Boote ve Diğ., 1995, s.94).

Tablo 27, GOÜ'ler bağlamında dış borç izleme-gözetleme mekanizmalarında yaşanan zorluklar hakkında özet bilgiler sunmaktadır.

Tablo 27: Dış Borç İzleme Zorlukları: Problemler ve Sebepleri

İzlenilen Dış Borç Tipi	Gözlenen Problemler	Olası Nedenleri
A.Devlet Doğrudan Dış Borçlanması		
-Kredi Anlaşmalarının Toparlanması	-Toplam Dış Borç Bilinmiyor	-Enformasyonun Merkezileştirilmesinde Başarısızlık
-Kredi Kullanımlarının İzlenmesi	-Mevcut Kredi İlişkileri Bilinmiyor	-Enformasyonun Merkezileştirilmesinde Başarısızlık
-Borç Servisi Ödeme Teklifleri	-Gecikmeli İşlemler	-Düzensiz Ödeme Sistemleri ve Yetersiz Ödeme Birimi
-Ödenmemiş Borçların İzlenmesi	-Cari Durumun Bilinmemesi	-Hesap Sistemi Dizaynındaki Başarısızlık
B.Devlete Bağlı Kurumlar Dış Borçları		
	-Verilerin Yetersizliği	-Gerekli İşbirliğinde Başarısızlık
	-Verilerin Gecikmeli Olması	-Çok Daha Yoğun Efor Gereksinimi Söz Konusu İken, Bu Alanda Yaşanan Yaygın Yetersizlikler
C.Özel Sektör Dış Borçları		
	-Verilerin Olmaması veya	-Kambiyo Kontrol Verilerinden İstifade Etme İhtiyacı
	-Verilerin Yetersizliği	-Özel Sektör Firmaları Üzerinde Finansal Verilerin Araştırılması İhtiyacı

Kaynak: Klein, 1992, s.102.

Dış borç yönetiminin asli fonksiyonlarından bir tanesi, ülkenin borç yükü düzeyinin belirlenmesi ve bu amaca ulaşmak için borçlanma türleri ve tutarlarının izlenip kontrol edilebilmesidir. Bu amaç çerçevesinde sadece kamu kesimi ve kamu garantili dış borçlar değil özel sektörü de kapsayacak şekilde dış borçların izlenebilmesi büyük önem taşımaktadır.

1980'li yıllarda Şili ekonomisinin, 1990'lı yılların son çeyreğinde ise Güney Doğu Asya ülkelerinin içine düştükleri dış borç krizlerinde asli sebebin özel sektör dış borçları olduğu düşünülürse bu durumun önemi daha iyi fark edilebilecektir. Dolayısıyla, dış borç yönetimi dış borçların gerek vade gerekse kullanıcıları açısından mümkün olan en geniş ölçüde enformasyonu sağlamak ve bunları kontrol edebilmek amaçlarıyla hareket etmek durumundadır.

Merkezi devlet dış borçları açısından bakıldığında izleme güçlüklerinin ardında, Tablo 27'de görüleceği üzere, enformasyon eksiklikleri ve düzensiz ödeme sistemleri temel faktörler durumundadır. Bu durumu aşmak üzere dış borç yönetim fonksiyonları bağlamında, Maliye Bakanlığı içinde merkezi devletin doğrudan dış borçlarını yönetmek üzere uzmanlaşmış bir birim kurulması önerilmektedir. Aynı zamanda bu birime; yönetim, muhasebe ve istatistik sorumlulukları da verilmelidir. Yönetim sorumluluğu, dış borçların anapara ve faiz ödemelerinin zamanında yapılmasını, muhasebe sorumluluğu kayıt işlemlerinin düzenli takibini, istatistik sorumluluğu ise kayıtlar üzerinden istatistiksel bilgilerin çıkarılması görevlerini vermektedir (Klein, 1994, s.75).

Bununla beraber çoğu GOÜ'lerde askeri borçlar bu sistem içinde değildir ve devlet dış borçlarının izlenmesinde genellikle istisnai tek durum olarak değerlendirilir. Nitekim çoğu durumda askeri dış borçlar Savunma Bakanlığı tarafından imzalanmaktadır. Güvenlik amaçlı bu uygulamalar, Maliye Bakanlığına ancak ilk ödeme emrinin gelmesinin ardından izlenebilmektedir (Klein, 1992, s.105; Öktem, 1985, s.25).

Devlete bağlı kurumların dış borçlarının izlenmesinde, doğrudan merkezi devlet tarafından yapılan dış borçlanmalara kıyasla daha fazla zorluklar bulunmaktadır. Tablo 27'den görüleceği üzere bu tür dış borçların izlenmesindeki temel zorluk veri yetersizliği, enformasyon eksikliği veya bunların sıklıkla gecikmeli olarak bildirilmesi gibi noktalarda yoğunlaşmaktadır. GOÜ'ler açısından bakıldığında bu tür birimlerin (KİT'ler, Mahalli İdareler, Kamu Bankaları vb) dış borçlanma yoluyla kaynak bulabilmeleri genellikle devlet

garantisi varsa söz konusu olabilmektedir. Dolayısıyla kendi bütçelerinden dış borçları finanse etmesi gereken bu birimler sıklıkla bu konudaki yükümlülüklerini merkezi devlet bütçesine yüklemeye çalışmaktadırlar.

Bu tür sorunların varlığı, dış borç yönetim birimlerinin bağlı kuruluşların dış borçlarını, merkezi devletin dış borçları gibi izlemelerini ve garanti verme işlemleri için bir takım prosedür ve kriterlerin belirlenmesini zorunlu kılmaktadır. Bu açıdan çoğu ülkede gerekli enformasyonu sağlayabilmek için, hükümetler bu birimlerin ulusal borç yönetim birimine periyodik detaylı raporlar vermelerini istemektedirler. Borç ofisi bu raporları dikkatle incelemeli ve bunların düzenli gelmesini sağlayacak şekilde düzenlemelere gitmelidir. Çoğu GOÜ'de bu tür bir veri akışında zorlukların yaşanması bu ülkeleri daha titiz olmaya zorlamaktadır. Bu yüzden de devlete bağlı kurumların dış borçlanmaları için önceden izin alma ve benzeri kontrol yöntemleri uygulanmaktadır.

Özel sektör dış borçlanmalarının izlenmesi, birçok açıdan diğer kamu sektörü dış borçlanmalarının izlenmesi ile benzer zorluklar arz etmektedir. Tablo 27'den görüleceği üzere özel sektör açısından yeterli verilerin olmayışı veya istenilen özelliklere sahip bir enformasyon akışı eksikliği söz konusudur. Özel sektör dış borçlanmalarının çok az bir kısmının devlet garantili olması, çok küçük parçalardan oluşması ve aşırı sayıda işlemin varlığı bu zorluğu arttırmaktadır. Özel sektör dış borçlanması üzerine izleme ve kontrol işlemleriyle ilgili başlıca üç durum söz konusudur. Bunlar (Klein, 1994, s.89):

-Bir çok GOÜ, dış borçlanma ile ilgili olarak kambiyo kontrol birimlerinden önceden izin alınmasını zorunlu kılabilir. Bu durumda, kredi anlaşması sonrası, kullanımlar ve borç servisi ödeme şedülleri Merkez Bankalarına veya benzeri birimlere bildirilip tescil işlemleri yaptırılmaktadır. Örneğin Kolombiya, bu işlemlerin tescilini Planlama Teşkilatı ve Para Kuruluna bırakırken, Şili izin verme ve tescil işlemlerini Merkez Bankasına bırakmaktadır. Kuşkusuz bu tür bir yöntem, kambiyo kontrolü uygulanan ülkeler için uygun olup, özel dış borçlar hakkında güvenilir ve zamanlı bilgi toplama işlemlerini kolaylaştırıcıdır. Bununla beraber dışa açık piyasa ekonomilerinde böyle bir uygulamaya geçmek hem zor hem de izlenilen programın felsefesiyle çatışan bir karakter sergiler. Çünkü, özel sektör firmalarının gelecek dönemlere ilişkin planlarını devlete göre yapmaya başlamaları, bu firmaların piyasa koşullarında esnekliğinin ve rekabet gücünün azalmasına yol

açabilmektedir. Bu durum özellikle ağır işleyen bir bürokratik mekanizma içinde onay sürecini artırıyor ve zorlaştırıyorsa daha da önem kazanmaktadır.

-İkinci durum, önceden yetkili birimlerden izin alınmaksızın özel sektörün dış borçlanmaya gidebilmesidir. Bununla beraber şirketler borç servislerini yapmaya başladıklarında bunu tescil ettirmek zorundadırlar. Bu şekildeki uygulamada bir kontrol mekanizmasının varlığı korunmaya devam edilmekte ve özellikle dışarıya istenilmeyen türden transferlerin engellenmesi arzulanmaktadır. Dolayısıyla, ilk durumda var olan kısıtlar belirli ölçülerde geçerliliğini korumaya devam etmektedir. Sermaye hareketleri üzerine çeşitli kısıtlamalara sahip ülkelerde yaygın bir uygulama şeklidir.

-Üçüncü durum, özel sektörün dış borçlanmaya gitmesi ve bunların servislerinin yapılması sürecinde hiç bir kısıtlama olmaması halidir. Bu şartlar altında özel sektör dış borçların izlenmesi önemli zorluklarla karşı karşıyadır. Dolayısıyla veri toplanması ve borçların izlenmesi için ticari bankalar kayıtlarının kullanılması ve özel sektör firmalarından periyodik olarak raporlar sağlanmasına yönelik faaliyetler önem kazanmaktadır. Ancak, özel firmalarının bu konuda gerekli ciddiyeti göstermemeleri ve işbirliğinden kaçma çabaları konuyu problematik bir hale getirmektedir.

Örneğin, İrlanda'da bu gibi sorunlar yüzünden uzun yıllar süresince Bankalar dışında özel dış borçlar istatistiklerin yayınlanamadığı bilinmektedir (Öktem, 1985, s.26). Özel sektör dış borçlanmalarının izlenmesindeki bu ve benzeri zorluklar çoğu GOÜ'yi bu tür borçların devlet borç yönetim birimlerine, borçlanmalarını kaydetme zorunluluğu uygulamasına sevk etmiştir. Nitekim, Kosta Rika, Meksika ve diğer bazı GOÜ'ler bu amaç çerçevesinde tüm dış borçlanmaların kaydedilmesini zorunlu kılmışlardır. Bu ve benzeri uygulamalar özel sektör dış borçlanmalarının önemli boyutlara ulaştığı tüm ekonomiler için zorunlu gözükmektedir.

Özel sektör dış borçlanmalarının izlenmesindeki tüm zorluklara karşın, dış borç yönetim birimlerini (tıpkı kamu sektörü dış borçlanmaları gibi) kullanılabilecek tüm teknikleri ve yöntemleri istihdam etmelerini zorunlu kılmaktadır. Güney Doğu Asya ülkeleri dış borç krizi bu durumun en tipik örneğini sunmakta olup, ekonomilerin krizlere açıklık derecesini artırması nedeni ile üzerinde dikkatli bir şekilde durmayı zorunlu kılmaktadır.

Ayrıca GOÜ'lerin uluslararası piyasalardan kredi temin süreçlerinde ülke riskinin algılanılan derecesine karşılık gelen bir ilave risk primi de yüklenmek zorunda oldukları düşünülürse, özel sektörün ülke dışından borçlanmaları, kamu sektörünün dış borçlanma maliyetini de arttırıcı olabilmektedir (tersi de doğru olabilir) (Edwards, 1987, s.29). Dolayısıyla özel sektör dış borçlanmalarının boyutlarının kamu sektörünce dikkatle izlenmesi ve gerektiğinde kontrol mekanizmalarını çalıştırabilmesi kaçınılmaz gözükmektedir.

Dış borçların izlenmesi gözlenmesi açısından, GOÜ'lerin üzerinde durmaları gerekli önemli bir diğer konu da kısa vadeli dış borçlardır. Yukarıda verilen izleme mekanizmaları üzerine açıklamalar orta-uzun vadeli dış borçlar ile ilgili olup, çoğu kez kısa vadeli dış borçlar için benzeri yöntemleri yetersiz kılan bir karakter sergilemektedirler. Öte yandan, kısa vadeli dış borçların izlenmesi sadece GOÜ'ler için değil gelişmiş ülkeler için de önemli zorluklar ve açmazlar ihtiva etmektedir.

Kısa vadeli dış borçlara ilişkin detaylı bilgiler genellikle mevcut değildir ve çoğu kez bu isim altında bildirilen dış borçlarda tüm yükümlülükleri kapsamamaktadır. Kısa vadeli dış krediler içinde ticari krediler, özellikle açık hesaplar ve vesaik mukabili kabul kredileri hakkında yeterli istatistiki bilgilerin toparlanması çok güçtür. Borç yönetimi açısından önem taşıyan veriler ise kuşkusuz mali kredilere ait olanlarıdır (Öktem, 1985, s.261). Dışa açık piyasa ekonomilerinde bu tür zorluklar daha fazla olmaktadır. Özellikle sermaye hareketlerinin giderek daha serbest hale geldiği günümüz dünya ekonomisinde bu tür işlemlerin takibi giderek zorlaşmaktadır. Kısa vadeli dış borçlar, vadesi bir yıldan daha az olan kredi işlemleri olup, genellikle özel firmalar, ticari bankalar ve Merkez Bankaları tarafından çeşitli amaçlarla kullanılmaktadır. Kuşkusuz bu tür kredilerde çoğu kez dış ticaret finansmanı ağırlık teşkil etmektedir.

Güney doğu Asya ülkeleri dış borç krizinin temel derslerinden bir tanesi, hiç kuşkusuz ülkelerin kısa vadeli dış borç stoklarının çok iyi bir şekilde izlenmesi gereksinimi olmuştur. Bu konuda Eğilmez (1998) tarafından yapılan şu tespitler dikkate değerdir;

-Yalnızca yüksek borçlu GOÜ'ler için değil, gelişmiş olanlarda dahil, tüm ülkeler açısından kısa vadeli dış borçlar çok önemli sorunlara neden olabilmektedir. Bu nedenle ülkelerin toplam dış borç yükü içinde kısa vadeli dış borç oranı çok daha önemli bir gösterge durumuna geçmektedir.

-Politika uygulamalarında açıklık ve güvenilirlik ile verilerdeki şeffaflık, bir ülkenin kredi değerliliği açısından giderek daha önemli bir ölçüt konumuna geçmektedir.

-Borçların vadelerinin bilinmesi ve hatta dış borç garantilerinin ayrıntılarının açıklanması ileriye dönük risklerin tam olarak anlaşılabilmesi için son derece önemlidir.

Kısa vadeli dış borçların izlenmesi kompleks bir süreç olarak ülkelerin karşısında durmaktadır. Çok fazla sayıda ve genellikle küçük montanlı işlemler söz konusudur. Dış ticaretin toplam üretim içindeki payı ne kadar geniş ise, ekonomi içindeki reel ve finansal sektörün kısa vadeli dış borç kullanımı da o kadar artma göstermektedir. Çoğu GOÜ, bu tür kredilerin belirli bir oranı aşmasını engellemeye yönelik tedbirleri zaman zaman işleme koyabilmektedir. Ancak, uluslararası sermaye hareketlerinde son dönemlerde yaşanan hızlı liberalizasyon süreci bu tür tedbirlerin azalmasına yol açmıştır. Kuşkusuz bu durum kısa vadeli dış borçların izlenmesinin gerek enformasyon gerekse denetim ve kontrol altına alınması amaçlarıyla çelişen yapılara neden olabilmektedir.

Kısa vadeli dış borçların izlenmesinde var olan bu zorluklar GOÜ'lerde Merkez Bankalarının bu konuda görevlendirilmesiyle çözülmeye çalışılmaktadır. Pek çok açıdan Merkez Bankaları GOÜ'lerdeki kısa vadeli borçlarla ilgili bilgilerin organize edilmesinde en iyi yer olarak görülmektedir. Kısa vadeli dış kredilerin büyük bir çoğunluğunun finansal sistem üzerinden çalışması ve bu sektör üzerindeki Merkez Bankalarının denetim kapasitelerinin yüksekliği bunlar içinde en tatmin edici açıklamadır.

Öte yandan, ekonomilerdeki reel sektörün kısa vadeli dış yükümlülüklerin izlenmesinde, bu firmalardan belirli periyotlarda raporlar istenmesi ve bunun belirli bir standart içinde yürütülebilmesi de aynı şekilde Merkez Bankasının daha iyi yapabileceği bir işlem olarak görülmektedir. Bununla beraber gerek gelişmiş, gerekse GOÜ'ler açısından bakıldığında kısa vadeli dış borçların izlenmesi çoğu açıdan zorluklar içermekte olup, çoğu ekonomide bu izleme mekanizması yeterince iyi bir şekilde kurulamamaktadır. Özellikle kambiyo kontrolüne ilişkin uygulamaların giderek esnetilmesi bunun zorlaşmasında en bariz faktörlerden birisidir.

Görüldüğü üzere bir ülkede dış borçların izlenmesi ve kontrolü işlemleri, bu süreçte rol alan çeşitli birimlerin ortak çabalarına gereksinim duymaktadır. Herhangi bir ülkede dış borcun niteliğine bakılmaksızın tamamının izlenmesi ve dış borçlar için sağlam ve tutarlı veri

tabanlarının elde edilmesi büyük bir öneme sahiptir. Doğal olarak çeşitli birimlerce izlenen verilerin izleme amacıyla bir araya getirilmeleri gerekmektedir. Yani, merkezi devletin, kamu kurumları ve bağlı birimlerin, özel sektörün ve kısa vadeli dış borçların toplamlarına ilişkin verilerin bir araya getirilmesinde sorumlu bir ajans olması gerekmektedir.

Klein (1994)'e göre, merkezi devlet borçların izlenmesi, mantıken bakıldığında Maliye Bakanlığı bünyesinde olmak zorundadır. Devletin bütçe yönetiminin bu bakanlık tarafından yapılıyor olması bu durumun temel sebebidir. Devlete bağlı birimlerin dış borçlarının izlenmesi de bu bakanlık tarafından veya benzeri bir birim tarafından yapılabilir. Özel sektör dış borçları ve kısa vadeli dış borçların izlenmesi için ise değinildiği üzere çoğu durumda en uygun olarak Merkez Bankaları tarafından yapılabilir. Dış borçların izlenmesinde çeşitli birimler rol alabilmekle birlikte bu birimlerin sayısının gereksiz yere arttırılmamasına da dikkat edilmek zorundadır. Aksi taktirde yönetsel yapı içinde gereksiz komplikasyonların doğması kaçınılmaz olmaktadır.

GOÜ'ler ekonomilerinin toplam dış borçları üzerinde verilerin toplanması sorumluluğunun kime ait olacağı ise genellikle ülkenin borç durumunu analiz etme sorumluluğunun kime ait olduğuna bağlıdır (Klein, 1994, s.98). Kuşkusuz bu sorumluluk çoğunlukla Maliye Bakanlığına aittir. Ancak bazı durumlarda Merkez Bankasına da bırakılabilmektedir. Bunlardan hangisi olursa olsun önemli olan, bu kurumlar ilgili birimlerinin tüm enformasyonu bir araya getirebilmesi ve dış borç istatistiklerini hazırlayabilmesidir. Ancak, daha önemlisi dış borç yönetimi sürecinde rol alan birimlerin gerekli koordinasyonu sağlaması ve borç yönetim ofisinin de bu koordinasyon içinde çalışmasının sağlanmasıdır.

5.Dış Borç Yönetimi, Uluslararası Kuruluşlar ve Kompüterizasyon

GOÜ'lerin dış borçluluk sorunları ve çeşitli dönemlerde taahhütlerini yerine getirememeleri nedeni ile ortaya çıkan dış borç krizleri, uluslararası kuruluşların bu alanlarda önemli çabalar içine girmelerine neden olmuştur. Özellikle 1980'li yıllarda yaşanan dış borç krizi ile birlikte, sözkonusu kurumların krizin temel nedenlerinden bir tanesi olarak GOÜ'lerdeki dış borç yönetim sistemlerinin eksikliklerine dikkat çekmesi ve bu alanda reform niteliği taşıyan yapısal dönüşüm arayışları dikkat çekicidir. Yaşanılan dış borç krizlerinin sadece GOÜ'ler bağlamında kalmaması, aynı zamanda gelişmiş ülkeleri ve

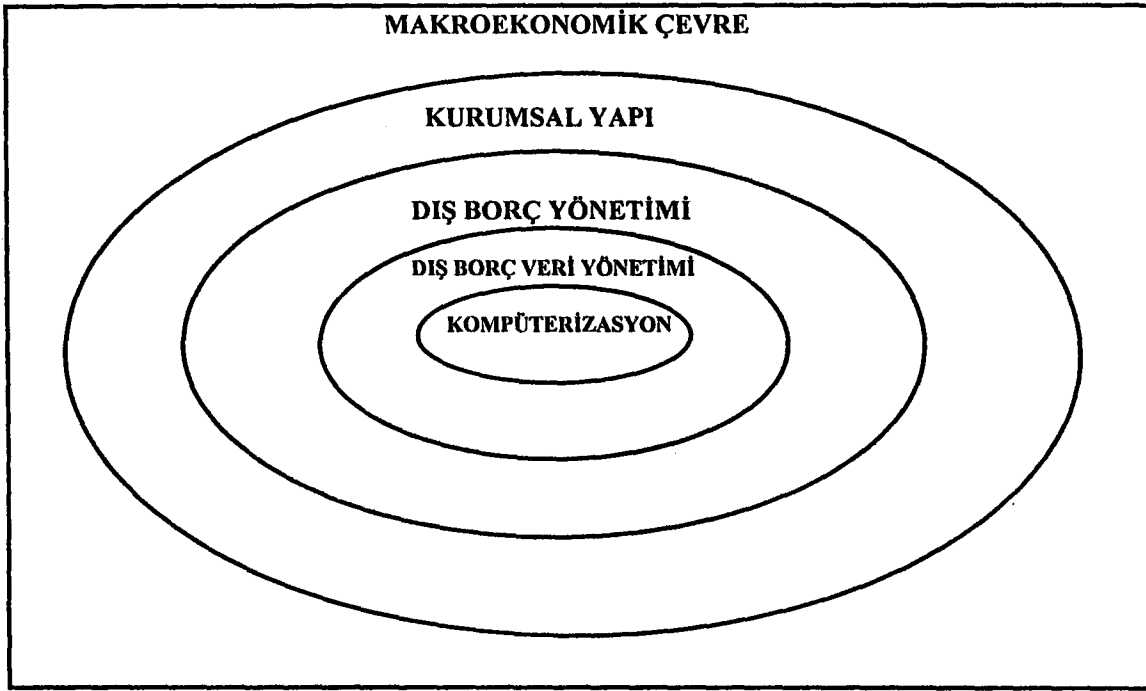
uluslararası finansal piyasaları tehdit eder boyutlara ulaşabilmesi bu alandaki çabaların yoğunluğunun kuşkusuz ve önemli nedenlerinden bir tanesidir.

Nitekim, yaşanan dış borç krizlerini aşmak amacıyla 1980'li yıllarda uluslararası mali kurumların yapısal uyum kredileri açarken, GOÜ'lere dikte ettirdikleri politika araçlarından bir tanesi de "Dış borç yönetimi için kurumsal güçlenme" alanında olmuştur (Kazgan, 1988, s.158). Çoğu GOÜ'de dış borç yönetim sistemlerinin bu yıllarla birlikte önemli dönüşümler içine girmesi bu durumun doğal bir sonucudur.

Başta, IMF, IBRD ve UNCTAD olmak üzere uluslararası kuruluşların bu alandaki çabaları çeşitli boyutlarda olmuştur. Bunlar içerisinde GOÜ'lere yönelik dış borç yönetiminin geliştirilmesi ile ilgili seminerler, konferanslar, eğitim programları, teknik ve mali yardımlar, borç yönetim sistemlerinin kurulması, komputere edilmesi ve benzeri konular sayılabilir (Klein, 1992, s.111). 1980'li yıllarla birlikte GOÜ'ler dış borç yönetim yapılarını güçlendirmek amacıyla yapılan bu tür girişimlerden GOÜ'lerin büyük bir çoğunluğu yararlanma yolunu seçmiştir. Günümüzde de bu tür uluslararası çabalar varlığını korumakta olup, daha ileri tekniklerin geliştirilmesi ve aktif bir dış borç yönetim sistemine ulaşabilmek için çabalar sürmektedir (detay için Bkz, Dowselt ve Hunsburger, 1990; Rajasingham, 1990).

Uluslararası mali kurumların, GOÜ'ler dış borç yönetim sistemlerini destekleme çabalarının en önemli unsurlarından bir tanesi de dış borç yönetim sistemlerinin komputere edilmesi boyutlarında gerçekleşmiştir. Dış borç yönetiminin komputere hale getirilmesi bir amaç değil, etkin yönetim için bir araç olarak görülmek zorundadır. Bu yüzden bilgisayarların borç yönetimi sistemi içinde kullanılması sadece iyi bir dış borç yönetimine sahip ülkeler için faydalı olarak görülmektedir (Hope, 1985, s.3).

Bununla beraber, yaşanan teknolojik devrimler neticesinde bilgisayarların fonksiyonları ve işlem kabiliyetleri çok hızlı bir şekilde artma göstermiş ve özellikle dış borç veri yönetiminde GOÜ'lere büyük kolaylıklar sağlar hale gelmiştir. Bu anlamda komputere, borç veri yönetimini doğrudan etkilemekte, kredi bazında verilerin analiz edilmesi, bir araya getirilmesi, depolanması ve benzeri süreç ve prosedürleri desteklemekte, gerekli enformasyonun temin edilmesinde ve borç yönetim fonksiyonlarının sağlıklı şekilde yerine getirilebilmesinde yardımcı olmaktadır. Şekil 8, komputere, dış borç yönetimi içindeki yeri hakkında fikir vermektedir.



Şekil 8: Dış Borç Yönetimi ve Kompütürizasyon

Kaynak: Debt Management Systems, World Bank Disc. Paper no:108, World Bank, Washington DC., 1990.

Dış borç yönetiminde kompüterizasyon, borç yönetim fonksiyonlarının hızlı, güvenilir ve etkin bir şekilde yerine getirilebilmesinde ve enformasyon ihtiyaçlarının zamanında karşılanabilmesinde GOÜ'ler açısından yeni açılımlar sunmaktadır. Dış borçların kaydedilmesi, gerekli işlemlerin yapılması, yönetimi, analizleri ve raporlanması bağlamında kompüterize olabilmek gerek GOÜ'ler, gerekse uluslararası kurumlar tarafından yoğun ilgiyle karşılanmıştır. Bilgisayar tabanlı dış borç yönetimi olarak bilinen sistem, fiziksel ekipmanlar (sistemi işleten), yazılım programları, veri tabanları ve dökümantasyon imkanlarından oluşmaktadır (Valentin, 1992, s.162).

GOÜ'lerin bu alandaki açıklarının kapatılabilmesinde başta Dünya Bankası ve Birleşmiş Milletler olmak üzere uluslararası kuruluşların yoğun desteği söz konusu olup, bu kurumlar tarafından geliştirilen sistemler GOÜ'lerde yaygın bir kullanım alanına kavuşmuştur. Yaygın kullanıma sahip iki tane bilgisayar tabanlı borç yönetim sistemi olduğu görülmektedir. Bunlardan ilki, Commonwealth Sekreteryası tarafından desteklenen ve asıl olarak üye ülkeler için geliştirilen, fakat şimdilerde diğer GOÜ'lerin de kullanımına sunulan CS-DRMS sistemidir. İkincisi ise UNCTAD ve Dünya Bankası tarafından geliştirilen DMFAS sistemidir. Her iki sistemin amacı aynı olup, asıl olarak istatistiki amaçlara ve borç hesaplama-muhasebe işlemlerine yardımcı olmak arzusu vardır. Bu sistemlerden CS-DRMS 1993 yılı itibariyle 38 GOÜ'de DMFAC ise, 1992 sonu itibariyle 20 GOÜ'de kullanılmakta ve dış borçların çeşitli boyutlarıyla ilgili bir çok standart rapor üretiminde kullanılmaktadır

(Klein, 1994, s.103). Diğer yandan, bazı orta ve üst gelirli GOÜ'lerin kendi sistemlerini kurdukları da görülmektedir. Bunlar arasında Brezilya, Şili, Kolombiya, Meksika ve Türkiye sayılabilir. Kuşkusuz bu sistemlerin kurulması sürecinde yukarıda değinildiği üzere uluslararası kuruluşların gerek teknik gerekse mali olarak yaygın destekleri de söz konusudur. Tablo 28 çeşitli GOÜ'lerde kullanılan bilgisayar tabanlı borç yönetim sistemlerinin orijinleri hakkında bazı örnekler sunmaktadır.

Tablo 28: Bazı GOÜ'lerde Kullanılan Bilgisayar Tabanlı Dış Borç Yönetim Sistemleri

Kendi Bilgisayar Tabanlı Dış Borç Yönetim Sistemini Kuran Ülkeler	CS-DRMS Kullanan Ülkeler	DMFAS Kullanan Ülkeler	Diğer Patentli Sistem Sahibi Ülkeler
Önemli Miktarda Dış Borç Sahibi Ülkeler			
Cezayir, Arjantin, Brezilya, Kolombiya, Hindistan, G.Kore, Meksika, Fas, Peru, Portekiz, Rusya, Senegal, Tunus, Türkiye, Zaire	Tanzanya	Kosta Rika, Endonezya, Mısır, Pakistan, Uganda, Etiyopya, Filipinler	
Orta Dereceli Dış Borç Stokuna Sahip Ülkeler			
Bolivya, Şili, Macaristan, İran, Ürdün, Liberya, Mali, Moritanya, Sudan, Uruguay	Bulgaristan, Jamaika, Kenya, Nijerya, Sri Lanka, Tayland	Bangladeş, Honduras, Nikaragua, Zambiya	Kamerun, Kongo, Gine, Venezuela
Düşük Miktarlı Dış Borç Stokuna Sahip Ülkeler			
Komoras, Gambiya	Fiji, Dominic, Moritanya, Papua Yeni Gine	El Salvador, Haiti, Togo, Trinidad-Tobago	

Kaynak: T.M.Klein; External Debt Management, World Bank Tech. Paper No:245, 1994

Not: Yukarıdaki tablo özet olup, tamamı orijinal metinden izlenilebilir.

Kuşkusuz bu sistemler yaşanan teknolojik ilerlemelere paralel olarak sürekli geliştirilmeye çalışılmakta ve fonksiyonlarının artırılması için yoğun çabalar artarak devam etmektedir. Konunun bakirliği ve yeniliklere açıklığı özel sektörün de bu alanlarda yatırımlara girişmelerine yol açmıştır (Özel sektör girişimlerinin detayı için, Raheem, (1994)'e bakılabilir).

Özel sektörün dış borç yönetim sistemleri geliştirilmesine yönelik çabalarından en yenisi Dünya Bankasında uzun yıllar boyunca uzman olarak görev yapan ve dış borç yönetimi konularında uzmanlığa sahip bir Türk olan Aysel Başçı tarafından geliştirilenidir. 1998 yılında ABD'de faaliyet göstermeye başlayan kuruluş, uluslararası borç yönetim sistemleri kurma amaçlı yazılım ve teknik destek hizmetleri vermekte olup, Internet Web sitesi aracılığıyla tanıtımını yapmaktadır (www.idm-debtpro.com).

6.Dış Borç Yönetimi ve Borç Servis Kapasitesinin Ölçümü

Dış borç yönetimi fonksiyonları bağlamında yapılması gerekli çeşitli işlemlerden bir tanesi de GOÜ'lerin toplam dış borçlar ile ilgili olarak dış borç servis kapasitesinin sürekli olarak analiz edilmesidir. Dış borçlanmanın yapıldığı dönemde ekonomiye oluşturduğu reel kaynak aktarım işleri, itfa döneminde ters yönde çalışmaktadır. Bu boyutuyla iç borç ile dış borç arasındaki temel farkın, iç borcun bir tür ekonomi içi transfer niteliği taşımasına karşılık, dış borcun ekonomiler arası transfer niteliğinde olmasıdır. Diğer bir ifade ile borcun yapıldığı dönemde ekonomiye kaynak aktaran süreç, borcun itfası döneminde ekonomiden kaynak almaktadır (Önder ve diğ., 1995, s.20).

Dış borçlanmanın iç borçlardan farklılığı sadece kaynak transferi boyutuyla sınırlı olmayıp ekonominin tamamının (özel veya kamu) dış yükümlülüklerinin bir arada ve toplu olarak analizini de gerekli kılmaktadır. Özel sektörün veya kamu sektörünün dış borçlanmadaki performansları ve stok düzeyleri, yeni dış borçlanmalar için uluslararası piyasalara çıkıldığı durumlarda gerek borçlanabilme miktarlarını gerekse borçlanma koşullarını (vade, faiz, risk primi vb) etkilemektedir. Yani, dış borçlanma süreci aynı zamanda yoğun olarak dışsal ekonomilerin de varlığını koruduğu bir süreçtir. Örneğin, kamu sektörünün aşırı dış borçlanmaya gitmesi, (söz konusu GOÜ için uluslararası piyasaların kabul ettiği kredi limitlerinin dolması sebebi ile), özel sektörün dış borçlanmada zorluklar yaşayabilmesine neden olabilmektedir (veya tersi).

Benzer şekilde iki sektörden herhangi birinde görülen dış yükümlülüklerin zamanında yerine getirilememesi durumunda derhal diğer sektörde olumsuz yönde etkilenmektedir. Bu ve benzeri durumlar GOÜ'lerin dış borç servis kapasitesinin ölçümü sürecinde sektörlerden sadece birinin kullanılmasını yetersiz kılmakta ve ekonominin toplam dış yükümlülüklerinin bir arada analizini gerektirmektedir.

Bir GOÜ'nin dış borçlanma kapasitesinin belirlenmesinde genellikle iki unsur ön plana çıkmaktadır. Bunlardan birincisi, söz konusu GOÜ'nün dış borçlarını geri ödeyebilme gücüdür. İkincisi ise kredi değerliliğidir (Fedder ve Mukherjee, 1992. S.79). Gerek ödeyebilme gücü, gerekse kredi değerliliği analizleri içsel ilişkili süreçler topluluğu durumundadır ve esas itibarıyla her iki sürecin analizi de ortak bir amaca "dış yükümlülük taahhütlerinin zamanında yerine getirilebilme kapasitesini" araştırmaya yöneliktir.

Çeşitli dönemlerde yaşanan dış borç krizleri sadece kreditörlerin değil, aynı zamanda ilgili ülkelerin de borç servis kapasitelerini dikkatle ölçmelerini ve sürekli analiz etmelerini zorunlu kılmaktadır. Bu tür analizler önceleri daha çok kreditörler tarafından yapılmaktaydı. Verdikleri dış borçların geri ödeme riskini ölçmek açısından gerek uluslararası kuruluşlar, gerek ticari bankalar borç talep eden GOÜ'nin borç servis kapasitesini ölçmek üzere çeşitli rasyo analizlerine gitme yolunu tercih etmişlerdir. Bu tür analizlerin kreditörlerin anlamındaki amacı ülke riskini ölçmeye çalışmaktır. Ülke riski, bir ülkenin çeşitli sebeplerle dış borçlarını ödeyememesi veya ödemek istememesi sonucunda ortaya çıkan bir risk olup, politik, sosyal ve ekonomik risk boyutlarında söz konusu olabilmektedir (Tuğay, 1991, s.30).

GOÜ'lerin dış borç servisi kapasitelerinin ölçülmesi amacı ise, söz konusu ülkelerin cari dış finansman imkanlarından herhangi bir ödemeler dengesi veya bütçe krizlerine neden olmaksızın yararlanabilme koşullarını analiz etmek olarak belirtilebilir. Bu tür analizler, GOÜ'lerin dış borçlanma kararları alabilmesinde, dış borçlanma ile ilgili düzenlemelere gidilebilmesinde ve sağlıklı bir dış borç yapısı kurulabilmesinde bir gereklilik teşkil etmektedir. Dolayısıyla bu tür analizlerin yapılması, aynı zamanda dış borç yönetim birimlerinin asli fonksiyonlarından bir tanesi haline gelmiştir.

GOÜ'lerin dış borç yükünün ve dış borç servisi kapasitesinin ölçülmesinde çok çeşitli ekonomik rasyo analizler kullanılmaktadır. Bu rasyolar tıpkı herhangi firmanın mali durumunun analizinde kullanılan tekniklere benzemekle birlikte, burada söz konusu olan bir ülke ekonomisinin dış borçlar anlamında analizidir. Bunlar geçmişte yapılmış olan dış borçlanmanın miktar, yapı ve koşullarındaki gelişmeleri yansıtır, dış borç servis kapasitesinin ölçülmesinde, dış borçlardaki gelişmelerin miktarını tayin etmede ve ülkelerarası analizlerin yapılmasında etkili bir şekilde kullanılabilirler (Derdiyok, 1993, s.35).

Dünya Bankası, ülkelerarası dış borçluluk analizleri için bu tür analizleri çok uzun bir süreden bu yana yapmakta, uluslararası borçluluk karşılaştırmaları için seriler üretmekte ve bunları yayınlamaktadır. World Debt Tables olarak bilinen ve yayınlanan bu raporların ismi 1996 yılı ile birlikte Global Development Finance olarak değiştirilmiştir.

Dünya Bankası, GOÜ'leri dış borçluluk ile ilgili sınıflandırmaya tabi tutarken, dış borç yükünü belirlemek üzere kullandığı bazı rasyolardan hareket etmekte ve GOÜ'leri aşırı dış borç yüküne sahip ülkeler, orta seviyeli dış borç yüküne sahip ülkeler ve düşük seviyeli

dış borç yüküne sahip ülkeler olarak sınıflandırma yoluna gitmektedir. Buna göre dış borçluluk, son üç yıllık ortalama değerler kullanılmak suretiyle iki rasyo ile ilişkilendirilmektedir. Bunlar; toplam dış borç servisinin şimdiki değeri/GSMH oranı ve toplam dış borç servisinin şimdiki değeri/ihracat oranlarıdır. Bu oranlar, bir ülkenin borçluluk seviyesini ve potansiyel borç servisi kapasitesinin ihracat ve GSMH açısından değerlendirilmesine hizmet etmektedir.

Dünya Bankasının 1993 yılı ile birlikte kullanmaya başladığı sınıflandırma şekline göre herhangi bir ülke için son üç yılın ortalaması olarak bu iki göstergeden ilkinin değeri (toplam dış borç servisinin şimdiki değeri/GSMH) %80'i veya ikincisinin değeri (toplam dış borç servisinin şimdiki değeri/ihracat) %220'yi geçiyorsa bu ülke aşırı dış borç yüküne sahip olarak sınıflandırılmaktadır. Eğer bir ülkede bu değerler söz konusu değil, fakat %48 ve %132 oranlarından birisi aşılmaktaysa sözkonusu ülke orta seviyeli dış borç yüküne sahip bir ülke olarak sınıflandırılmakta, her iki gösterge de birlikte orta seviyeli ülke kritik değerlerinin altında kalıyorsa, düşük seviyeli bir dış borç yüküne sahip ülke olarak sınıflandırılmaktadır.

Çalışmamızın birinci bölümünün başlangıç kısmında belirtildiği üzere Dünya Bankası aynı zamanda GOÜ'leri kişi başına düşen milli gelirlere göre de sınıflandırmakta ve bu iki sınıflandırma şeklini kullanarak aşırı borçlu-düşük gelirli (SILICs), aşırı borçlu-orta gelirli (SIMICs), orta seviyede borçlu-düşük gelirli (MILICs), orta seviyede borçlu-orta gelirli (MIMICs), az borçlu-az gelirli (LILICs) ve az borçlu-orta gelirli (LIMICs) GOÜ'ler şeklinde sınıflandırmaktadır. Tablo 29, 1997 yılı itibariyle yukarıda verilen borçluluk sınıflandırmaları çerçevesinde çeşitli GOÜ'lerin konumu hakkında bilgi vermektedir.

Tablo 29: Dünya Bankası Standartları Çerçevesinde Çeşitli GOÜ'lerin Dış Borçluluk Sınıflandırması

Aşırı Borçlu-Düşük Gelirli GOÜ'ler (SILICs)	Aşırı Borçlu Orta Gelirli GOÜ'ler (SIMICs)	Orta Seviyede Borçlu Düşük Gelirli GOÜ'ler (MILICs)	Orta Seviyede Borçlu Orta Gelirli GOÜ'ler (MIMICs)	Az Borçlu-Düşük Gelirli GOÜ'ler (LILICs)	Az Borçlu-Orta Gelirli GOÜ'ler (LIMICs)
Angola, Burundi, Kamerun, Kongo, Gana, Honduras, Kenya, Liberya, Mali, Nijerya, Somali, Sudan, Togo, Uganda, Vietnam, Zaire	Arjantin, Bolivya, Brezilya, Jamaika, Ürdün, Meksika, Panama, Peru, Suriye	Bangladeş, Çad, Gambiya, Haiti, Hindistan, Pakistan, Senegal	Cezayir, Mısır, Şili, Kolombiya, Macaristan, Endonezya, Filipinler, Polonya, Rusya, Tunus, Türkiye, Uruguay, Venezuela	Azerbeycan, Ermenistan, Çin, Nepal, Sri Lanka	Kostarika, Çek Cumh., Dominik, Fiji, İran, Kazakistan, Malezya, Malta, Paraguay, Romanya, Slovenya, Tayland, Türkmenistan, Ukrayna, Özbekistan

Kaynak: Global Development Finance 1997, Vol:1, s.51

Not : Yukarıdaki tablo özet olup, tamamı orijinal metinden izlenilebilir.

Dünya Bankası tarafından GOÜ'leri borçluluk açısından sınıflamaya tabi tutabilmek için kullandıkları iki rasyo değeri dış borç servis kapasitelerinin ölçülmesinde gerekli rasyolar olmakla beraber yeterli sayılmamaktadır. Bu sebeple uluslararası kreditör kuruluşlar, derecelendirme kuruluşları ve borçlu ülkeler borç yönetim birimleri çok sayıda standart rasyo analizlerine gitmek suretiyle ilgili ülkenin borç servis kapasitesini ölçmeye çalışmaktadırlar.

Kuşkusuz bu rasyo değerleri için tıpkı Dünya Bankasının yaptığı gibi çeşitli kritik değerler de tespit edilmekte ve bunlara bakılarak karar verilmeye çalışılmaktadır. Ancak bu karar verme süreci kritik değerlerin tespit edilmesi anlamında sorunlar içermekte olup, çoğu zaman bir sabit kritik değer tespiti zorluklarla doludur. Bu yüzden farklı analistlerin söz konusu rasyolar için kritik değerler tespiti anlamında farklı değerler ve ağırlıklar tespit edebilmesi yaygın bir durumdur. Aşağıda dış borç yükü ve servis kapasitesinin ölçülmesinde kullanılan çeşitli rasyolar ve bunlar hakkında açıklayıcı bilgiler verilmektedir.

6.1.Toplam Dış Borçlar/GSMH

Ülkelerin dış borçluluk durumunun incelenmesinde kullanılan en yaygın kriterlerden birisidir. Toplam dış borçların yıllık GSMH'nın ne kadarına karşılık geldiğini göstermektedir. Söz konusu ülke kaynaklarının dış borçları karşılama oranını göstermesi sebebiyle, ülkenin uzun dönem kredi değerliliğinin ölçülmesinde başvurulacak önemli bir rasyodur. Dünya Bankası ve IMF tarafından kabul edilen; bu rasyo bir ülke için %30-50 aralığında ise, orta derecede borçlu, %50'yi aşması halinde ise aşırı borçlu olduğudur (Deniz, 1990, s.9; Evgin, 1996, s.77).

Söz konusu oran ne kadar büyüme gösteriyor ise, ülkenin borç yükü ve dışarıya bağımlılığı da o kadar artma göstermektedir. Bu oranın tespitinde, GSMH değerinin yerli para biriminin ortalama dolar kuruna bağlı olarak tespit edildiğine dikkat etmek gerekmektedir. Çünkü olduğundan fazla değerlendirilen yerli para düşük rasyolara, eksik değerlendirilen yerli para ise yüksek rasyolara neden olacaktır. Farklı iki birim cinsinden ifade edilen dış borçlar ile GSMH'nın başka türlü kıyaslanmasının mümkün olmaması bu zorluğa neden olmaktadır. Dolayısıyla bu oranın değerlendirilmesi sürecinde geçerli döviz kurunun ne kadar gerçekçi bir kur olduğu her zaman göz önünde tutulmalıdır (Derdiyok, 1993, s.37). Nitekim bu durum, ilgili değerlerin büyüme oranlarının birlikte değerlendirilmesini gerektirir. Buna göre dış borçlanmadaki yıllık büyüme oranları, GSMH'daki büyüme oranlarını aşıyorsa söz konusu rasyonun da artması gerektiği açıktır.

6.2. Toplam Dış Borçlar/İhracat

Ekonominin ihracat gelirlerine göre dış borç miktarının ne ağırlıkta olduğunun ve ihracattan elde ettiği kaynaklarının toplam dış borç yükünü kısa dönemde karşılama oranını gösteren bir rasyodur. Bu oranın giderek yükselmesi, ülkenin ihracat gelirlerinin dış borçları karşılama gücünün giderek azaldığını gösterir (Yurt, 1993, s.59).

Bu rasyo, bir ülkenin borçluluk durumunu ve ayrıca dış borç ödeme kapasitesini gösteren ihracat gelirlerinin toplam borç stoku üzerindeki etkileri konusunda bilgi edinmek için kullanılmaktadır. Bu oranın %165-275 olması halinde ülke orta derecede borçlu, %275'i aşması halinde ise ülke aşırı borçlu olarak kabul edilmektedir (Evgin, 1996, s.78).

Toplam dış borçlar/ihracat oranı bir ülkenin borç servis kapasitesinin ölçülmesinde kullanılan en önemli göstergelerden birisidir. Ancak bu gösterge aynı zamanda, tehlikeli bir göstergedir. Zira, 1982 borç krizi öncesi bu göstergeye bakılarak GOÜ'lere kredi genişletmesini sürdüren ticari bankalar daha sonra bu gösterge ile ilgili olarak önemli bir hataya kapıldıklarını dile getirmişlerdir. Çünkü, GOÜ'lerin ihracat gelirleri genellikle istikrarlı olmaktan uzak ve gerek ihracatın yönü, gerekse mal ve hizmet çeşitliliği açısından çoğunlukla yoğun bir konsantrasyon süreci söz konusudur. Bu boyutuyla bakıldığında söz konusu göstergesi çoğu GOÜ'ler anlamında borç servisi kapasitesi için zayıf bir gösterge olarak değerlendirmek gerekmektedir (Pettis, 1994, s.79).

Bir çok GOÜ ihracatının sınırlı, düşük katma değerli-birincil mallardan oluşması bu durumun en önemli sebebi durumundadır. Örneğin, Nijerya'da toplam ihracat içinde petrol gelirlerinin payı %90 civarında olup, fiyat dalgalanmaları ülke ekonomisini olumlu veya olumsuz yönlerde hızla etkileyebilmektedir (Montenegro ve diğ., 1995, s.1). Öte yandan, bir çok GOÜ'nin ihracat partnerlerinin sadece bir kaç ülke ile sınırlı olması da bu durumun farklı bir boyutu olup, benzer şekilde ihracat gelirlerinde önemli ölçüde istikrarsızlıklara neden olmaktadır. Örneğin, 1997 yılı itibariyle üç ülkeye yapılan ihracat miktarının toplam ihracat gelirleri içindeki payı Tayland'da %46.1'e, Malezya'da %51.2'ye ve Meksika'da ise, %88.6'ya karşılık gelmektedir ve konjonktürel gelişmelere bağlı olarak ihracat gelirlerinde önemli istikrarsızlıklara açık bir konuma neden olmaktadır (Gökçe, 1998). Dolayısıyla bu gösterge yorumlanırken ihtiyatlı olma zorunluluğu söz konusudur.

6.3. Toplam Dış Borç Servisi/İhracat

Toplam dış borç servisi bir ülkenin bir yıl içerisinde ana para ve faiz şeklindeki toplam dış borç ödemeleridir. Dış borç servisi rasyosu da denilen bu oran, dış borç yükü ve çok borçluluğu ölçmek amaçlı olarak kullanılır. Yıllık ihracat gelirlerinin ne kadarının borç servisi için kullanıldığını gösterir. Oranın yüksekliği borç servis baskısının ağırlaşmasına işaret etmektedir. Kısa ve orta vadeli değerlendirmeler için iyi bir gösterge olarak düşünülebilir. Oranın %18-30 aralığında olması ülkenin orta derecede, %30'dan yukarıda olması ise, çok borçluluğu ifade etmektedir. Bu oranın küçülmesi ödemeler dengesinde bir iyileşmeye, yükselmesi ise dış borç yükümlülüklerinin yerine getirilebilme gücünü zayıflatmaktadır (Evgin, 1996, s.79). Söz konusu rasyo, yukarıda ihracat ile ilgili getirilen yaklaşımlara bağlı olarak yorumlama esnasında ihtiyatlı olmayı zorunlu kılmaktadır.

6.4. Faiz Servisi/İhracat

Bu rasyo, bir ülkenin ihracat gelirlerinin ne kadarlık kısmının yıllık borç faiz ödemelerini karşıladığını gösterir (Yurt, 1993, s.60). Maliyet veya çok borçluluğun ölçülmesinde kullanılan bir diğer ölçüt olup, %12-20 aralığı orta derecede dış borçluluğu, %20'nin üstü ise, çok borçluluğu işaret etmektedir. Toplam faiz servisini göstermesi, krediler arası faiz farklılıklarını ortebildiği ve değişken faizli borçlanma sebebiyle dalgalanma gösterebildiği için yorumlamada ihtiyatlı olmak gerekir. Eğer faiz servisi artış hızı ihracat artış hızından fazla ise olumsuz bir gelişme olarak görülmektedir.

6.5. Dış Borç Servisi/Toplam Döviz Gelirleri

Bu oran, elde edilen döviz gelirlerinin ne kadarının dış borç ödemelerinde kullanıldığını, dolayısıyla borcun kısa dönemde geri ödenme olasılığını gösterir. Oranın yüksekliği olumsuz, küçüklüğü ise olumlu kabul edilir. Ülkenin sadece ihracat gelirlerinin değil, aynı zamanda yeni borçlanmalar hariç çeşitli şekillerde elde edilen döviz gelirlerini de kapsaması sebebiyle daha tatmin edici bir gösterge olup, yaygın bir kullanıma sahiptir.

6.6. Uluslararası Rezervler/Dış Borç Stoku

Uluslararası rezervlerin toplam dış borca oranı, ülkede var olan uluslararası ödeme vasıtalarının stoku ile toplam dış borçların ne kadarının karşılanabildiğini göstermektedir ve borç geri ödeme gücünün de bir göstergesidir (Cangöz, 1994, s.53). Oranın yükselmesi olumlu, düşmesi ise olumsuzdur.

6.7.Dış Borç Servisi/GSMH

Belirli bir dönemde elde edilen toplam üretim değeri ve dış alem gelirleri toplamının ne kadarının dış borç geri ödemelerinde kullanıldığını gösterir. Oranın yükselmesi olumsuz, düşmesi ise olumlu olarak değerlendirilir.

Yukarıda sıralanan rasyolar dış borç servisi kapasitesinin belirlenmesinde GOÜ'ler ve uluslararası kuruluşlar tarafından yaygın olarak kullanılan ölçütlerdir. Kuşkusuz bu amaç çerçevesinde kullanılan rasyolar sadece bunlar değildir ve değişik amaçlar çerçevesinde kullanılan bazı rasyolar da mevcuttur. Bunlar içerisinde dikkate değer olan bazıları aşağıda sıralanmıştır (Derdioyok, 1993);

6.8.Dış Kaynak İhtiyacı Rasyosu

Bir ülkenin uluslararası finansmana bağımlılığının en önemli göstergesi, o ülkenin cari işlemler dengesi açığı artı dış borç ana para geri ödemelerinin GSMH'ya oranıdır. Oranın küçüklüğü olumlu, büyümesi ise olumsuzdur.

6.9.Dış Borç Birikim Rasyosu

Yıl içinde yapılan ana para ödemelerinin, yine yıl içinde elde edilen dış borçlanma gelirlerine oranlanması olup, değerin bire eşit olması kullanım ve gelir ödemelerinin eşit olduğunu, birden büyükse kullanımdan daha fazla geri ödeme yapıldığını gösterir. Söz konusu değer birden düşükse borçlanma gelirleri giderlerinden fazla demektir ve borç birikiminin arttığına işaret eder.

6.10.Borç Vadesi Rasyosu

Dış borçlanma açısından GOÜ'ler genellikle orta ve uzun vadeli dış borçlanmayı arzu ederler. Bu ülkelerin gelişme amaçlı dış borçlanmaları için en uygun olan yapı orta ve uzun vadeli dış borçların toplam içinde ağırlık taşımasıdır. Kısa vadeli dış borçların toplam içindeki yeri %15-20 aralığında olması genellikle kabul gören oranlardır. Oranın yükselmesi borç servis kapasitesini azaltıcı, düşmesi ise arttırıcı olarak kabul edilmektedir.

6.11.İmtiyazlı Dış Borçlar Rasyosu

Bu rasyo, bağış ögesi içeren dış borçların toplam dış borçlara oranlanmasıyla elde edilir. Genellikle oranın yüksekliği olumlu kabul edilmekle birlikte bu tür dış borçların çoğunlukla bağı krediler şeklinde olması eleştirilere sebep olabilmektedir. Benzer bir durum toplam dış borçlar içinde çok yanlı olanların oranı olup, faiz oranı ve vade avantajları sebebiyle bu oranın da yüksek olması GOÜ'ler açısından genellikle olumlu olarak değerlendirilir. Gerek imtiyazlı, gerekse çok yanlı dış borçlar, devletler ve Dünya Bankası-IMF gibi kuruluşların verdiği borçlar olup, vade ve faiz yapısı itibariyle piyasadan sağlanan borçlardan daha elverişli olmakla beraber, özellikle proje kredilerinde borçlu ülkelere gizli yükler getirebilmektedir. Zira, bu tür kredilerde, kredilerin belirli projelerde ve belirli ülkelere yapılacak ithalatta kullanılması gibi özel koşullar getirilebilmekte, bu ise en uygun yer ve fiyatlardan satın alımları engelleyerek borçlu ülkeden gizli kaynak çıkışlarına neden olabilmektedir (Önder ve diğ., 1995, s.31).

Pakistan'ın 20 projesini inceleyen bir çalışma, koşullu verilmiş imtiyazlı kaynaklar ile ödenen fiyatların en düşük uluslararası tekliften %50'nin üzerinde daha yüksek olduğunu saptamıştır. Bhagwati'nin yaptığı benzer çalışmalar da bu tehlikeli durumu teyit eden örnekler vermiştir. Dolayısıyla, bağlı krediler kanalıyla finansman sağlayan ülkeler, faiz farkı kadar ek gelir sağlamalarının yanı sıra mallarını satma olanağı bulduğundan bir tür ihracat sübvansiyonu yapmakta ve üretim kapasitelerini geliştirip, kullanılmayanları çalıştırma ve yeni kapasiteler sağlama olanağı bulmaktadırlar (Thirlwall, 1980, s.75). Bu tezat durum karşısında Kayra (1970), elde edilen ek geliri, bağlı kredi ek faizi olarak isimlendirmek gerektiğini duymuştur.

6.12.Makroekonomik Likidite ve Finansman Rasyoları

Dış borçlarla ilişkili değerlendirmelerde kullanılabilecek bir diğer yaklaşım ise, makro ekonomik likidite oranı ile makro ekonomik finansman oranının hesap edilmesidir (Yurt, 1993, s.60). Makro ekonomik likidite oranında, kullanılabılır likit değerlerle ödenecek faizler ve dış borç ödemeleri karşılaştırılmaktadır. Ülkenin elindeki likit değerler: Merkez Bankası döviz ve altın rezervleri, ticaret bankaları net döviz pozisyonu, kullanılabilecek dış krediler ve varsa cari işlemler fazlasıdır. Eğer cari işlemler açık veriyorsa bu değer negatif olarak alınır. Bu likit değerlerin ana para ve faiz ödemelerine oranı likidite oranını vermekte olup, oranın yüksek olması ülkenin borç ve faiz ödemelerini yerine getirebilme gücünü gösterir, bu oranın değeri = (brüt altın ve döviz rezervi + cari işlemler dengesi + kullanılabilecek krediler)/borç servisi şeklindedir.

Makro ekonomik finansman oranı ise, ihracat gelirlerinin, Merkez Bankası altın ve döviz rezervinin (net), ticaret bankaları net döviz pozisyonunun, kullanılabilecek dış krediler toplamının ülkenin yaptığı tüm ödemelere oranlanmasıdır. Bu ödemeler içinde borç servisleri ve ithalat harcamaları bulunur. Ödeme gücünün yüksekliği için oranın birden büyüklüğü gerekir. Eğer oran birden küçükse bu ülkenin borç ödemelerinde ve ithalat harcamalarında zorlanacağı anlamı çıkacaktır. Bu oranın değeri = (ihracat + net altın ve döviz rezervi + kullanılabilecek dış krediler)/borç servisi + ithalat şeklindedir.

6.13. Dünya Bankası Simülasyon Tekniği: RMSM-X Modellemesi

Bir ülkenin dış borç servis kapasitesinin ölçülebilmesi çabaları doğrultusunda yukarıda sıralanan rasyo analizleri yaygın bir kullanım alanına sahiptir. Borçlanma politikalarının belirlenebilmesinde bu tür analizler büyük önem taşımakta, ayrıca ülkeler arası mukayeseler yapılabilmesine de imkan tanımaktadır (Veziroğlu, 1994, s.18). Bu amaç çerçevesinde Dünya Bankası, borçlu GOÜ'lerin borç servisi kapasitelerini ölçebilmek amacıyla bir standart ülke simülasyon tekniği geliştirmiştir.

Dünya Bankasının borç verdiği GOÜ'lerin gelişme özelliklerini, dış borç gereksinimlerini ve dış borç servis kapasitelerini bilmek zorunluluğu nedeniyle 1970'li yıllardan bu yana kullandığı ve sürekli geliştirdiği simülasyon programlarının, kullanılmakta olan versiyonuna RMSM-X modeli (Revised Standart Model Extended) denilmektedir.

Model, dış borçlar, GSMH ve toplam harcamalar arasındaki ilişkiler üzerine inşa edilmiş bir yapıya sahiptir ve araştırmacılar tarafından bireysel ülkelere uygulanacak şekilde adapte edilebilmektedir. Bilgisayar teknolojisi destekli modelleme 4 kısımdan oluşur. Bunlar, RMSM-X modülü (projeksiyon modülü), zaman serisi verileri, borç modülü ve çıktı modülüdür. Söz konusu modelin konumuz açısından önemi borç servisi kapasitesini ölçmesi ve bireysel ülkeler bağlamında karşılaştırılabilir kredi değerlilik göstergelerini türetmesi ve çeşitli projeksiyonlar yapabilmesidir (Verbeek ve Klein, 1994, s.121).

6.14.Dante Modellemesi

Dünya Bankası tarafından GOÜ'lerin borç servis kapasitelerini ölçmek amacıyla geliştirilen RMSM-X modelinin benzeri bir diğer modelleme programı da DANTE'dir. Bilgisayar destekli bir yazılım programı olarak DANTE iç ve dış finansman gereksinimi analizleri ile borçların sürdürülebilirlik analizleri alanlarında gelecekle ilgili simülasyonlar ve analizler yapılabilmesi amaçlarına uygun olarak geliştirilmiştir. GOÜ'ler finansal yapılarını analiz etmek üzere kullanılan program Dünya Bankası uzmanlarınca hazırlanmıştır. DANTE modeli, GOÜ'lerin aşırı, orta ve az borçlu olup olmadıklarına karar verebilmek için likidite ölçümleri, borç taahhütlerinin yerine getirebilme şartlarını ve borçların şimdiki değer rasyolarını üretmekte, bu verileri iç ve dış borçların sürdürülebilirlik durumlarını analiz etmek üzere kullanılmaktadır. Söz konusu modelleme Türkiye ekonomisi ve diğer GOÜ'lerin iç ve dış borçlarının sürdürülebilirliğini test etmek üzere de kullanılmıştır (Ugan, 1997, s.50).

7. Bazı GOÜ'lerde Dış Borç Yönetimi Uygulamaları

GOÜ'lerin dış borç yönetimi uygulamalarında genel ve standart bir yapıdan bahsetme imkanı genel olarak yoktur. Ülkeden ülkeye değişiklikler gösterebilen bu yapı, GOÜ'lerin gelişmişlik derecelerine, dış borçların stok boyutlarına, yetişmiş personelin var olup olmamasına, yerleşmiş kurumsal teammüllere, tarihsel birikimlere ve uluslararası kuruluşlar ile yapılan işbirliği derecelerine bağlı olarak değişkenlik gösterebilmektedir. Bununla beraber dış borç yönetimi için daha önce değinildiği üzere bazı yapıların ortaklığı söz konusu olup, GOÜ'ler bu standartları çeşitli şekillerde kurmaya çalışmışlardır. Aşağıda bu olgular çerçevesinde bazı GOÜ'lerin dış borç yönetimi uygulamaları ile ilgili bazı açıklayıcı bilgiler verilmektedir.

7.1.Nijerya

Aşırı borçlu-düşük gelirli bir azgelişmiş ekonomi olarak Nijerya, 1970'li yılların sonlarından itibaren dış borçlanmaya ağırlık vermiş ve kısa zamanda dış borç yükümlülüklerini yerine getiremeyen bir ülke konumuna gelerek Baker Planına dahil ülkeler arasına sokulmuştur. Nijerya'nın karşılaştığı dış borç krizinin ardında geniş ölçekte uygun bir borç yönetim politikası veya mekanizmasının yokluğuna atıf yapılmakta, aşırı, gelişigüzel, koordine olmamış, etkin olmaktan uzak, uygun olmayan borçlanma mali koşulları ve yetersiz enformasyon gerekçe olarak gösterilmektedir (Raheem 1994, s.1224).

Nijerya'da toplam gelirlerin büyük çoğunluğu hammaddelere bağlıdır ve yüksek dalgalanmalara sahne olmaktadır. İhracat gelirlerinin %90, GSMH'nin %25 ve kamu gelirlerinin yaklaşık olarak %80'i petrol gelirlerinden oluşmaktadır. Dolayısıyla petrol fiyatlarındaki bir dolarlık artış gelirden 650 milyon dolarlık bir artışa, kamu gelirlerinde ise 320 milyon dolarlık bir artışa neden olabilmektedir Borç/GSMH oranı %100 civarında olan bu ekonomide gelirlerindeki dalgalanmalar ekonomik krizlere karşı ülkenin hassasiyetini çok yüksek kılmaktadır (Montenegro ve diğ., 1995, s.2).

Nijerya dış borçlarla ilgili olarak limitler uygulayan ülkelerden birisi olup, 1970'de 1 milyar dolar olarak belirlenen bu limit 1978'de 5 milyar dolara çıkarılmıştır. Ancak bu limit hükümetler tarafından aşılmıştır. Öte yandan, dış borçlanmanın asıl olarak imtiyazlı çok yanlı finansman şeklinde yapılmasının öngörülmesine rağmen, bu ilke de işlerlik kazanamamış ve ticari finansmanlar ağırlık kazanmıştır. Üstelik bu finansmanlar yatırımların getirileriyle ilişkili olmaktan da uzak anlaşmalar üzerine oturtulmuştur.

Nijerya Federal Anayasasına göre dış borçlanma sadece federal hükümetçe yapılabilmekte ve yerel hükümetler borçlanma anlaşması öncesi garanti sağlamak zorundadırlar. Ancak pratikte gerek bu sınırlama gerekse limit sınırlamalarına uygun hareket edilmemiştir. Bu yüzden federal devlet, borç servisleri için ayrılacak döviz gelirlerine 1986 yılında %30 limiti getirmek zorunda kalmıştır. Bu limit 1987'de %21.6'ya çekilmiştir. Limitlerin geriye çekilmesinde yaşanan borç krizi de etkili olmuş ve 1980'li yıllar ile 1990'lı yıllarda bir çok kez borçların yeniden yapılandırılması anlaşmalarına gidilmiştir. Karışık, zaman alıcı ve pahalı bir süreç olarak bu anlaşmalar sayesinde borçlar ileri tarihlere doğru ertelenmiştir.

1988 yılından itibaren dış borç yönetim stratejisi belirleme ve kurumsallaşma çabaları hız kazanmıştır. İzlenen programın amacı borç stokunu azaltmak, sermaye girişlerini teşvik etmek, sermaye kaçışlarını engellemek ve ekonomik büyümeye hız kazandırmak konularında yoğunluk kazanmıştır.

Bu çerçevede dış borç yönetimi için üç temel birim sorumlu kılınmıştır. Bunlar; Federal Maliye Bakanlığı, Federal Bütçe ve Planlama Bakanlığı ve Merkez Bankasıdır. Maliye Bakanlığı, kamu ve kamu garantili orta-uzun vadeli borçların yönetiminden sorumlu olup, dış borçlanma kriterleri ve düzenlemelerini yapmakta, anlaşmaları onaylamakta, özel sektör ve kısa vadeli garantisiz dış borçları izleme ve kontrol etmektedir. Merkez Bankası, döviz gelirlerini (rezervleri) yönetmekte ve borç ödemelerini yapmaktadır. Bütçe ve Planlama Bakanlığı ise dış finansman gereken projelerin belirlenmesi ile görevlidir. Gerek Maliye Bakanlığı, gerekse Merkez Bankası dış borç yönetim birimleri kurmuş olup birbirlerini tamamlayıcı olarak çalışmaları planlamaktadır.

Nijerya açısından 1980'li yıllarda getirilen bu sistemin getirdiği yaygın bir problem, bu kurumlar arasında benzer kurumların varlığı ve yetki karmaşasıdır. Sorumluluk paylaşımında, izin verme, gözlem-kontrol açılarından önemli koordinasyon sorunları var olup, etkin bir borç yönetiminin getirebileceği pozitif faydalardan mahrum kalınmaktadır (Raheem, 1994, s.1228). Sözkonusu sistem pasif bir dış borç yönetimi üzerine oturmuş olup, zayıf bir performans sergilemektedir.

7.2. Şili

Şili ekonomisi 1970'li yılların ortalarından itibaren finansal serbestleşme yolunda önemli adımlar atmaya başlamıştır. Ekonominin her alanında görülen bu olgu dış finansmanların da serbest kullanımını getirmiştir. Şili ekonomisi bir çok GOÜ'nin aksine özel sektörün aşırı dış borçlanma sorunu ile karşılaşmıştır. 1975 yılında toplam dış borçların %83.8'i kamu, %16.2'si özel iken bu oranlar hızla tersine dönmüş ve 1983 yılında özel sektör dış borcunun toplam içindeki payı %51.8'e ulaşmıştır. Ayrıca, hacim olarak ta hızlı artışlar gösteren özel sektör dış borçlarının %81.4'ü finansal kurumlara aitti. Dış borçlar, ihracat gelirlerinin 3.68 katına ulaşırken borç/GSMH rasyosu da %88'e ulaşmıştı.

Dış borçların sürdürülebilirliğinin ortadan kalkmasıyla beraber baş gösteren kriz, Şili otoritelerini dış borçlar konusunda bir serbestiden düzenlenmiş bir serbesti uygulamasına geçmeye sevk etmiştir. Getirilen düzenlemeler, dış borç stoklarının çok hızlı artışında temel rol oynayan finansal kurumlara çeki düzen verme amacını gütmüştür. Bu sebeple devlet doğrudan limitler koymak, yasaklamalar getirmek ve benzeri uygulamalar yerine, ticari bankaların dış borçlanmalarına maliyetleri arttırıcı şekilde görev yapan çeşitli borç sermaye rasyoları, kambiyo kontrolleri, garanti zorunlulukları gibi uygulamalara gitmeyi tercih etmiştir (Somerville, 1985, s.205).

Şili'nin dış borç yönetimi anlamında uygulamalar içine girmesi 1970'li yıllarda olmuştur. Özel bir dış borç yönetim biriminin gerekliliği, yaşanan borç krizleri sırasında borç stoklarından dahi habersiz olmalarının bir sonucu olup, böyle bir özel birimin gerekliliği ancak bu şartlarda anlaşılmıştır. Dış borç yönetim birimi kurulması kararının ardından bunun Merkez Bankası bünyesinde olmasına karar verilmiş ve yasal düzenlemelere gidilmiştir. Kurulan merkezi dış borç yönetim ofisinin temel amacı ülkenin dış borçlarıyla ilgili tam enformasyonun sağlanması konusunda odaklanmaktadır. Bankaya tüm dış borçların tescili zorunluluğu da getirilmiştir ki, kambiyo kontrolleriyle birleştğinde bu durum dış borç veri yönetimine büyük kolaylık kazandırmıştır.

Borç yönetim ofisi aynı zamanda bir danışmanlık görevi de görmektedir. Kamu kuruluşları dış kredi teminine gitmeden önce izin almak zorunda olup, borç ofisi bünyesinde kurulan dış finansman komitesi bunları inceleyerek onaylamakta veya red edebilmektedir. Ayrıca finansal kurumların değerlendirilmesi de bu birimce yapılmakta olup geniş bir faaliyet ağından söz etmek mümkündür.

Söz konusu borç yönetim birimi dış borçlarla ilgili tam enformasyonun temini için her türlü dış borçların izlenmesini yapmakta, kompüterize işlemlerine gitmekte ve düzenli raporlar hazırlamaktadır. Bu konuda en önemli zorluklar özel sektör borçları ile kısa vadeli borçların izlenmesi alanlarında olmaktadır. Dünya Bankası ile temaslar kurularak teknik destekler temin edilmesine gidilmiş ve dış borç veri yönetiminin kompüterize hale getirilmesine çalışılmıştır.

Şili dış borç yönetim birimi, borçlarla ilgili en önemli olayın tam enformasyon olmasından hareketle bir yönetim işlemi gerçekleştirmekte olup, nitelikli personel ve ücret

rejimleri çerçevesinde yoğun şikayetlere konu olmaktadır. Geline nokta itibariyle dış borç yönetimi çeşitli açılardan (döviz cinsi, alacaklılar, borçlular gibi) düzenli raporlar hazırlamakta ve bunları ilgili kurumlara aktarmaktadır. Şili’de dış borç yönetimi uzmanlaşmış bir yapıda olup, iç borçlarla ilgilenmemekte, bir sorumluluk alanı olarak dahi görülmemektedir (Alamo, 1990, s.20). Şili borç yönetimi enformasyon ihtiyaçlarını temin etmek için kurulan pasif bir yönetim yapısının ağırlıklı olduğu bir özelliğe sahiptir. 1991 yılından itibaren arttırılan sermaye hareketleri üzerindeki denetim uygulamaları ve kambiyo kontrolleri de bu süreci destekleyen bir yapı sergilemektedir (Mortan, 1998).

7.3. Malezya

Malezya 1970’li yıllardan bu yana dış borçlanma konusunda aktif ülkelerden bir tanesidir. Dış borçlanma diğer GOÜ’ler gibi Malezya ekonomisi için de ülkenin gelişme çabalarının destekleyicisi olarak görülmektedir. Özel sektörün ekonomik büyüme sürecinin temel belirleyicisi olacağı bir döneme kadar kamu kesimi dış borçlanması önemli olarak görülmekte ve ileride bu durumun özel sektör tarafından gerçekleştirilmesi hedeflenmektedir.

Kamu kesimi çeşitli projeler için gerekli finansman temininde asıl olarak iç finansmanlara ağırlık vermekte bunun yeterli olmadığı durumlarda çok yanlı-imtiyazlı finansmanların ağırlıklı olduğu bir dış borçlanma şeklini tercih etmektedir. Nitekim 1990’lı yılların başlarına kadar bu yapı korunmuş ve toplam orta-uzun vadeli borçlar içinde özel kesimin payı %9 civarında gerçekleşmiştir.

Malezya, 1980’li yıllarla birlikte ticari finansmanların ağırlıkta olduğu bir yapı içinde önemli ölçüde dış borçlanmaya gitmiştir. Sendikasyon kredileri, tahvil ihraçları, orta vadeli bono ihraçları ve ihracat kredileri kullanımı bu dönemde hızla artarken çok yanlı finansman kullanımları ise sınırlı kalmıştır. Benzer yapı, finansal olmayan kamu kuruluşlar için de geçerli olup, büyük yatırım projeleri için uluslararası finansmanlar, sendikasyon kredileri, proje finansmanı, ikili ve çok yanlı finansmanlardan oluşmuştur. Özel sektör orta ve uzun vadeli dış borçlanmaları 1980’lerin ortalarına kadar hızla artarken, sonraları ise azalma göstermiştir. Malezya ekonomisinde dış borç yönetimi dört temel birimin sorumluluğu altındadır. Bunlarında birincisi, Hazine yönetimi olup, tüm kamu sektörü borçlanmalarının onaylanma zorunluluğu ve kamu borç ödeme yükümlülükleri Hazine tarafından yapılmaktadır. İkinci birim Genel Devlet Hesapları Ofisidir. Bu birim, kamu borçları ile ilgili

hesapları tutmakta ve ödeme işlemlerini yönetmektedir. Malezya Merkez Bankası ise, kambiyo kontrol birimi vasıtasıyla özel birimlerin dış borçlanmalarına izin vermekte ve bunları izlemektedir. Banka ayrıca, devletin uluslararası piyasalardan dış kredi teminine yardımcı olmakta ve devletin bankeri (mali ajanı) olarak onun adına borç servis işlemlerini yürütmektedir.

Ekonomik planlama birimi ise, devletin dış ödemeler bütçelemesini hazırlamaktan sorumludur. Dış borç yönetiminde var olan çeşitli kurumsal yapılar bunlar arasında yorumlamada bazı farklılıklara yol açmaktadır. Bu ise daha çok kapsama şartları, zamanlama ve sınıflandırma boyutları ile ilişkilidir. Sistemi geliştirmek üzere 1985 yılında Dünya Bankasının tavsiyeleri doğrultusunda Hazine içinde bir borç yönetim birimi kurulmuştur. Bu birimin görevi kamu dış borçlarının tamamını izlemek ve yönetmektir. Özel sektör ile ilgili yönetim ve izleme görevi ise Merkez Bankasına aittir.

Malezya'da Merkez Bankası iç borçların, orta-uzun vadeli özel sektör dış borçlarının, finansal olmayan kamu sektörü garantisiz dış borçlarının ve finansal kurumlar kısa vadeli dış yükümlülüklerinin veri yönetimi ve izlemesinde sorumlu durumdadır. Nitekim finansal kurumlar haftalık, aylık ve yıllık olmak üzere yabancı aktifler ve dış yükümlülüklerini düzenli bir şekilde Merkez Bankasına sunmak zorundadırlar. Merkez Bankasının önemli bir görevi de toplam dış borç istatistiklerini üretmektir. Bunun için banka, kamu sektörü dış borcu verilerini Hazineden, özel sektör dış borç verilerini bankanın ilgili biriminden alıp birleştirmekte ve toplam dış borç istatistiklerini hazırlamaktadır. Ayrıca, bunların vade profilleri ile borç servis projeksiyonlarını da yapmakta, borç gereksinim projeksiyonları hazırlamakta, ilgili diğer borç yönetim birimleriyle yoğun bir işbirliği sergilemektedir.

Öte yandan, dış borç yönetim birimi izleme amaçlı olarak bilgisayar tabanlı gelişmiş bir borç yönetim yapısı oluşturmuş durumdadır. Böylece, kompüterize bir dış borç veri yönetim sistemi de sağlıklı bir şekilde çalıştırılmaya başlanmıştır. Malezya'nın dış borç servisi sorunlarından uzun dönemler boyunca uzak kalabilmesinin ardında bu ülkenin istikrarlı ve hızla artan ihracat gelirleri etkili olmuştur.

Bununla beraber, dış borçlanmanın getirdiği maliyetlerin bilincinde olarak, bunların belirli alanlara tahsisinin gerçekleşebilmesi de genel olarak devlet örgütlenmesinin bir görevi olarak görülmüştür. Bu yüzden dış borçlanmalarda izin zorunluluğu getirilmiş ve borç

yönetiminin koordinasyonu için de bir dış finansman komitesi kurulması yoluna gidilmiştir. Hazine içinde oluşturulan kurumun amaçları şunlardır: Dış borçlanma politika ve stratejilerinin tespiti, dış borçlanmanın ülke ekonomisi üzeri etkilerinin detaylı analizi, geleneksel ve yeni dış finansman kaynaklarından en uygun şekilde yararlanabilme koşullarının araştırılması, proje finansmanı şeklindeki dış kredilerin etkinliğinin değerlendirilmesi, dış borç gereksiniminin çeşitli şartlara bağlı olarak belirlenmesi, kamu garantili borçlara rehberlik yapmak, özel sektör dış borçlanmalarını detaylı olarak izlemek, gerektiğinde kontrol edebilmek ve borç yönetim birimleri arası koordinasyonu sağlamak.

Oldukça kapsamlı ve organize bir yapıya sahip Malezya dış borç yönetim yapısı yasal olarakta güçlü bir destek altındadır. Nitekim, Federal Anayasa, iç ve dış kaynaklardan devletin borçlanabilmesi için bir yasal çerçeve belirlemekte olup, bunun haricinde devlet borçlanabilmesi söz konusu değildir (yasal tavan sınırlamaları söz konusudur). Ayrıca dış borçlanmalara giderken onay alma zorunluluğu da bu süreci destekleyici bir yapı arz etmektedir (Jalil ve Diğ., 1992, s.122-127; Ahmad, 1985, s.236).

Dış borç yönetimi, sözkonusu kurumsal yapısı itibariyle pasif bir yapıdan öte aktif olarak değerlendirilebilir bir çizgidedir. Dış borçlar makroekonomik yönetim süreci içinde dikkatle yönetilmekte, ilgili birimler uluslararası piyasaları ve finansman imkanlarını dikkatle izleyerek vade uzatıcı, maliyet azaltıcı operasyonları yürütebilmektedir. Ayrıca yurtiçi tasarrufları yüksek seviyede tutucu ve ihracata yönelik sanayileşme yönündeki politikalarda bu süreci destekleyici olmaktadır.

Malezya'nın dış borç yönetimi ile ilgili 1990'lı yılların ortalarına kadar başarıyla yönetebildiği dış borçlar, sonraları kısa vadeli aşırı dış borç birikimi ve bunların yanlış yatırım alanlarına tahsisatı sebebiyle bir borç krizine sebebiyet vermiştir. Önceki bölümde Güneydoğu Asya ülkeleri dış borç krizi çerçevesinde değinilen bu konu, özel sektör kısa vadeli dış borçların izlenmesinde ve kontrol altında tutulabilmesinde yaşanan aksaklıkların bir sonucu olarak değerlendirilmektedir. Nitekim, 1990'lı yılların ortalarından itibaren kambiyo kontrollerinde getirilen serbestiler ve önceden izin alma zorunluluklarının azaltılması veya kaldırılması yönündeki uygulamalar, yaşanan borç krizinin boyutunun da büyüklüğü sebebiyle 1998 yılından itibaren tekrar uygulanmaya konulmuştur.

7.4.Maldive

Diğer GOÜ'ler gibi Maldive ekonomisi de gelişme sürecini desteklemek üzere dış finansmanlara başvurmaktadır. Azgelişmiş bir ekonomi olması sebebiyle sadece imtiyazlı dış borçlanmalara gidilmesinin kabul edildiği Maldive'de, bu tür kredi müzakereleri Dış İlişkiler Bakanlığına bırakılmıştır. Gereksinim miktarları Maliye Bakanlığınca belirlenmekte nihai izin verme ise devlet başkanlığına ait olmaktadır.

Maldive'de dış borç görüşmeleri Dış İlişkiler Bakanlığı dış kaynaklar bölümü tarafından yapılırken, kaynakların tahsisi Maliye Bakanlığına aittir. Planlama Bakanlığı ülkenin dış finansman gereksinimi hesaplarını yapmakta, Merkez Bankası ise ödemeler dengesi, rezerv yönetimi ve bir ölçüde dış borç analizleri yapmakla sorumludur. Mevcut yasalar hiç bir devlet biriminin devlet başkanlığından izin almaksızın dış borçlanmaya gitmesine izin vermemektedir. Ancak devlete bağlı kuruluşlar, projelerini kalkınma programlarına dahil ettirebilir ve dış finansman ihtiyaçları onaylanırsa, bireysel olarak dış borç temin etme süreçleri genel olarak serbesttir.

Dolayısıyla bu gibi birimlerin Maliye Bakanlığına borçlarla ilgili verileri göndermesi esastandır. Maliye Bakanlığının devlet hesaplarından sorumlu olması sebebiyle, hesapları ve kayıtları tutması gerekmektedir. Borç servis ödemeleri ise ilgili birimlerin ödeme emirleri üzerine Maliye Bakanlığının talimatıyla Merkez Bankasınca yapılmaktadır. Borç servis işlemleri de benzer bir şekilde devlet başkanlığının iznine tabidir.

Maldive dış borç yönetiminin temel sorunlarından bir tanesi kısa vadeli dış borçlar için veri eksikliğidir. Bu eksiklik ticaret bakanlığı tarafından sağlanmaya çalışılmakla birlikte yetersizdir. Benzer bir şekilde özel sektör dış borçlanması ile ilgili (kambiyo kontrolünün yokluğu nedeniyle) veriler de izlenmemektedir. Merkez Bankasının bu alandaki çabaları ise son derece yetersizdir.

Merkezi bir dış borç yönetim biriminin yokluğu ve ilgili birimler arası koordinasyonu sağlayacak bir komitenin olmayışı da temel sorunlardan bir tanesidir. Dolayısıyla, dış borçların izlenmesi anlamında önemli eksiklikler vardır. Dış borçların analizlerinin yapılması Merkez Bankasının bir görevi olmakla beraber izleme mekanizmalarının zayıflığı bu görevin yeterince yapılmasını engellemektedir. Maldive ekonomisinin ciddi bir dış borç sorunu

olmayışı bu ülkede çeşitli tavan sınırlamalarına gerek bırakmadığı gibi kurumsal bir dış borç yönetim yapısının oluşturulmasında da önemli bir eksikliğe neden olmuştur.

Devlet bakanlığının dış borçlanma ile ilgili temel tercihi ise sağlanacak finansmanların çok yanlı-imtiyazlı kredilerden oluşmasıdır. Merkez Bankası, dış borçların izlenmesinde temel kurumsal mekanizma olup, Commonwealth Sekreteryası tarafından geliştirilen borç yönetim kompüterizasyon sistemini kullanmaktadır. Yetersiz ve kurumsallaşmaktan uzak bir dış borç yönetim yapısından bahsedilebilecek Maldive ekonomisi pasif yönetim sergileyen bir karaktere sahiptir ve geliştirilmeye muhtaçtır (Didi, 1992, s.141).

7.5.Pakistan

Az gelişmiş bir ekonomiye sahip Pakistan, gelişme sürecini hızlandırmak amacıyla uluslararası finansmanlara yoğun olarak baş vuran ekonomilerden bir tanesidir. Uluslararası finansmanların çok büyük çoğunluğu Pakistan'a dış finansman temini için kurulan yardım konsorsiyumu aracılığıyla gelmektedir. Dolayısıyla, kredilerin yapısı genel olarak ikili finansmanlar ve çok yanlı finansmanlar üzerine kuruludur. Kuşkusuz bu finansmanlar da çoğunlukla proje finansmanı ve ödemeler dengesi finansmanı amaçlıdır. Aynı zamanda ihracat kredileri de önemli bir yere sahiptir.

Pakistan tarafından alınan krediler merkezi devlete yönelik olanlar ve devlet garantisi altında olmak üzere ikili bir yapıya sahiptir. Devlet garantisi altındaki dış borçlar, bağlı kuruluşlar, finansal kurumlar ve özel sektöre ait olup devlet bütçesi içinde gözükmezler. Bununla beraber bu tür krediler geri ödenemediği durumlarda devlet tarafından karşılanmak durumundadır (Chaudhri, 1985, s.243).

Pakistan'ın, daha çok dış yardım şeklindeki uluslararası finansmanlara erişebilmesi amacıyla 1960 yılında kurulan yardım konsorsiyumu (yaklaşık 20 ülke ve 8 çok yanlı kurumdan oluşan) ile beraber hızlanan dış kredi girişleri, bu ülkede dış borç yönetiminin kurumsal yapısının kurulmasını da temel adımlarını oluşturmuştur.

1963 yılında Ekonomik İşler Departmanı, Maliye Bakanlığı finans bölümünden ayrılmış ve dış yardımları izleme işleriyle görevlendirilmiştir. Birimin temel sorumluluğu yardım girişleri ve borç servisi işlemlerinin yapılmasını kapsamaktadır. Zaman içinde değişen

ihtiyaçların da etkisiyle kurumsal yapı geliştirilmiştir. Günümüz itibariyle bakıldığında çeşitli devlet birimlerinin çeşitli görevlere sahip olduğu görülmektedir. Buna göre, Maliye Bakanlığı dış finansman birimi, ticari kaynaklı uluslararası finansman işlemlerini, Merkez Bankası zel sektör dış borçlanması ile IMF yükümlülüklerini, ekonomik işler departmanı ise kamu sektörü borçlanmasını yönetmekle görevlidir (kurulduğu dönemdeki temel görevleri yapmaktadır).

Merkez Bankası zel sektör dış borçlarının kontrol ve izleme sorumluluğunu yapmakta, Maliye bakanlığı dış finansman birimi federal devlet ve kamu sektörünün ticari borçlanmalarını izleme ve kontrol ederken, özel sektör dış borçlanmasını denetlemekte, IMF ile görüşmeleri yapmakta, dış borçlanma ile ilgili genel politikaları hazırlamakta ve izlemektedir.

Ekonomik işler departmanı ise, ikili ve çok yanlı finansmanlarla ilgili kredi ve bağış anlaşmalarının görüşmelerini yapmak ve uygulamakla sorumludur (IMF hariç). Bu kapsamda dış yardım kullanımlarını izler, btcelemesini ve projeksiyonlarını yapar, tüm dış borç servisi işlemlerine yetki verme dahil olmak üzere kamu sektörü dış borçlarını yönetir. Kuşkusuz tüm bu işlemler etkin bir organize yapıyı gerektirmektedir. Bu sebeple söz konusu departman dokuz alt birime sahiptir. Bunlar; yönetim birimi, teknik yardım birimi, uluslararası ekonomik ilişkiler bölümü, politika birimleri (Dünya Bankası-Asya Kalkınma Bankası birimi, konsorsiyum ülkeleri birimi, ABD ile ilişkiler birimi, diğer ülkeler ve entegrasyonlar birimi), araştırma ve istatistik birimi, dış borç yönetim birimleridir. Görüldüğü gibi yoğun bir ihtisaslaşma söz konusudur ve bu birimler ilgili görevleri ayrı ayrı fakat koordine içinde yerine getirmektedirler.

Politika birimleri tarafından yapılan anlaşmaların birer örnekleri borç yönetim birimi ile istatistik birimlerine gönderilmektedir. Borç yönetim birimi borç idaresinin en önemli organlarından birisi olup, dört alt birimi vardır. Bunlar;

- 1.Btce ve Koordinasyon Müdürlüğü: borç servisi tahminlerini hazırlamak, harcamaları btce çerçevesinde izlemek ve kreditorlerce verilen ödeme emirlerini izlemekten sorumludur.
- 2.Muhasebe Müdürlüğü: kullanımları izler ve borç servisi ödeme izinlerini verir.
- 3.demeler Müdürlüğü: Federal devlete ait kredilerin hesaplarının ödeme, geri ödeme, faiz ödemeleri ve diğer maliyetlerinin hesaplarını tutar.

4.Borç Yeniden Yapılandırma Müdürlüğü: Bu tür borçlar için görüşmeler yapar, bağış öğelerini hesaplar, çeşitli analizler yapar. Ayrıca, 1981'den yana dış borç verilerinin kompüterize edilmesi görevlerini de yürütmektedir.

Pakistan'ın ticari borç edinme zorlukları, borçların ağırlıklı olarak yardım konsorsimuyumu çerçevesinde olmasını zorunlu kılmaktadır. Bu sebeple borç gereksinimleri konsorsiyuma sunulmak üzere, Maliye Bakanlığı ile ekonomik işler departmanı tarafından ortaklaşa hazırlanmakta ve görüşmeler yapılmaktadır. Dış borçlarla ilgili genel enformasyon yine ekonomik işler departmanında toplanmaktadır. Borç yönetim birimi ise, borç servisi ödeme verilerini hazırlamaktadır. Araştırma ve istatistik birimi de verileri bir araya getirmekte, analizler yapmakta ve projeksiyonlar hazırlamaktadır.

Dış borç yönetim birimi, kamu sektörü ikili ve çok yanlı krediler borç servisi ödemelerinin tek kaynağı durumundadır. Ödeme izinlerini hazırlamakta ve Merkez Bankasına göndermektedir. Kamu sektörüne yönelik ticari dış finansmanlar ve tüm özel sektör borç servisi ödemeleri bilgileri ise Maliye Bakanlığı dış finansman kanadı ile Merkez Bankasından edinilmekte, borç yönetim birimi tüm bu bilgileri birleştirerek periyodik raporlar hazırlamaktadır.

Ekonomik işler departmanındaki tüm bu veri izleme ve yönetim çalışmaları genelde elle yapılmakta, güvenilir ve etkin bir yapıya sahip durumdadır. Dış borç veri yönetimi için kompüterize çalışmaları sürdürülmekte ve sistemin daha iyi çalışması sağlanmaya çalışılmaktadır. Çeşitli birimlerin bu sistem içindeki yerleri iyi tanımlanmış olmakla beraber, birimler arası tam bir koordinasyonu sağlayacak bir komite ise yoktur. Bu görev daha çok ekonomik işler departmanınca yapılmaya çalışılmaktadır. Kuşkusuz etkin bir koordinasyonu sağlayacak şekilde bir dış finansman komitesi kurulması da gerekmektedir (Zaidi ve Ahmed, 1992, s.144-147).

Pakistan ekonomisi düşük gelirli bir yapıya sahiptir ve genel olarak uluslararası finansmanın özel şekillerinden yeterince yararlanabilme imkanlarına da sahip değildir. İç finansmanların yetersizliği ve hızlı bir ekonomik kalkınma arayışı bu ülkeyi daha çok dış finansman arayışlarına sürüklemekte, bu ise ancak yardım konsorsiyumu tarafından sağlanabilmektedir. Doğal olarak bu yapı, söz konusu ekonomi açısından dış borç yönetimini genel olarak iyi organize olmuş, ancak pasif karakter içermek zorunda olan bir dış borç

yönetim yapısına zorlamıştır. Ağır işleyen bir bürokratik mekanizma da bu sürecin kaçınılmaz bir sonucudur. 1990'lı yıllardan itibaren daha çok dışa açık politikalar sürdürmeyi benimseyen ve 1994 yılı ile birlikte konvertibilite uygulamasını başlatan Pakistan, ticari finansmanın çeşitli şekillerinden yararlanmaya çalışmakla beraber bu çabalar genelde sınırlı olmak zorunda kalmıştır.

7.6.Meksika

Meksika ekonomisi, dış borçlanma ve buna ilişkin sorunlar söz konusu olduğunda hemen her zaman ilk akla gelenlerden bir tanesidir. Meksika, uluslararası borçlanma konularında ve piyasalarda aktif katılımcılığını genelde aksatmamış ve kriz içerisinde olduğu dönemlerde dahi borçlanma piyasalarında dolaylı olarak varlığını göstermiştir (Vilatela, 1994, s.117). Bu yüzdendir ki, farklı gelişme programlarının izlendiği çeşitli dönemlerde dış borçlanma söz konusu ekonomi için her zaman büyük öneme sahip olmuştur. 1940-1970 arası dönemde genel olarak ithal ikamesine yönelik politikalar söz konusu olurken, 1970'li yıllarla birlikte ihracata yönelik büyüme ağırlık kazanmış, 1980'li yıllarda ise dış borç krizi ile beraber uluslararası kurumların yol göstericiliği altında güdümlü liberal programlar takip edilmiştir (Balkan, 1996, s.8). 1990'lı yıllar Meksika açısından küreselleşme süreçlerinin gerek bölgesel (NAFTA), gerekse, finansal açılardan (sermaye hareketlerine tamamen serbestlik sağlayarak) en yoğun olduğu dönemler olmuştur.

Latin Amerika ülkelerinin en tipik özelliklerinden birisi olan yurtiçi tasarruf seviyesinin göreceli olarak düşüklüğü, buna karşın hızla gelişme arayışlarının bir örneği de uzun dönemlerde Meksika'da yaşanmakta olup, dış finansmanlara ağırlık verilmektedir (Morova, 1996, s.40). Öte yandan, sermaye kaçışları ve birikmiş büyük borç stokları bu bölgenin bir diğer özelliği olup, Meksika ekonomisinin dış borçlanmaya ağırlık vermesine farklı bir boyutta neden olmaktadır. Dünyanın en büyük dış borç stokuna sahip GOÜ'lerinden bir tanesi olan Meksika'nın bu noktaya gelmesinde 1970'lerdeki aşırı dış borçlanma süreçleri ve 1980'li yıllardaki dış borç krizi temel neden olmuştur. Nitekim, 1977 yılında 22 milyar dolar olan dış borçlar 1981'de 80 milyar dolara yükselirken, 1982 başında resmi rakam dahi bilinemez boyutlara ulaşmıştı (Arnaud, 1992, s.68).

1982 yılı ile birlikte, değil ana para ödemelerinin, faiz ödemelerini bile yapamayarak moratoryum ilan eden Meksika (Balkan, 1996, s.7), dış borçlarının gerek özel, gerekse

kamuya ait olan miktarlarını dahi bilmekten uzak bir yapıya sahiptir. Bu sebeple 1980'li yılların büyük çoğunluğunda dış borç ertelemeleri ve yeniden yapılandırma arayışları, öncelikle bu ülkeyi kurumsal dış borç yönetimi üzerine çabalarını yoğunlaştırmak zorunda bırakmıştır.

Nitekim, dış borç yönetiminin esas unsurlarından olan, ülkenin borç yükü düzeyinin belirlenmesi ve bu amaca ulaşmak için borçlanma türleri ve tutarlarını kontrol etmek düşüncesi çerçevesinde Ağustos 1983 yılında yapılan düzenlemelerle dış borçlanmaya kayıt zorunluluğu getirilmiştir. Ancak bu uygulama, aralarında Türkiye'nin'de bulunduğu bazı ekonomilerde de olduğu gibi özel borçlanmalara engel olmak mahiyetinde olmayıp, borç servisinin kontrolünü sağlamak amacını taşımaktadır. Nitekim, Meksika ekonomisinde özel sektör dış borçlanması geniş bir serbestiye sahiptir (Öktem, 1985, s.29).

Meksika'da dış borç stokunun büyük çoğunluğu kamu kesimine aittir ve 1980'li yıllarda dış borçlar alanında yapılan kamusal çabaların büyük çoğunluğu bunların yeniden yapılandırılmasına yönelik olarak gerçekleşmiştir. Bu yüzden Meksika'da dış borç yönetiminin kurumsal yapısı daha çok izleme-gözleme ve yeniden yapılandırma çabalarını ön planda tutan bir karakter sergileyecek tarzda geliştirilmeye çalışılmıştır.

Borç krizinin başlamasıyla beraber kamu sektörünün çeşitli birimlerinin (Merkez Bankası, Maliye Bakanlığı ve Ulusal Sanayi Kalkınma Bankası) verilerinin birbirlerinden farklılığı ve tutarsızlığı sebebiyle dış borç yönetiminin merkezi biriminin Maliye Bakanlığı olmasına karar verilmiştir. Bu dönemde çıkarılan kamu borçlanma yasası borç yönetiminde Maliye Bakanlığını merkezi hale getiren en önemli düzenlemedir. Bu düzenlemede borç görüşmelerinin tek bir elden yürütülmesi, çeşitli verilerin birleştirilmesi ve içerde ve dışarıdaki çeşitli birimlerin enformasyon ihtiyaçlarının karşılanması düşüncesi ağırlık kazanmıştır.

Böylece bürokratik yapılanma merkezileştirilmiş, tek bir bakanlık altında yeknesak, aynı format, içerik ve periyodik yapıda raporlama imkanına kavuşulması, verilerin kalitesi ve güvenilirliğinin artırılmasının sağlanması ve yeniden yapılandırma görüşmelerinde gereksinim duyulan enformasyonda kolaylıklar sağlanması amaç edinilmiştir. Asıl amacın borçların yeniden yapılandırılmasının olması sebebiyle bu durum kaçınılmazdı ve bu yapılmaksızın (ülkenin dış borç profilini yeterince bilmeksizin) borç görüşmelerinin yapılmasında başarıya ulaşmak imkansız hale gelebilirdi.

Kurumsal yönetimi kurmak görevi ve dış krediler sorunlarına ilişkin ilgili düzenlemeler bu açıdan büyük ölçüde Maliye Bakanlığına bırakılmıştır. Bakanlığın aynı zamanda ulusal finansman programının hazırlayıcısı olması da bu durumu teşvik etmiştir. Bakanlık bu anlamda iki müsteşarlığa bölünmüştür. Bunlardan birisi tüm kredi anlaşmaları ve yeniden yapılandırılmalarından sorumlu iken, diğeri politik düzenlemeler, izin verme, denetleme ve kayıtların tutulmasından sorumludur.

Uluslararası kredilerin anlaşmalarının yapılması ve yeniden yapılandırılmasının yönetiminden sorumlu olan Uluslararası Finansal İşler Müsteşarlığı üç alt birime sahiptir. Bu yönetsel birimlerin görevleri ise şunlardır; Kamu kredi politikasının belirlenmesine yardımcı olmak, kamu birimlerinin uluslararası sermaye piyasalarında güvenilir kredi kaynaklarına ulaşmasına yardımcı olmak, kredi programlarının hazırlanmasına katılmak, kamu kesimi dış finansman projelerini çeşitli açılardan değerlendirmek ve bulgularını izin vermekten sorumlu genel müdürlüğe sunmak, kamu borçlanma yasasıyla ilgili konuları tatbik etmek, dış ticaret finansman politikalarıyla ilgili farklı otoritelere önerilerde bulunmak, uluslararası kuruluşlarla yapılan kredi anlaşmalarını değerlendirmek ve koordinasyonu sağlamak, yabancı sermaye ile ilgili düzenlemelerin hazırlanmasına katılmak, borç azaltma operasyonları için finansal enstrümanlar dizayn etmek, dış borçların kapitalize edilmesinde onay süreçlerin katılmak, dış borçların azaltılabilmesi amacıyla dış ticaret ve turizmin teşvik edilmesine ilişkin görevler yapmak.

Diğer müsteşarlık olan Finansman ve Kamu Kredileri Müsteşarlığı ise, kendi içinde iki genel müdürlüğe ayrılmaktadır. Görevleri şunlardır; Diğer müsteşarlıkla işbirliğine giderek ulusal gelişme finansman programının federal hükümet programları ile uyumlu olarak formüle edilmesini sağlamak, kamu sektörü, borç, enformasyon ve veri yönetimini yapmak, dış borçlarla ilgili bütçe tahsisatını belirlemek, döviz gereksinim programları hazırlamak, kredilerin izin verme ve tescil işlemlerini önermek.

Finansman ve Kamu Kredileri Müsteşarlığı, kredi anlaşmalarına ilişkin denetim, koordinasyon, yönetim, standartlarının belirlenmesinden sorumlu olup, kamu dış borç unsurlarının tescil işlemlerinin gerçekleştirilmesi görevini de yerine getirmektedir. Müsteşarlık çeşitli alt yönetim birimlerine sahip olup, bunlar; kamu borç birimi, finansal programlama birimi, özel sektör borç izleme birimi ve iç borçlanma birimidir.

Kamu borç birimi, kamu kurum ve kuruluşlarının kredi anlaşmalarını izlemekte ve izin verme işlemlerini yapmaktadır. Detaylı enformasyon ve veri yönetim sistemi de bu birim içindedir. Dolayısıyla kamu borç birimi aynı zamanda federal hükümetin iç ve dış borçlarının muhasebe kayıtlarını tutmakta ve istatistikler hazırlamaktadır. Dış borçların yeniden yapılandırma süreçlerinin veri tabanları da bu birim tarafından gün gün takip edilerek tutulmaktadır.

Finansal programlama birimi, federal hükümet ve kamu kuruluşları için kamu finansmanı ile ilgili genel görevleri yerine getirmekte, hem iç, hem de dış kaynakların finansman gereksinimi kapsamı içinde gelir ve harcamaların ayarlamasını yapmaktadır. Öte yandan, borçların uygun programlanması, yeni kredi anlaşmalarının imzalanması, kredi operasyonu ve anlaşmalarının kaydedilmesi, izlenmesi ve kontrol edilmesi işlemleri de gerçekleştirilmektedir.

Kamu borçlanma yasası dış borç yönetimi için etkili bir enstrümandır. Bu yasa ile Kongre, Maliye Bakanlığından kredi programları ve politikalarını edinmektedir. Kongre, bunları değerlendirmekte, ülke için gerekli iç ve dış finansmanı belirleyerek doğrudan borçlanmanın net miktarları hakkında izin verme işlevi görmektedir. Kuşkusuz bu durum, ilgili kurumlara bir kısıtlama olup, benzer kısıtlamalar gelir ve harcamalar içinde söz konusu olduğu için bu uygulamalar içsel olarak tutarlı durumdadır.

Geliştirilen kurumsal yapı ve yönetim süreçleri nitelikli personel istihdamını gerektirmektedir. Bu konuda ilgili birimler önemli gelişmeler göstermiş olup, yetişmiş personelin başka alanlara kaçmaması için gerekli önlemler de alınmaya çalışılmaktadır. Ancak, özel sektörle kıyaslandığında önemli oranlara ulaşan ücret farklılıkları bu sorunun ciddi boyutlara çıkmasını engelleyememektedir.

Meksika'da dış borç yönetiminin yapılanmasında önemli bir diğer gelişme de dış borçların kompüterize edilmesi anlamında olmuştur. Sürekli geliştirilen ve kompleks içerikli bir kompüterize veri yönetim sistemi kullanılmakta olup, gerekli veri yönetimi ve analizleri elde edilmektedir. Meksika ekonomisinin uluslararası piyasalarda yoğun katılımcı bir ülke olması, dış borçların yeniden yapılandırılması yönündeki sürekli çabalar ve yeni finansal tekniklerin uygulanma çabalarına destek veren böyle bir kompüterize sistemin oluşturulması

kuşkusuz dış borç yönetimi alanında Meksika için büyük bir öneme sahip olmuştur (Parades ve Tames, 1990, s.153-157).

Merkezileşmiş bir borç yönetim yapısına sahip Meksika ekonomisi, yaşadığı büyük borç krizlerinin etkisiyle 1980 ve 1990'lı yıllarda bu alanda önemli adımlar atmış ve aktif bir dış borç yönetiminin kurulmasına zemin hazırlayacak yasal düzenlemeleri de kurabilmiştir. Uluslararası mali kurumların desteğinde geliştirilen bu düzenlemeler, Meksika'nın dış borç yönetim konusunda önemli gelişmeler göstermesine neden olmaktadır. Ancak, yüksek dış borç stokunun bu ülkenin hareket kabiliyetini azaltması sebebiyle, dış borçlar alanındaki çabaların büyük çoğunluğu; borçların yeniden yapılandırılması, yeni finansman imkanlarının bulunması, ülkeye yönelik net kaynak transferinin pozitif hale getirilebilmesi ve borç stokunun artışlarının önlenmesi konularında yoğunlaşmak zorunda kalmıştır. 1990'lı yıllarda elde ettiği kredibilite artışlarıyla uluslararası piyasaları yoğun olarak kullanan ülkenin en önemli açmazı yurtiçi tasarruf oranlarının yeterince arttırılamaması olup, borç stoklarının artışı bu dönemde de durdurulamamıştır.

İzlenen sıcak para politikaları ve portföy yatırımlarını çekmeye yönelik uygulamalar, aşırı değerlenmiş kur politikasının bir sonucu olarak cari işlemler dengesini hızla bozmuş, kısa vadeli dış borçlar hızla artmış, bu ise devalüasyon taleplerinin tırmanması ile beraber, 1994 Peso krizine neden olmuştur. Uluslararası kurumların büyük miktarlara (40 milyar dolarlık) borç vermeleriyle aşılmaya çalışılan kriz ise, borç stoklarında artışları kaçınılmaz hale getirmiştir (Bkz., Oktar, 1995; Yeldan, 1996; Frankel, 1996).

Kurumsal borç yönetimi alanında büyük adımların atıldığı bir dönemde makro ekonomik politikalarda gösterilen başarısızlıkların bir sonucu olan bu kriz, Meksika ekonomisi için dış borç yönetimindeki birbirini destekleyen süreçlerin (makro ekonomik yönetim-kurumsal yönetim ve risk yönetimi) ne kadar önemli olduğunu gözler önüne sermiştir.

Yaşanılan 1994 krizinin de verdiği ivme ile Meksika, dış borç yönetimi yapısının daha aktif bir yapılanmaya gitmesi yönünde çabalar artma göstermiştir. Bu çerçevede dış borçların döviz kompozisyonu risklerini elimine etmek yönünde ve borç ofisinin operasyonelleştirilmesi boyutlarında çabalar yoğunlaşmış olup, cari dış borç yönetim pratikleri geliştirilmeye çalışılmaktadır (Cassard ve Landau, 1997a, s.15). Bu alandaki

abalar, var olan sistemin 1994 krizinin de gösterdiği üzere kısa vadeli dış borçlar ve özel sektör dış borçlarının izlenmesiyle toplam dış borçların yapısına ilişkin tam enformasyon sağlanması alanlarında yoğunlaşma göstermeyi gerektirmektedir (Fischer, 1997, s.8).

7.7.Hindistan

1995 yılı itibariyle 937 milyon nüfusa, 357 dolar kişi başına gelire sahip az gelirli bir GO'dr. 1996 yılı Dünya Bankası verilerine göre, toplam dış borç stoku 89.8 milyar dolar, dış borç/GSMH oranı ise %26'dır. Dış borçların %91'i orta ve uzun vadeli olup, bunun %36'sı çok yanlı kurumlardan, %29'u ikili finansmanlardan, %35'i ise özel kaynaklı finansmanlardan oluşmaktadır.

Hindistan ekonomisi açısından da dış borç yönetimi genel olarak kamunun dış borçlarının yönetimi anlamında kullanılan bir ifadedir. Bu ülkede dış borç yönetiminde üç temel kurumsal yapının varlığı söz konusudur. Bunlar; Planlama Teşkilatı, Maliye Bakanlığı ve Merkez Bankasıdır.

Planlama teşkilatı, uygulanması planlanan projelerin gereksinimlerine bağlı olarak Maliye Bakanlığı ile işbirliği içerisinde genel döviz gereksinimini belirlemekle görevlidir. Bu işlemin ardından Maliye Bakanlığı her yıl için dış borçlanma kaynaklarını, bunların miktarını ve elde edilecek borçlanmanın mali koşullarını belirlemeye çalışmaktadır. Hindistan'a dış finansman akışlarını koordine içinde sağlamak amacıyla kurulan yardım konsorsiyumu bu aşamada devreye girmekte ve yapılan toplantılarda dış borçlanma ile ilgili alınan kararlar ve finansman imkanları değerlendirilmektedir. Ayrıca konsorsiyum yesi olmayan ülkelerle de bu tür girişimler yapılmaktadır.

Maliye Bakanlığı bünyesindeki farklı birimler bu süreçte rol almaktadır. Politika biriminin görevi borçlanma kaynaklarını belirlemek ve bunların mali şartlarını uygun olarak ayarlamaya çalışmaktır. Bu işlemin ardından görüşmelere gidilmekte ve anlaşmalar imzalanmaktadır. Yardım hesapları kontrol birimi bu aşamadan sonraki sorumlulukları yürütmekle görevli diğer bir birimdir ve kredilerin kullanılması ile bunların zamanında borç servislerinin yapılmasına ilişkin görevleri yerine getirmektedir. Bu süreçte Merkez Bankasının görevi kredi girişlerinin devlet hesaplarına aktarılmasında aracılık etmektir. Kuşkusuz aynı aracılık görevi borç servisleri için de söz konusudur.

Hindistan'da tüm dış borçlanmalar merkezi bir hale getirilmiştir (yardım konsorsiyumu çerçevesinde alınan krediler). Eğer ilgili birimler federal birimler ise, merkezi hükümet bunları yardım şeklinde, eğer proje uygulayıcı birimler merkezi hükümet kontrolü altındaki kamu sektörü ise, kredi ve öz sermaye katılımı şeklinde, özel sektör ithalatçıları ise, hükümet bunu garanti ederek ödemektedir.

Hindistan ekonomisi açısından dış borçlanma yakın zamanlara kadar, çok büyük ölçüde yardım konsorsiyumu çerçevesinde alınan imtiyazlı finansmanlardan oluşmakta idi. Ancak, 1990'lı yıllarla beraber bu durum değişmeye başlamıştır. 1980'li yılların sonları ile birlikte artan ekonomik kredibiliteye bağlı olarak ekonominin dış finansman imkanlarını çeşitlendirme kararı alınmış ve ticari borçlanmalar ağırlık kazanmaya başlamıştır. Yukarıda da değinildiği üzere, toplam dış borçlar içindeki özel kaynaklı olanların payı önemli bir orana ulaşmış durumdadır. Bu karar aynı zamanda ikili ve çok yanlı uluslararası finansmanların istenilen seviyelerin altında kalmasının da bir sonucudur.

Dolayısıyla merkezi hükümet bu durumu göz önüne alarak Maliye Bakanlığı içinde sadece ticari dış borçlanmadan sorumlu ayrı bir organizasyon "dış ticari borçlanma birimi" ni oluşturmuştur. Bu birim, her türlü ticari dış borçlanmaları onaylamakta, harcama ve borç servis işlemlerinin hesaplarını tutmaktadır.

Sözkonusu iki birim (ticari borçlanma birimi ve yardım hesapları kontrol birimi) arasında tüm dış borçlanmanın hesaplarının tutulmasında az ya da çok bir bütünleşme vardır. Yardım hesapları kontrol birimi merkezi hükümetin ikili ve çok yanlı tüm kredilerin yönetimini yaparken, ticari borçlanma birimi ise merkezi hükümet tarafından garanti edilsin, edilmesin tüm ticari dış borçlanmaları yönetmektedir.

Hindistan'da bu iki dış borçlanma kategorisi dışında kalan bir diğer dış borçlanma şekli, merkezi hükümet onaylaması ve garantisiyle alınan özel dış borçlanmalardır. Bunların hacmi sınırlı olup, genelde ikili ve çok yanlı "imtiyazlı" finansmanlar şeklinde olup, hükümet dışı krediler olarak isimlendirilmekte ve kredilerin alınması ile geri ödemeleri alıcı birimlerin sorumluluğu altında bulunmaktadır. Bu borçların devlet garantili olması nedeniyle ve geri ödeme sorunu çıkması halinde devletin geri ödeme yapması koşulunu taşımakla birlikte, genelde bu tür bir sorun çıkmamaktadır.

Hindistan'da tüm dış kredilerin ya devlet tarafından ya da devlet onayıyla alınabiliyor olması bunların izlenmesinde büyük kolaylıklar sağlamakta olup, genelde bir problem söz konusu olmamakta ve detaylı veri tabanları ve izleme mekanizmaları başarılı bir şekilde çalıştırılmaktadır. Bununla beraber dış borçların veri yönetiminin kompüterize edilmesi süreci hızla gerçekleştirilmiştir. 1988 yılında Commenwalth sekreteryası tarafından hazırlanan sisteme geçilmesinin kabulü ile beraber veri yüklenmesine başlanmış ve 1989 yılında bu işlem tamamlanmıştır. Böylece standart raporların temin edilebilmesi yönünde önemli bir adım atılmıştır. Öte yandan, özel sektör dış borçlanmasına ilişkin izleme süreçleri de bu çerçevede geliştirilmeye çalışılmaktadır. Kısa vadeli dış borçların izlenmesi işlemleri de Merkez Bankası tarafından yerine getirilmeye çalışılmakta, ancak önemli eksikliklerin var olduğu kabul edilmektedir.

Dış borç yönetiminin ihtiyaçlara paralel olarak geliştirilen kurumsal yapısının en önemli açmazlarından bir tanesi ise bu süreçten sorumlu bir borç yönetim biriminin var olmamasıdır. Yukarıda izah edildiği üzere, dış borç yönetimi ile ilgili çeşitli birimler vardır ve bunlar kendi görev alanları çerçevesinde çalışmalar yapmaktadırlar. Bununla beraber, hem bu birimlerin faaliyetlerini koordine edecek tarzda bir organizasyonun, hem de dış borç verilerini istenilen her zamanda izleyerek enformasyon temin edecek bir merkezi birimin yokluğu önemli bir eksiklik olarak görülmektedir (Subbarao, 1990, s.129-131). Kuşkusuz bu tür enformasyonlar vardır ve bunlar ilgili çeşitli kurumların, talep üzerine bir araya gelerek hazırladıkları raporlardır. Ancak önemli olan bunları güvenilir, standart ve periyodik olarak hazırlayacak bir merkezi birimin kurulması olup, bu konuda girişimler yapılmaktadır.

Ayrıca borç yönetim sisteminde görev alan nitelikli personel sorunu Hindistan için de önemli bir sorun kaynağıdır. İhtiyaçlar çerçevesinde düzenlemelere tabi tutulan dış borç yönetimi sistemi Hindistan ekonomisi için pasif karakter sergileyen kurumsal bir yapıya sahiptir. Bununla beraber, 1990'lı yıllarla birlikte artan ticari dış finansman kullanımları bu yapıyı yetersiz kılmakta, özellikle özel sektörün dış borçlarının izlenmesi ve kontrol edilebilmesinde eksiklikler içermektedir. 1994 yılı Ağustos ayında konvertibilite rejimini kabul eden söz konusu ekonomi için başta özel sektör ve kısa vadeli dış borçlar olmak üzere, toplam dış borç yönetiminin önemi her geçen gün artmakta olup, kurumsal yapının geliştirilmesi ihtiyacı kaçınılmaz olarak artmaya devam etmektedir. Son yıllarda borç yönetimi konusunda bazı önemli gelişmeler de olup, mali risklerden korunabilmek amacıyla yapılmaya başlanan çeşitli swap işlemleri dikkat çekmektedir (Claessens, 1993, s.48).

7.8.Endonezya

1996 yılı Dünya Bankası verilerine göre, 197 milyon nüfusa, 1115 dolar kişi başına gelire sahip az gelirli aşırı borçlu bir GOÜ'dür. 129 milyar dolar dış borç stoku olup, dış borç/GSMH oranı %60'tır. Dış borçların %75'i orta ve uzun vadeli olup, bunun %18'i çok yanlı, %30'u iki yanlı, %52'si ise özel kaynaklı finansmanlardan oluşmaktadır. Endonezya'nın dış finansmanlara ağırlık vermesi 1967 yılından itibaren beş yıllık kalkınma planları hazırlanmasıyla önem kazanmıştır. Başlangıçta ikisi ve çok yanlı imtiyazlı finansmanlar gelişme amaçlı olarak kullanılırken, 1974 yılından itibaren ticari finansman piyasalarında da görülmeye başlanmış ve daha sonraları bu finansman şekli süreklilik arz etmiştir. Nitekim 1980'li borç krizi yıllarında dahi Endonezya uluslararası ticari banka kredileri ve tahvil ihraçlarını kullanmayı sürdürebilmiştir.

Endonezya, dış finansmanlara yaklaşımında iki unsuru ön plana çıkarmaktadır. Bunlardan ilki, yurtiçi finansman eksikliğinin kapatılması iken, ikincisi ise dış kaynakların yurtiçinde yeni yatırımları yapması ve bunlarında ileride ekonomik büyümeyi arttıracak ilave tasarruf birikimlerini oluşturucağı olarak görülmesidir. Böylece, ekonomi geliştikçe ülkenin dış yükümlülük servislerini sağlayacak yeni imkanlara sahip olacağı düşünülmektedir. Doğal olarak bu süreçte nihai olarak beklenen şey, ülkenin dış finansmanlara olan bağımlılığının zaman içinde giderek azaltılmasıdır. Bu amaçlar çerçevesinde Endonezya'da dış finansmanlar kamu kesimi için gelişme programlarının finansmanı bağlamında iç finansmanlara ilave olarak kullanılmıştır. Nitekim dış borçlanma, gelişme programlarının finansmanı içinde Endonezya'da her zaman önemli bir yer edinmiştir. Örneğin toplam yıllık gelişme finansmanları içinde dış borçlanmanın payı 1979'da %34, 1980'de %25, 1981'de %24.5, 1982'de %27 ve 1983 yılında ise %39 olmuştur (Haryono, 1985, s.225).

Dış borçlanmaların iç kaynaklara ilave olarak görülmesinin benimsendiği Endonezya'da bunların servislerinin sorunsuz olması amacıyla 1990'lı yıllara kadar sınırlamalar sürdürülmüştür. Bu çerçevede ülkede uygulanan borç yönetim stratejisinin bazı özellikleri şunlar olmuştur (Gordodiyoto, 1990, s.93);

- Çeşitli kreditorlerden temin edilen dış borçların ilgili kurumlar tarafından değerlendirilmesinin sağlanması,

- Kalkınma projeleri ve hükümet programlarına uygun olacak şekilde büyük ölçüde mali koşulları daha uygun resmi-imtiyazlı finansmanların tercih edilmesi,

- Dış borçlanmalarda ağırlığın devam eden projelere verilmesi ve seçisi olunması,

-Borç servisi yapılmasını kolaylaştırıcı tedbirler alınması,

-Kamu sektörü içindeki tüm birimlerin dış borçlanmalarının önceden izin alma esasına dayanması ve Maliye Bakanlığı tarafından koordine edilmesi,

-Ticari kaynaklı dış borçlanmalar için ise önceden planlama ve gereksinim tespiti gidilmesi, piyasalara ulaşılabilirlik ve kapasitelerin değerlendirilmesi ve bağlı olmayan finansman tiplerinin tercih edilmesi.

Endonezya, dış borç yönetim yapısı içinde Planlama Birimi, Maliye Bakanlığı ve Merkez Bankası temel birimlerdir. Planlama Birimi, devletin proje ve programlarının tespiti ve değerlendirilmesini yapmakta, aynı zamanda da bunlar için izleme işlemlerini yerine getirmektedir. Maliye Bakanlığı, devlet adına resmi borçlanıcı kurum olup, devletin yurtiçi ve yurtdışı gelir ve giderlerinin kayıtlarını tutmaktadır. Merkez Bankası ise devlete bankerlik hizmeti vermekte olup, resmi borç şedüllerine göre alınan ve geri ödemesi yapılan dış borçların resmi olarak uygulanması ve izlenmesi işlerini yürütmektedir. Dolayısıyla dış borç yönetim sürecinde Merkez Bankasının ayrıcalıklı bir konumu vardır ve dış borç yönetim birimi de Merkez Bankası bünyesinde bulunmaktadır.

Devlete bağlı birimler dış borçlanma için izin alma işlemini Maliye Bakanlığı kanalıyla yaparken, bakanlık dış borçlanmayla ilgili tüm bilgileri Merkez Bankası borç ofisine aktarmakta, dış borçlanma işlemi gerçekleştiğinde tüm detay bilgileri yine borç ofisine bildirilmektedir. Söz konusu borç ofisi bu süreçte çok detaylı kontroller yapmakta, gerekli gördüğünde ilgili devlete bağlı birimlere giderek doğrudan kontroller yapabilmektedir (Klein. 1996, s.87). Yasal geri ödeme yükümlülüklerinin borç verenlerce bildirildiği bu sistemde, Merkez Bankası kendi kayıtlarını kullanarak çapraz kontrolleri yapmaktadır. Ödeme işlemleri Merkez Bankasınca yapılmakta olup, bu miktar Maliye Bakanlığı hazine hesabının borçlandırılmasıyla gerçekleşmektedir. Dış borç yükümlülüklerinin özel sektör dahil olmak üzere bir araya getirilmesi ve tablolar hazırlanması işlemlerinin de gerçekleştiği bir birim olarak Merkez Bankası tarafından yapılan işlemler genel olarak başarılı kabul edilmektedir.

Kamu sektörünün aksine özel sektör dış borçlanmalarının garanti verilmesi harici, ön izin uygulamasına tabi olmadığı Endonezya'da özel dış borçlanmalar için bir kontrol mekanizması olmayıp, Merkez Bankası tarafından istatistik ve stok kontrolünü sağlamak için izlenmektedir. Bununla beraber özel bazı durumlarda (dış borçlardaki artışın aşırı boyutlara varması, borçlanmada mali koşulların hızla bozulması, borçlanmanın sürdürülebilirliğinin

giderek ortadan kaybolması gibi) özel sektör içinde kontrol mekanizmaları çalıştırılabilmektedir. Ancak Mayıs 1988'den itibaren konvertibilite rejimine geçilmesi ve hızlı liberalizasyon uygulamaları, bu tür kontrollerin giderek ortadan kalkmasına neden olmuştur. Dış finansal akışların hız kazandığı yeni dönemle birlikte, ülkenin dış borçlarının yönetiminde koordinasyon sağlamak ve ticari borçlanmaları daha iyi kontrol edebilmek amacıyla bakanlıklar düzeyinde “yüksek seviyeli dış finansman komitesi” kurulması yoluna gidilmiştir. İlgili dış borç yönetim birimlerinin ve ekonomi yönetimindeki yetkililerin görev aldığı komitenin görevleri şunlardı; Kamu ve özel sektör ayrımı olmaksızın tüm dış ticari borçlanmaların koordinasyonunu sağlamak, kamu dış borçlanmaları için yıllık sınırlamalar ve tedbirler uygulamak, onaylanmış kredilerin öncelikli kullanım alanlarını belirlemek, detaylı raporlar hazırlamak ve öneriler getirmek.

Söz konusu komite, kuruluşunun ardından kamu sektörü dış borçlanmalarına önemli sınırlamalar getirmiş ve ticari borçlanmalara gidilebilmesinde bir “sıra” uygulaması başlatmıştır. Ancak, bu tür uygulamalar özel sektör için uygulanmamıştır (Klein, 1994, s.157). 1960'lı yıllardan itibaren dış finansmanlara ağırlık veren bir GOÜ olarak Endonezya'da dış borç yönetimi uygulamaları 1990'lı yılların ortalarına kadar olan bir zaman diliminde başarılı bir şekilde yürütülmüş olup, bir çok GOÜ'nin dış borç yönetimini önemsemediği dönemlerde, kurumsal yapılanma ve dış borçların kompüterize edilerek yönetiminin sağlanmasında belirgin başarılar göstermiştir (Gondodiyoto, 1990, s.94). Bu haliyle Endonezya dış borç yönetim uygulamaları uluslararası mali kurumların yoğun desteğini kazanmış ve GOÜ'lere örnek dahi gösterilmiştir.

Bu durum Endonezya devlet yöneticileri tarafından da bir övünç meselesi olarak görülmüş olup, diğer GOÜ'lere rehberlik hizmetleri ve dış borç yönetimi sistemlerinin ihracına yönelik girişimler yapmalarına dahi yol açmıştır. Nitekim, 1994 yılından itibaren diğer GOÜ'lere deneyimlerini paylaşmak üzere toplantılar tertip edilmiş, ayrıca istekli GOÜ'lere dış borç yönetimi ile ilgili olarak teknik destekler sağlanmaya başlanmıştır (McBeth, 1994, s.72). Bununla beraber izleyen yıllarda Endonezya, dış borç yönetimi alanında gösterdiği başarıları tekrarlayamamış, 1991 yılından itibaren dış borçlanmalara ilişkin bankalar ve özel sektör üzerindeki tüm kontrolleri kaldırarak dış yükümlülüklerindeki hızlı artışların ulaştığı boyutları önceden izleyip, zamanında karar alamamanın sıkıntılarıyla karşılaşmıştır (Guitian, 1998, s.16). Dış borçların izlenmesinde özel sektörün ihmal edilmesinin bir sonucu olan bu durum, Güney Doğu Asya'da başlayan krizle birlikte hızla Endonezya'ya da yansımış olup, dış borçların yeniden yapılandırılması ve ağır bir ekonomik kriz sorunu ile karşılaşmasına neden olmuştur.

ÜÇÜNCÜ BÖLÜM

GELİŞMEKTE OLAN ÜLKELER VE DIŞ BORÇ YÖNETİMİ TEKNİKLERİ: RİSK YÖNETİMİ

GOÜ'ler dış borç yönetimlerinin karşı karşıya olduğu temel sorunlar, sadece organizasyonel ve fonksiyonel görev bölüşümleri çerçevesi ile sınırlı değildir. Konunun çok önemli bir diğer boyutu ise, dış borçların mali riskler çerçevesinde etkin bir şekilde yönetilebilmesidir. Faiz oranları, döviz kurları, tarımsal ve metalurjik ürünler fiyatlarında meydana gelebilen ve giderek artan dalgalanmalar (volatile) ve neden olabildiği önemli sorunlar dış borç yönetiminin yeni bir boyutu olan, mali risk yönetiminin giderek ön plana çıkmasını ve GOÜ'ler dış borç yönetim yapılanmalarının da bu çerçevede yeniden gözden geçirilmesini giderek bir zorunluluk haline getirmektedir.

Modern risk yönetim tekniklerini kullanabilme kabiliyetinin genişletilmesi ve borç yönetim birimlerinin giderek daha profesyonel bir hale getirilebilmesini zorunlu gören bu tür bir anlayış yaygınlık kazanırken, uluslararası kurumların bu alandaki öneri ve çabaları da giderek artmaktadır. GOÜ'ler dış borç yönetimleri açısından son derece yeni sayılabilecek bir konu olan mali risk yönetimi, ilgili teknikler ve bunların kullanılabilme imkanları ile çeşitli örnek ülke uygulamaları çalışmanın üçüncü bölümünün içeriğini ve inceleme konusunu oluşturmaktadır.

1.Dış Borç Yönetiminde Mali Risklerin Boyutu ve Önemi

GOÜ'ler çerçevesinden bakıldığında, dış borç yönetimi ile ilgili bilinçli çabalar içine girilmesinin yeni bir durum olduğu görülmektedir. Önceki bölümde ele alınan ülke örneklerinde de görüldüğü üzere, bu gelişmeler daha çok 1980'li yılların ortalarında önem kazanmaya başlamış ve kurumsal yapılar ile izleme mekanizmalarının güçlendirilmesi çerçevesinde ortaya çıkmıştır. Ancak, son yıllarda dünya ekonomisinde görülen gelişmeler ve başta Uzak Doğu ülkeleri olmakla beraber GOÜ'lerin artan dış borçluluk sorunları, yaşanan problemlerin henüz aşılamadığına işaret etmekte ve yeni arayışları ön plana çıkarmaktadır.

Üstelik daha önceki bölümlerde değinildiği üzere, GOÜ'lerdeki dış borç yönetim yapılanmaları tüm dönüşümlere rağmen büyük çoğunlukla pasif bir dış borç yönetim karakteri sergilemektedir. Dış borçların temini, izlenmesi, istatistiki bültenler hazırlanması, borç servisi sorunlarına neden olmayacak şekilde kontrol edilmesinin organize bir yapı içinde gerçekleştirilmeye çalışıldığı bu yapılanma, dış borçlar hakkında tam enformasyon sahibi olmayı ifade eder. Burada dış borçların ne kadarının kime ait olduğu ve geri ödemeler için ne kadar gerektiğinin belirlenmesi ve buna ilişkin süreçlerin yönetimi anlaşılmaktadır.

Aktif dış borç yönetimi ise, var olan enformasyonu kullanarak gerektiğinde borçların yeniden müzakere edilmesi ve yeniden şekillendirilmesiyle, var olan dış borç stokunun olumsuz gelişmelerden en az etkilenmesini sağlayacak aktif politikalar izlenmesini ifade etmektedir. Bu tarz bir yönetim, tıpkı bireysel firmalar veya çok uluslu şirketler gibi borç stoklarının dışsal risklerden korunması ve maliyet azaltıcı önlemler alınması tarzındaki varlık-yükümlülük yönetimi ilkelerinin ön plana çıkarılmasının hedef alındığı bir yönetimdir. Burada özellikle mevcut dış borç stokunun faiz ve kur risklerine karşı, risklerin minimize edilmesini içeren risk yönetim tekniklerinin dış borç yönetimine uygulanması hedef alınmaktadır.

GOÜ'lerde 1980'li yılların ortalarından itibaren ticari finansmanların giderek ağırlık kazanması ve önemli boyutlara ulaşması bu durumu giderek zorunlu hale getirirken, daha önceki sayfalarda detaylı olarak gösterildiği üzere bu tür bilinçli çabaların hemen hemen hiç bir GOÜ'de olmaması konunun önemini arttırmaktadır. 1990'lı yıllarla birlikte ön plana çıkmaya başlayan bu tür bir yönetim anlayışı, önceki yönetim uygulamalarını reddeden veya ikame eden bir yapıda olmayıp, var olan yapıda dönüşümlere gidilmesi ve yeni bir birimin ilavesi veya var olan bir birimin fonksiyonlarının genişletilmesi ile yasal ve kuramsal yapılarda dönüşümlere gidilerek elde edilebilir ve tamamlayıcı bir karakterdedir. 1990'lı yıllarda ön plana geçen bu yaklaşım IMF ve Dünya Bankası grubu tarafından öncelikle orta gelirli GOÜ'lere tavsiye edilmeye başlanmış olup, bazı GOÜ'lerde bu tür arayışlar yoğunlaşmaya başlamıştır (Cassard ve Landau. 1997a, s.14).

1.1. Mali Riskler ve Ortaya Çıkışları

GOÜ'lerde dış borç yönetiminin yeniden yorumlanmasına yönelik bu yeni yaklaşımın ardında, 1970'li yıllara dek uluslararası finansal piyasalarda faiz oranları, döviz kurları, tarımsal ve metalurjik ürün fiyatlarında yaşanan nispi istikrarlı dönemin, 1970'li yıllardan

itibaren giderek istikrarsız bir yapı haline gelmesi ve bunun da dış borç stoklarında beklenilmedik olumsuz değişikliklere neden olmasıdır.

1970’li yılların başlarında, Bretton Woods Para Sisteminin yıkılması ve 1976 yılında getirilen Jamaika konferansı düzenlemeleri ile esnek kurlar sistemine formel olarak geçiş yapılması yeni dönemin temel araçları olmuştur (Parasız, 1992, s.524). Esnek döviz kurları sistemine geçilmesinde uluslararası para sisteminde pratikte yaşanan gelişmelerin yanında teorik bazda özellikle Monetarist okul mensubu iktisatçılardan geniş ölçüde teşvikler gelmiştir.

Söz konusu iktisatçılara göre, esnek kurlar sabit kur sisteminde yaşanan dalgalanmaları hızla azaltacak ve bir istikrarlı yapının oluşmasında önemli vazifeler görecektir. Bu durum esnek kurlardan beklenen dört temel nitelik sayesinde sağlanacaktı. Bunlar (Plihon, 1995, s.88); esnek kurların ödemeler dengesini kendiliğinden dengeye getirici niteliği, spekülasyon girişimleri azaltıcı niteliği, ekonomi politikalarını daha özerk bir hale getirici etkisi ve Merkez Bankalarının döviz piyasalarına müdahale etme ihtiyacını asgariye indirecek nitelikleriydi.

Bununla beraber esnek kurların cari olduğu yeni dönemde hemen hemen beklenenlerin tam tersi olmuştur denilebilir. Döviz kurlarında beklenen istikrarın yerine hem dalgalanmalar artmış, hem de bunlar irrasyonel ve spekülasyon bir yapı göstermeye başlamıştır (Leslie, 1993, s.121). Nitekim 1970 ve 1980’li yılların gerçekleri, esnek kurları savunan teorisyenleri hemen tamamen yalanlamıştır. Pek çok çalışmada da gösterildiği üzere döviz kurları arasındaki pariteler kendi denge düzeylerinden kalıcı biçimde uzaklaşmışlar ve ödemeler dengesi açıkları da yeni rakamlara imza atmışlardır (Plihon, 1995, s.121)). Döviz kurları arasındaki paritelerin kendi denge düzeylerinden kalıcı biçimde sapmasına ilişkin örnekler çoktur.

Örneğin, 1975 yılında bir dolar almak için 297 yen gerekirken bu değer günümüzde Satın Alma Gücü Paritesinin tamamen ötesinde ve 110 yen civarındadır. Uzun dönemlere ilişkin bu tür örneklerin çokluğu bir yana, kısa dönem pariteler arası dalgalanmanın genişliği çok daha dikkate değerdir. IMF tarafından aylık verilerle yapılan bir araştırma esnek döviz kurlarının cari olduğu 1973-82 döneminde, yedi gelişmiş ülkenin döviz kurlarındaki kısa dönem hareketliliğinin, 1963-72 dönemine kıyasla yaklaşık beş kat daha fazla olduğunu gösterirken (IMF, 1984 a), yine IMF tarafından günlük verilerle yapılan bir diğer araştırma ise

beş gelişmiş ülkenin 1973-83 dönemindeki döviz kuru hareketliliğinden kısa dönemlerde çok ciddi ve aşırı sapmalarla karşı karşıya olduğunu göstermiştir (IMF, 1984b, s.5).

Hiç kuşkusuz bu yüksek hareketlilik seviyesi günümüzde de varlığını korumakta ve uluslararası para ve sermaye piyasalarında riskleri artırıcı roller üstlenmeye devam etmektedir. Esnek döviz kuru sisteminin ve genel olarak finansal piyasalarda liberalizasyon girişimlerinin etkisi sadece döviz kurları ile sınırlı kalmamıştır. Esnek kurlar ve liberalizasyon süreçleri faiz oranlarının dalgalanırılılığı üzerinde de ciddi etkiler yapmış ve böylece uluslararası kredilendirme süreçlerinde faiz oranları faiz hadleri paritesi teorisi gereğince çok ciddi dalgalanmalar göstermeye başlamıştır. Doğal olarak bu durum uluslararası kredilendirme süreçlerinde giderek dalgalı faiz oranlarının yaygınlaşmasıyla beraber söz konusu olabilecek mali risklerin de hızla tırmanmasına neden olmuş olup, bu durum günümüzde de artarak varlığını korumaya devam etmektedir (Kırım, 1992, s.3).

1.2.Faiz Oranı Riskleri

Gerek döviz kurları arasındaki pariteler gerekse, uluslararası faiz oranlarındaki hızlı ve çoğu kez önceden beklenilmedik derecede etkili olan hızlı değişkenlikler (volatile), özellikle GOÜ'ler dış borç yönetiminde başlı başına yeni sorunlar doğmasına yol açmıştır. Uluslararası faiz oranlarındaki değişmelerin GOÜ'ler dış borç stokları üzerindeki yıkıcı etkilerine en çarpıcı örnek olarak 1970'li yılların sonları ve 1980'li yıllarda yaşananlar gösterilebilir. 1978-82 arası dönemde ikiye katlanan faiz oranları, değişken faizli borçlanma enstrümanları kullanan GOÜ'leri son derece olumsuz etkilemiştir. Bu dönemde petrol ihracatçısı olmayan GOÜ'lerin değişken faizli borç stoklarının toplama oranı yaklaşık olarak %45'e gelirken, bu oran Arjantin için %70, Brezilya için %71 ve Meksika ve Karayibler içinse %78'di.

Dolayısıyla bu ekonomilerde net dış borçlar bir yılda %17.8 oranında artarken, net faiz ödemelerinin yıllık ortalama artış oranı %39.3'e çıktı (Askari, 1991, s.20). Borç servisi yapmak giderek zorlaşırken, tüketimi dengede tutmak için çok daha fazla finansman gerekli hale geldi. Tablo 30, bu duruma işaret etmektedir.

Tablo 30: 1978-83 Döneminde Artan Faizlerin GOÜ'ler Net Faiz Ödemeleri Üzerine Etkisi

	1979	1980	1981	1982	1983
Net Dış Borç Artış Oranı (%)	17	18	24	12	11
Net Dış Borç Faiz Ödemeleri Artış Oranı (%)	39	46	33	39	-10

Kaynak: Hossein Askari, 1991, s.20

Faiz oranlarındaki dalgalanmaların boyutları her dönem bu kadar yüksek olmamakla beraber, GOÜ'ler tarafından yapılan ticari borçlanmaların hızla artması ve bunların da çok önemli bir bölümünün giderek değişken faizli ve ticari bir yapı içinde olması (ve GOÜ'ler dış borç stoklarına etkisi) bu tür risklerin giderek daha fazla yönetilme ihtiyacı içinde olduğuna işaret etmektedir.

Uluslararası borçlanmalardaki faiz oranı riskinin yönetilme ihtiyacı günümüz itibariyle artma eğilimi göstermeye devam etmektedir. 1980'li yıllarda GOÜ'lerin toplam borçları içinde değişken faizli borçlanma enstrümanlarının yüzde payları Brady Planı çerçevesinde bir miktar azaltılabilmektedir. Tüm GOÜ'ler için bu oran 1980 itibariyle %59 iken 1990 yılında %49'a kadar gerileme göstermiştir. Latin Amerika ülkeleri içinse, bu oran aynı dönemde %78'den %65'e kadar inme göstermiştir. Bununla birlikte söz konusu oran bazı ülkelerde de artış göstermiştir. Örneğin, Endonezya'da bu oran 1983-93 arası dönemde %15 artma göstermiştir (Claessens, 1994, s.135).

1990'lı yılların ikinci yarısı ise bu anlamda yeniden önemli artışlara sahne olmuştur. GOÜ'lere yönelik ticari sermaye akımlarının çok hızlı arttığı bu dönemde uluslararası borçlanmalar içerisinde değişken faiz oranlı borçların boyutları, hem miktar hem de oran olarak çok ciddi artışlara sahne olmuştur. Dolayısıyla, GOÜ'lerin uluslararası faiz oranlarına karşı hassasiyetleri de bu çerçevede giderek artmaya devam etmektedir. Nitekim 1990 yılı itibariyle yapılan bir araştırmanın bulgularına göre bu risk oldukça yüksek olup, uluslararası faiz oranlarındaki %1'lik bir artışın GOÜ'ler toplam borç servislerine getireceği ilave yük 6 milyar dolar civarındadır ve bu rakam aynı yıl GOÜ'lere yönelik toplam kaynak akışlarının da %10'na denk gelmektedir (Claessens, 1993,s.7).

Kuşkusuz bu değerler ve riskler günümüzde daha ciddi boyutlarda olup, uluslararası finansmanın ticarileştirilmesine paralel olarak hızlı bir artış göstermeye devam etmektedir. Bu açıdan Güney Doğu Asya ülkeleri dış borç krizinde uluslararası kurumlar ve gelişmiş ülkelerin ortak çabalar içine girerek faiz oranlarında artışları engelleme ve hatta azaltmaya çalışmaları çok önemli olmuş ve krizin boyutlarının daha fazla büyümemesinde son derece etkili olmuştur. Kuşkusuz aksi bir durum global finansal krizin etkilerini ürkütücü boyutlara rahatlıkla taşıyabilecek bir potansiyel taşımaktadır.

1.3.Döviz Kuru Riskleri

Benzer bir durum döviz kurları arasındaki paritelerde yaşanan istikrarsızlık nedeni ile söz konusudur. Söz konusu bu riski önceki bölümde de değinilen bir örnekle gösterebiliriz. 1970'li yıllarda doların diğer güçlü para birimleri karşısındaki hızlı değer kayıpları, dolar dışındaki söz konusu para birimleri ile önemli miktarda borçlanmaya giden ülkelerin zararlı çıkmalarına neden olmuştur. Bu ülkelerdeki döviz gelirlerinin ve borçlanmalarının çoğu ABD doları cinsindendi. Bu sebeple 100 milyon mark, borcu olan bir ülke 1965'de bunu 25 milyon dolarla ödeyebilirken, 1979'da 55 milyon dolarla ancak ödeyebilir duruma gelmişti. Kısaca, Mark cinsinden dış borcu olan ülkelerin dolar itibarıyla dış borçları 2.2 kat ağırlaşmış oluyordu (Korkmaz, 1986, s.136).

Daha sonraki dönemlerde de bu tür bir kur riski varlığını sürdürmüş ve GOÜ'lerin dış borç stoklarının seviyesini tehdit eden en önemli risklerden bir tanesi haline gelmiştir. Dolayısıyla, aralarında Türkiye'nin de bulunduğu bir çok GOÜ çapraz kur riski nedeniyle dış borçlarının önemli oranlarda artabildiğine defalarca tanık olmuş; bu durum söz konusu riskin yönetilmesinin önemini her geçen gün artırır hale getirmiştir. Tablo 31, GOÜ'lerin 1970-95 arası dönemde orta ve uzun vadeli dış borçların döviz kompozisyonu verirken, Tablo 32, 1989-95 arası dönemde GOÜ'lerin karşılaştıkları kur riskleri ile ilgili bazı bilgileri özetlemektedir.

Tablo 31: GOÜ'ler Orta ve Uzun Vadeli Dış Borçlarının Döviz Kompozisyonu (1970-1995) (% Olarak)

	1970	1980	1989	1990	1991	1992	1993	1994	1995
Alman Markı	8.6	6.4	7.3	8.6	8.9	8.5	7.6	7.3	7.3
Fransız Frangı	5.3	5.3	4.8	5.4	5.5	5.1	4.4	4.4	4.5
Japon Yeni	2.2	5.8	9.8	9.9	10.7	10.9	11.4	12.1	11.6
İngiliz Sterlini	11.6	3.3	2.2	2.2	2.2	1.7	1.6	1.5	1.4
İsviçre Frangı	1.1	1.5	1.7	1.8	1.6	1.3	1.2	0.9	1.0
ABD Doları	45.6	47.2	43.5	40.3	38.9	40.1	43.4	43.5	44.3
Çoklu Kurlar	12.1	10.3	13.2	14.3	14.4	14.8	14.1	14.2	14.2
Özel Çekme Hakları	0	0	0.2	0.2	0.3	0.2	0.2	0.3	0.3
Diğerleri	13.5	8.1	9.0	9.3	9.2	8.8	8.2	7.9	7.8

Kaynak: Global Development Finance 1997, vol:2, s.16.

Tablo 32'den de izleneceği üzere GOÜ'lerin dış borç stokları söz konusu risk nedeniyle 1989 yılında 12.896 milyar dolar azalmış, 1990 yılında 51.521 milyar dolar artmış, 1991 yılında 6.373 milyar dolar artmış, 1992 yılında ise 23.354 milyar dolar azalma göstermiştir. 1993, 1994 ve 1995 yıllarında ise sırasıyla 1.711, 57.748 ve 11.558 milyar dolar artma gösterirken, 1989-95 dönemi, net etki 92.665 milyar dolar artış olarak gerçekleşmiştir. 1981-87 dönemi net etkinin 68.400 milyar dolar artış olmasına karşılık (Balkind ve Diğ.,

1990, s.59), 1989-95 dönemindeki bu önemli artış dikkate değerdir. Kuşkusuz bu değerler kabul edilebilir seviyelerin çok üstünde olup, kur risklerinin yönetilmesi gereğini açığa vurmaktadır.

Tablo 32: 1989-1995 Döneminde GOÜ'ler Dış Borç Stoklarında Çapraz döviz Kurlarındaki Değişmelerin Meydana Getirdiği Artış, Azalış ve Net Etkiler (Milyon Dolar)

Bölgeler	1989	1990	1991	1992	1993	1994	1995	1989-95 Dönemi Net Etki
Doğu Asya ve Pasifik	-6.927	8.440	4.980	-2.196	8.675	15.857	-1.106	27.723
Avrupa ve Merkez Asya	-711	13.473	-486	-7.280	-5.916	10.995	6.374	16.449
L.Amerika ve Karayibler	-3.217	11.297	819	-5.987	-155	9.802	2.940	15.499
Orta Doğu ve K.Afrika	-451	6.125	338	-3.251	-766	6.485	2.593	11.073
Güney Doğu Asya	1.032	2.551	1.290	586	2.122	7.980	-3.620	9.877
Sahra Altı Afrika	-557	9.636	-568	-5.227	-2.248	6.630	4.378	12.044
Tüm GOÜ'ler	-12.896	51.521	6.373	-23.354	1.711	57.748	11.558	92.665

Kaynak: Global Development Finance 1997, vol:2, s.14-42'den tarafımızca derlenmiştir.

1.4.Tarımsal ve Metalurjik Ürün Fiyatları Riskleri

Faiz ve döviz kuru risklerinin yanısıra GOÜ'leri tehdit eden bir diğer risk türü ise bu ülkelerin ihraç ettikleri ve çoğu kez toplam döviz gelirleri içinde çok önemli paylara sahip olan tarımsal ve metalurjik ürün fiyatlarının dalgalanmasıdır. Tıpkı faiz ve döviz kurlarında olduğu gibi bu tür ürünlerin de fiyatları 1970'li yıllardan günümüze artan bir fiyat dalgalanırılığı sorunu ile karşı karşıya olup, GOÜ'lerin dış borç servislerinin yerine getirilebilmesinde belirleyici olabilmektedir. Petrol ihraç eden ülkelerin petrol fiyatlarına, Şili'nin bakır ve petrol fiyatlarına, Zambiya'nın pamuk fiyatlarına, Kolombiya'nın kahve fiyatlarına, G.Afrika Cumhuriyetinin kıymetli madenler fiyatlarına bağımlılıkları bu çerçevededir.

Bir çok GOÜ'nin döviz gelirlerinin sınırlı malların ihracatına ve bunların uluslararası fiyatlarına bağımlılığı, söz konusu ekonomilerin gerek dış borç yönetimi gerekse, ekonomik politikaların yönetiminde çok ciddi açmazlara neden olacak kapasitededir (Powell, 1993; Glen, 1994). Papua Yeni Gine'nin toplam döviz gelirleri içinde sadece altın, bakır ve kahvenin 1992 yılı itibariyle %72 paya sahip olması, Nijerya'da petrol gelirlerinin toplam döviz gelirleri içinde %90 paya sahip olması, Sahra Altı Afrika ülkelerinde toplam döviz gelirleri içinde beş temel ürünün (kahve, kakao, pamuk, bakır ve ham yağ) %74.1 paya sahip olması bu açıdan riskin büyüklüğü hakkında bilgi vericidir (Coleman, 1991; Qian, 1993).

1984-88 dönemi itibariyle 89 GOÜ için petrol dışı birincil ürünler ihracatının toplam döviz gelirleri içindeki yeri %51'ine ve GSYİH'larının %23'üne karşılık gelmekteydi. Petrol

dahil edildiğinde ise bu değer %28'e kadar çıkmaktaydı (Claessens, 1993, s.8). Otuzbeş Afrika ülkesinde on temel ürünün toplam döviz gelirleri içindeki payının %80'i aştığı 8, %60'ı aştığı 19 ve %40'ı aştığı 25 ülke bulunmaktadır. Bu ülkeler arasında en çok döviz getiren tek bir ürünün payının %50'yi aştığı ülke sayısı 12, %30'u aştığı ülke sayısı ise 35 tanedir. Söz konusu bu yüksek dereceli bağımlılık düzeyi 1990'lı yıllarda da varlığını korumaya devam etmektedir. Üstelik bu tür ürünlerin fiyatlarının yüksek seviyeli dalgalanırılığı da 1980'li yıllardan bu yana artarak devam etmektedir (Qian, 1993, s.333).

Sözkonusu ekonomilerin tarımsal ve metalurjik ürün fiyatlarıyla karşılaştıkları risklere ilave olarak döviz kuru ve faiz oranları riskleri de bu ekonomilerin dış borç yönetimlerinin karşılaştıkları temel zorluklar arasındadır. Bu risklerden biri veya bir kaç bir arada gerçekleştiğinde GOÜ'lerin dış borç servis kapasiteleri hızla daralmakta, yeni kredi arayışları başarısızlığa uğramakta ve yeniden yapılanma çabaları zorunlu hale gelmektedir (Thompson, 1989, s.18).

Döviz kurlarındaki dalgalanmalar ile tarımsal ve metalurjik ürün fiyatlarındaki değişimlerin birleşik etkileri, bir çok GOÜ'nün dış borçlarının yapısını ve seviyesini, borç servisi kapasitelerine nispetle önemli oranlarda değiştirmiştir. Borç servisi/ihracat rasyosunun 1981 yılında %8.2'den, 1987 yılında %27.8'e kadar çıktığı Endonezya bu açıdan iyi bir örnek teşkil etmektedir. Çünkü, söz konusu orandaki artışın %65'ten fazlası doların 1985'ten sonraki düşüşleri ile petrol ve diğer birincil mal fiyatlarında 1986'dan sonra yaşanan düşüşlerden kaynaklanmıştır.

Aynı durum bir bütün olarak GOÜ'lerin tamamında da geçerlidir. Kaba bir hesaplamanın verdiği sonuçlara göre; eğer birincil mal fiyatları ve döviz kurları arası pariteler 1982 değerinde kalabilselerdi bu ülkelerin borç servisi/ihracat rasyoları 1980'lerin sonunda yaklaşık olarak %17 olacaktı, ancak bu rasyo değinilen riskler sebebiyle %24 olarak gerçekleşmiştir (Claessens, 1989, s.3).

Yukarıda aktarılan bilgiler GOÜ'ler dış borç yönetimleri açısından olumsuzluklara neden olabilecek dışsal risklerin büyüklüklerine işaret etmektedir. Dolayısıyla, GOÜ'ler açısından bakıldığında dış borç yönetimlerinde var olan zayıf ekonomik-kurumsal yapılar ilave olarak dışsal risklerin büyüklüğü ve bunların yönetilebilmesi ihtiyacının günümüz itibariyle her zamankinden daha fazla önem kazanmak durumunda olduğu rahatlıkla ifade

edilebilir. Kuşkusuz bu durum ilgili otoriteleri dış borç yönetiminin farklı bir boyutuna, dışsal risklerin yönetimi boyutuna sevk etmektedir. Bu ise dışsal risklerin yönetimi anlamında kullanılabilecek dış borç yönetim tekniklerinin inceleme ve analizini zorunlu kılmaktadır. Söz konusu risklerin yönetiminde kullanılabilecek biri geleneksel dış borç yönetim teknikleri diğeri ise modern dış borç yönetim teknikleri olmak üzere ilgili literatürde iki yapı söz konusu olup, bunlar aşağıda çeşitli ülke örnekleri çerçevesinde incelenmektedir.

2.Geleneksel Dış Borç Yönetim Teknikleri

Etkin bir dış borç yönetimi borç servislerinin gelir seviyesini düşürmeden yapılabilmesini sağlayarak, ülke ekonomisi için daha yüksek bir gelir seviyesini hedeflerken, yükümlülüklerin yönetiminde faiz ve kur risklerinin dış borç seviyesini olumsuz etkilememesini sağlamaya çalışır (Pehlivan, 1994, s.47). Yakın dönemlere kadar GOÜ'lerin bu ve benzeri riskleri yönetebilmede kullanabilecekleri araçlar, sınırlı ve etkinliği az olan enstrümanlardı. Geleneksel dış borç yönetim teknikleri olarak bilinen bu uygulamalar genellikle yetersiz görülmüş hatta bazı olumsuzluklara da sebep olmuştur. Bu konuda izlenen politikaların temel hedefi ülke döviz gelir ve giderlerinin paralelleştirilmesi şeklindedir (Ayas, 1993, s.10; Poyraz, 1995, s.38).

Kuşkusuz bu hedefi elde edebilmek oldukça güçtür ve GOÜ'ler anlamında çoğu zaman olanaksızdır. Çoğunlukla bu hedefi elde edebilmek için kullanılan yöntem ülke döviz gelirleri cinsinden dış borçlanmanın elde edilmeye çalışılması olmuştur (Küçük, 1990, s.11). Bununla beraber GOÜ'ler bu anlamda ciddi sorunlara sahiptir ve istedikleri döviz cinsinden borçlanabilme kabiliyetleri de çoğunlukla sınırlıdır. Aynı durum çoğu GOÜ'nin döviz gelirlerinin çeşitlendirilebilmesinde de görülmektedir. Nitekim, bu durum, uzun zaman alıcı ve zor bir süreci gerektirir.

Öte yandan bazı GOÜ'lerin ise dışsal şokların ekonomi üzerindeki etkilerini hafifletmek için dışa kapalı politikalar uygulama eğilimleri de sözkonusu olmaktadır. Ayrıca Resmi çok yanlı ve ikili anlaşmalarda dışsal şokları azaltmada kullanılan yöntemlerdir. Uluslararası şeker, kahve ve diğer bazı ürünlerin fiyatlarını istikrarlandırıcı anlaşmalar bu türdendir. Uluslararası Para Fonu'nun dengeleyici (compensatory) ve telafi edici (securing contingency) finansman kolaylıkları uygulaması ise dış piyasalardaki fiyat düşüşlerinden

dolayı ihracat geliri azalan ekonomilere kredi imkanları sağlayarak bu tür riskleri azaltmaya çalışmaktadır (Ayaş, 1993, s.10).

Bunlara ilave olarak, yeni borçlanmalara gitmek, rezervlerin miktarını yüksek tutmak ve kompozisyonu çeşitlendirmeye çalışmak, cari işlemler fazlası verecek politikalar gütmek, ihracat gelirlerini arttırmak ve kompozisyonunu çeşitlendirici uygulamalara gitmek sayılabilir (Classens, 1993, s.21). Diğer ve yaygın bir uygulama ise GOÜ'ler dış borçlarının ikili ve çok yanlı bağış unsuru yüksek, vade ve geri ödemesiz dönemi uzun borçlanmalar dışındaki kredi türlerinden uzak durmaya çalışmaları ve bu çerçevede yasal ve kurumsal kısıtlamalara başvurmalarıdır denilebilir.

Yukarıda değinilen ve geleneksel teknikler olarak ifade edilen enstrümanlar genellikle bir çok içsel sorunları taşıyan ve elde edilebilirliği zor ve sınırlı olan uygulamalardır. Ayrıca bu tür tekniklerin dışsal riskleri yönetebilmede etkinlikleri de tartışmalı olup, çoğu zaman (mal anlaşmaları örneğinde olduğu gibi) kolayca işlevsiz kalabilmektedir. Yine IMF ve Avrupa Birliği'nin dengeleyici finansman uygulamaları geçmişte risk yönetiminin ayrılmaz bir parçası olmakla beraber, bu tür fonların varlığı sınırlı ve belirsizdi. Gerektiği zamanlarda ise bu tür fonlara ulaşabilmek düşük bir olasılık dahilindeydi (Bkz., Claessens, 1993).

Öte yandan, bu tür tekniklerin riskleri uluslararası piyasalara yansıtılma yeteneklerinin sınırlılığı da söz konusudur. Bu sınırlılık özellikle uluslararası faiz oranları risklerinde kendisini göstermekte olup, bu anlamda ciddi bir enstrümandan bahsedilememektedir. Uluslararası borçlanmalardaki mali riskler içerisinde en önemli risklerin döviz kurları arasında dalgalanmalardan kaynaklanıyor olması, ayrıca bu riskin tüm GOÜ'ler için çok önemli boyutlara ulaşması dikkatlerin bu alanda yoğunlaşmasına neden olmuştur. Daha önce de değinildiği üzere bu riskin GOÜ'ler dış borç stoklarına getirdiği ek maliyet 1981-87 arası dönemde yaklaşık olarak 68 milyar dolar, 1989-1995 arası dönemde ise yaklaşık olarak 92 milyar dolardır.

Söz konusu bu nominal maliyetler borç servis dönemlerinde dış borçların döviz kompozisyonunun ülkelerin döviz gelirleri kompozisyonu ile paralel olamaması durumlarında reel hale gelmekte ve GOÜ'lerde ciddi dış borç servis problemlerine neden olabilmektedir. Bu riskler sadece devlet borç yönetiminin değil tüm ekonomik birimlerin de karşılaştıkları ya da karşılaşılabilecekleri bir risk türüdür. Nitekim, özel sektörün bu alandaki sorunları giderek

yaygın bir problem haline gelmekte, gerek gelişmiş gerekse GOÜ'ler özel firmalarının bu anlamda ciddi çabalar içine girmesini de zorunlu hale getirmektedir.

Bu duruma bir örnek verebiliriz. Bunun için bir İngiliz firmasının bir Japon bankasından cari değeri 1 milyar yen olan 2 yıl vadeli, yen cinsinden dört eşit taksitte ödenecek bir kredi aldığını düşünelim. Örneğin basit olabilmesi için kredi anlaşmasının faizsiz olduğunu, tüm diğer değişkenlerin sabit olduğunu ve İngiliz firmasının tüm diğer gelirlerinin de pound cinsinden olduğu genel bir durumun varlığını kabul edelim.

Paund/Yen cari spot kuru 192 yen ise, firmanın birinci altı ayın sonunda Japon bankasına ödeyeceği miktar $250.000.000/192 = 1.302.083$ pound olacaktır. Yani İngiliz firmasının kasasından çıkması gereken miktar 1.303.083 pound'dır. Bununla birlikte uluslararası piyasalarda Japon yeni pound karşısında değer kazanırsa ve örneğin birinci altı ayın sonunda pound/yen kuru 170 yen, ikinci altı ayın sonunda 160 yen, üçüncü altı ayın sonunda 150 yen ve dördüncü altı ayın sonunda 140 yen olursa İngiliz firmasının yen cinsinden borcunu ödemek için kasasından çıkan değerler sırasıyla 1.470.588 pound, 1.562.500 pound, 1.666.666 pound ve 1.785.714 pound olacaktır. Bu değerler kredi anlaşmasının yapıldığı dönem itibariyle cari spot kur üzerinden beklenen ödemelerden $(1.470.588+1.562.500+1.666.666+1.785.714) - (1.302.083 \times 4) = 1.277.136$ pound daha fazla olmak durumundadır. Bu örnek faiz kuru riskinin dahi olmadığı bir durumda karşılaşılabilecek riskin büyüklüğü göstermesi açısından kayda değer olup, her iki risk bir arada gerçekleşmiş olsaydı ortaya çıkacak sorunlar hiç kuşkusuz çok daha fazla ürkütücü olabilecekti (Daha fazla bilgi için Bkz., Eales, 1995; Cangöz, 1997).

Nominal bir riskin reel hale gelebilmesine ilişkin olarak yukarıda verdiğimiz örnek abartılı bir senaryo üzerine kuruludur. Bununla beraber bu tür riskler farklı boyutlarda da olsa GOÜ'ler ve ekonomik birimlerini tehdit edebilmekte ve zaman zaman da iflas veya moratoryumlara varan sonuçlara dahi neden olabilmektedir.

Bu tür bir riske gerçek hayattan iki örnek verebiliriz. İngiliz Laker havayolu şirketi 1970'lerin sonlarında hemen hemen tüm firmaların isteyebileceği bir sorunla karşılaşmış ve mevcut uçuşlarına karşılayabileceklerinden çok daha fazla talep gelmiştir. Firma bu talebi karşılamak için beş yeni yolcu uçağı satın almıştır. Aldığı uçakların borcu dolar cinsinden iken, tüm gelirleri İngiliz poundu cinsinden olduğu için, 1981 yılında doların ani artışı ile

borçlarını karşılamak için daha fazla pound ödemek zorunda kalmış ve bilançosunda taşıdığı döviz riski belki tek neden olmasa da fiyat değişimlerinden büyük darbe yiyerek kısa bir süre sonra iflasını açıklamıştır (Taşkın, 1997).

Benzer bir örnek 1997 yılında Avrupa'nın en büyük on tur operatörü firmasından birisi olan TURSEM'in başına gelmiştir. Oldukça karlı bir sektörde ve ciddi bir Pazar payına sahip olan firma, gelirlerini ürününü pazarladığı Avrupa Birliği para birimlerinden elde ederken, giderlerini ise özellikle havayolu taşımacılığı sebebiyle dolar cinsinden yapmaktaydı. Son yıllarda artan talebe bağlı olarak iş hacmi sürekli yükselen firma, 1997 yılında doların diğer para birimlerine karşı hızlı değer kazanması nedeniyle yükümlülüklerini yerine getirebilmek için daha fazla Avrupa para birimleri kullanmak zorunda kalmış ve söz konusu kur riskinin getirdiği ilave yükleri karşılayamayınca kısa bir sürede iflas etmek zorunda kalmıştır. Rekabet nedeniyle küçük kar marjları eşliğinde yılda yaklaşık yarım milyon turiste hizmet veren bir firma böylece kapanmak zorunda kalmıştır (Doğru, 1997). Söz konusu bu iflas ülkemizle 100 binin üzerinde turistini mağdur kalmasına neden olarak uzun süre kamuoyunu meşgul etmişti.

Hiç kuşkusuz devlet borç yönetimi firma borç yönetimleri ile kıyaslandığında çok daha sofistike ve çok daha yüksek boyutlardadır. Ayrıca, örgütsel yapı ve kurumsal esneklikler özel firmalar ile kıyaslandığında oldukça farklıdır. Bununla beraber yukarıda verilen firma örnekleri, devlet dış borç yönetimi açısından geleneksel dış borç risklerinin yönetiminde çok önemli bir ilkeyi ön plana çıkartmaktadır. Bu ilke, ülke döviz gelirleri ile giderlerinin/yükümlülüklerinin döviz cinslerinin paralelleştirilmesinin zorunluluğudur.

Başta, Dünya Bankası grubu olmak üzere çeşitli kurumlar ve araştırmacılar GOÜ'lere böyle bir perspektif çerçevesinde 1990'lı yılların başlarında dış borçlarını söz konusu mali risklerden koruyabilmeleri amacıyla önerilerde bulunmaya başlamışlardır. Bu önerilerin temelinde GOÜ'lerin finansal türev enstrümanları kullanabilmede önemli engel ve açmazları olduğu ile döviz gelirlerinin yükümlülükler çerçevesinde paralelleştirilmesinin neredeyse imkansızlığı yönündeki düşünceler söz konusudur. Kuşkusuz bir ekonominin döviz gelirlerinin çeşitlendirilebilmesi zaman alıcı ve zorlu bir süreçtir ve çoğu GOÜ açısından ulaşılabilirliği oldukça zor bir durumdur. Kur risklerinden korunabilmede önerilen yöntemlerden bazıları da dış borçların ya da dış ticaretin ulusal para cinsinden yapılması ve döviz tercih hakları uygulamalarıdır. Ancak, bu ve benzeri düşünceler GOÜ'lerin genel yapıları itibariyle uygulama imkanına sahip değildir (Camgöz, 1994, s.62).

GOÜ'lere mali risklerin yönetimi alanında yapılan temel tavsiyenin dış borçların optimal döviz kompozisyonunu elde etmeye yönelik uygulamalar olduğu görülmektedir. Yani, söz konusu kısıtlar altında GOÜ'ler açısından en etkin koruma aracının toplam dış borç yükümlülüklerinin kur değişikliklerine karşı riske maruz kalma derecesini (exposure'nu) minimize etmek olduğu savunulmaktadır. Buna göre çapraz kurlardaki değişiklikler dış ticarete konu mal ve hizmet fiyatlarını yakından etkilemektedir. Çapraz kur ve fiyatlardaki değişimler GOÜ'lerin ödemeler dengesi hesaplarını etkileyerek gelir ve refah seviyelerinde dalgalanmalara yol açmaktadır. Bu kapsamda en anlamlı koruma yöntemi ithal ve ihraç edilen mal ve hizmet kompozisyonunun fiyatlar, döviz kurları, faiz hadleri ile ilişkisini açıklayarak döviz girişlerinin kompozisyonunu buna göre ayarlamaktır.

Ancak bu oldukça zor ve uzun vadeli bir süreçtir. Dolayısıyla, döviz kurları ile mal fiyatlarının birbiriyle yakın ilişkili olduğu çerçevesinde, yükümlülüklerin döviz kompozisyonunu değiştirmeye çalışmak daha anlamlıdır. En iyi dış yükümlülük politikası, ülkeye giren nakit akımlarının döviz kompozisyonunu bire bir karşılayacak şekilde dış yükümlülüklerin kompozisyonunu oluşturmaktır. Böylece kur değişikliklerinden kaynaklanan sermaye kazançları veya kayıpları elimine edilebilecektir. Bir ülkenin mevcut ve gelecekteki dış borç yükümlülüklerinin optimum döviz kompozisyonu hakkında çeşitli görüşler vardır. Buna göre, bir ülkenin dış borç kompozisyonu, dış ticaret hadleri ve ihracat gelirlerinin döviz kompozisyonu ile ilişkilendirilmektedir.

Bu yaklaşım bir ülkenin dış ticaret akımlarında ağırlıklı olan para birimi üzerinden borçlanmasını önerir. Basitleştirici bir örneğe göre, bir ülke eğer sadece bir mal ihraç ediyorsa ve bu ihracattan gelirleri sadece bir para birimi üzerinden, bu para birimi cinsinden borçlanmak, o ülke için en az riskli olanı olacaktır. Pratikte ise döviz gelirlerinin kompozisyonu çerçevesinde kur riskini minimize edecek bir dış borç strateji kurmak oldukça zor görülmektedir (Pehlivan, 1994, s.55).

Belirtilen zorluklara rağmen, gerek uluslararası kuruluşlar gerekse araştırmacılar dış borçlar için bir optimal döviz kuru kompozisyonu elde etme çabalarının ihmal edilemeyecek kadar önemli olduğu vurgulamasını yaparak, bu alanda çaba gösterilmesini savunmuşlardır. Kuşkusuz, bu tür bir çaba çeşitli yöntemlerle yapılabilir bir karakterdedir. Bu tür bir araştırmada amaç dış borçların döviz kompozisyonunun bir risk yönetim strateji ve tekniği çerçevesinde optimal çözümlerine ulaşmak olarak görülmektedir.

Dış borçların döviz kompozisyonunun gerek seçimi gerekse, değiştirilebilmesi çabalarında bazı dışsal kısıtlar söz konusudur. Dış yükümlülüklerin döviz yapısının seçimi konusunda çeşitli kurallar önerilmekle birlikte bunlardan en kabul göreni, dış borçların/dış yükümlülüklerin döviz kompozisyonunun ülkenin dış ticaret yapısına bağlı olarak (özellikle döviz gelirlerinin yapısına) belirlenmesidir. Bu kompozisyonun belirlenmesi olayı, bir politika çalışması olarak yapılabilir ve bir yandan dış yükümlülüklerin diğer yandan dış döviz gelirlerinin döviz kompozisyonuna bakılıp inceleme ve analiz sonucunda genel bir birlikteliği sağlayacak bir optimal yapıdan da bahsedilebilir (Kroner ve Claessens, 1991, s.132).

Herhangi bir GOÜ için dış yükümlülüklerin döviz kompozisyonu X, Y, Z döviz cinslerinden oluşuyorken, ülkenin toplam döviz gelirleri döviz kompozisyonu X, Y, N döviz cinslerinden oluşuyorsa, yapılması gereken şey Z cinsinden dış borçlanmayı azaltıp N cinsinden olanları arttırmak gibi bir politika olmalıdır. Kuşkusuz bu tür bir genel ve el yordamı ile denilebilecek yaklaşım faydalıdır ve risk yönetimi açısından katkılar sağlayabilecek potansiyeldedir. Ancak, GOÜ'lerin dış borçlarının gerek miktar, gerekse vade boyutları ve borç servislerinin zaman uyum süreçleri bu tür analizlerin çok daha komplike olmasını gerektirmektedir.

Bu yüzden öncülüğünü Dünya Bankası'nın yaptığı çeşitli analitik zaman serisi portföy modelleri oluşturularak modeller üretilmiş ve bunlar 1980'li yılların sonlarından itibaren aralarında Türkiye'nin de bulunduğu GOÜ'lere önerilmeye başlanılmıştır. Bu tür analitik modellemelerde temel amaç, bir ülkenin döviz kurları ve tarımsal-metalurjik ürünler fiyat dalgalanmalarına karşı ülkenin refah seviyesini, riskleri azaltarak koruyabilecek optimal bir dış borç döviz kompozisyonunun nasıl hesaplanabileceğinin gösterilebilmesidir. İlgili literatür bu anlamda oldukça zengin olup, aralarında Türkiye'nin de bulunduğu bir çok ülke uygulaması mevcuttur. Bu tür çalışmalara örnek olarak; Claessens (1988, 1992), Kroner (1989, 1991), Thompson (1989), Qian (1991) ve Powell (1991) gösterilebilir.

3.Modern Dış Borç Yönetim Teknikleri

Modern dış borç yönetimi teknikleri konusunda GOÜ'lerin en azından bir bölümünün (yüksek-orta gelirli GOÜ'ler) 1990'lı yılların başlarından bu tarafa yeni arayışlar içinde oldukları bilinmektedir. Bu arayış, 1970 ve 1980'li yıllardan bu yana gelişmiş ülkeler ve bu ülkelerdeki firmalar tarafından giderek daha çok kullanılmaya başlanan mali risk yönetim

tekniklerinin GOÜ'ler dış borç yönetimlerine adaptasyonu arayışıdır. 1970'li yıllardan itibaren, başta çokuluslu şirketler olmak üzere hemen hemen tüm gelişmiş ülke kuruluşları ve kamu yönetimlerinin hazine bölümlerinin en önemli işlevlerinden birisi mali risklere karşı modern yönetim tekniklerinin geliştirilmesi ve kullanılması olmuştur (Kırım, 1992, s.2 ; özel sektör kuruluşlarının bu alandaki çabaları için bkz., Cangöz, 1997).

GOÜ'lerin dış borç yönetimi anlamındaki bu tür arayışları sadece kendilerinin çabalarının bir sonucu olmayıp daha çok IMF-World Bank grubunun destekleri ve teknik yardımları çerçevesinde ön plana çıkmıştır. IMF-World Bank grubu 1990'lı yılların ortalarından itibaren yüksek-orta gelirli GOÜ'leri hedef kitlesi kapsamında tutarak bu ülkelerde dış borçların yönetiminde modern risk yönetim tekniklerinin kullanılmasını önermeye başlamış ve bu yöndeki önerileriyle gelişmeleri 1997 yılından itibaren yıllık raporları, Working Paper'leri ve International Capital Markets isimli yayınlarında teşvik edici olarak göstermeye başlamışlardır (IMF, 1997,1998).

Modern dış borç yönetim teknikleri diye kastedilen şey modern risk yönetim tekniklerinin dış borç yönetimlerine uygulanmasıdır. Aktif-pasif yönetimi, varlık-yükümlülük yönetimi veya borç-alacak yönetimi (Asset-Liability Management) olarak literatürde adlandırılan bu yaklaşımların özü, söz konusu tekniklerin GOÜ'ler dış borç yönetimleri sürecinde aktif olarak kullanılabilmesi ve bu yöndeki çabalar bütünü olarak karşımıza çıkmaktadır. Varlık-yükümlülük yönetimi, kavram olarak daha önce detaylı olarak teşhir edilen finansal ve diğer türden fiyat dalgalanmalarının neden olduğu ekonominin riske maruz kalma derecelerini kontrol etmeye yönelik faaliyetler bütünüdür ifade eder (Masuoka, 1993, s.93). Diğer bir tanımla, bir ülkenin veya projenin varlık veya yükümlülük yapısında piyasalardaki dalgalanmalar sonucu, gelecekteki nakit akım yapısında oluşabilecek zıt yönlü değişimleri minimize etmektir (Ayaş, 1993, s.11).

Kırım (1992)'ye göre ise, varlık-yükümlülük yönetimi; her hangi bir ekonomik birimin, mali risklerini asgariye indirmek ve aynı zamanda saptanan hedeflere ulaşmak amacıyla gerekli miktarda varlık ve yükümlülük tutmayı içeren bir risk yönetim tekniğidir. Bu tekniğin esasını bilanço aktifleri ile pasiflerinin optimal bir bileşimini meydana getirmek oluşturmaktadır. Bir başka deyişle bu yönetimin esasını (a) aktif ve pasiflerin nakit akış yapılarını eşleştirebilecek bir portföy yapısı oluşturmak ve (b) bunun sağlanamadığı

durumlarda aktiflerle pasiflerin arasındaki değer farkını faizler ve diğer fiyat dalgalanmalarına karşı duyarsız hale getirecek portföy yapısını seçmektir.

Varlık-yükümlülük yönetimi ve bunlara ilişkin enstrümanların kullanımlarındaki amacın gelecekteki nakit akışlarının değişkenliğinin kontrol altında tutulabilmesi olduğu görülmektedir. Amaç dışsal risklerin yönetimidir. Risk yönetimi de gelecekteki planların zıt yönlü gelişmelere karşı sigorta edilebilmesinin yoludur. Bu çerçevede risklerin belirlenmesi, bunların gelecekle ilgili nakit akışları ve uzun vadeli planları etkileyebilme güçleri ile bunlara karşı nasıl en iyi sigorta edici yöntemlerin kullanılabileceği düşünülmektedir. Bir ülke ekonomisi açısından bakıldığında varlık-yükümlülük yönetimi politikasının, ülkenin söz konusu yükümlülük yapılarını riskleri en aza indirgeyecek şekilde yönetebilmesi ve aynı zamanda riskten kaçınan politikalar izlemesi olduğu görülmektedir. Varlık-yükümlülük yönetiminde izlenebilecek prosedürler şu şekildedir (Masuoka, 1993, s.95);

- Performans değerlemesine esas olmak üzere bir amaç fonksiyonunun belirlenmesi,
- Amaç fonksiyonuna ilişkin olarak riske maruz kalma derecesinin veya duyarlılık seviyesinin belirlenmesi ve bunların ölçümünün yapılması,
- Riske maruz kalma derecesine ilişkin kabul edilebilir bir seviyeye karar verilmesi,
- Riskten korunma yöntemlerinin seçimi ve bunların işletilmesinin yönetimi.

Burada dikkatlerden kaçmaması gereken bir nokta ise, varlık-yükümlülük yönetiminin amaç fonksiyonunun istenilmeyen şokların yanı sıra, istenilir türden şokların da etkilerini düzleştirici/stabilize edici bir özelliğe sahip olmasıdır. Yani söz konusu yönetim, bir takım potansiyel olumlu değişmelerden vazgeçmek karşılığında bazı potansiyel olumsuz değişmelerden korunmayı sağlamaktadır. Bu nedenle, yöntemin bir alternatif maliyeti olduğu da açıktır. Çünkü, ilgili tekniklerin kullanılması ile fiyatlarda bir kilitlenme sağlanarak olumlu fırsatların kaçmasına da müsaade edilmektedir. Borç-alacak yönetiminde amaç, belirginliği sağlamak olduğu için uzun dönemde doğrudan; daha düşük maliyetler, getirilerde artışlar beklenmesi söz konusu değildir. Bunun yerine belirginliğin sağlanmasıyla daha iyi ekonomik yönetim, planlama, bütçelemeye yardımcı olmak ve bu çerçevede ülkenin kredi değerliliğinin artırılması beklenmelidir (Claessens, 1993, s.15).

Dolayısıyla, bu tekniklerin kullanımı daha düşük borç servisleri, yüksek faiz gelirleri, yüksek ihracat gelirleri veya düşük ithal fiyatları anlamına gelmemektedir. Bunlar ancak

dolaylı sonuçlar olarak karşımıza çıkabilir. Ancak, asıl olan, olumsuz değişmelere karşı yükümlülüklerin etkilenmesinin en aza indirgenebilmesi ve ekonomide gelecek dönemlere ilişkin belirginliğin sağlanabilmesidir (Claessens, 1993, s.2).

Borç-alacak yönetimi ve buna ilişkin süreçlerin GOÜ'lerde tanınması yeni olmakla beraber bu tür tekniklerin GOÜ'ler için gelişmiş ülkelere kıyasla bir miktar daha cazip olduğu söylenilebilir. Çünkü, çoğu GOÜ gelişmiş ülkelere kıyasla daha az çeşitlendirilmiş bir ekonomik yapıya sahiptir ve bu sebeple zıt yönlü dışsal şokların etkileri gelişmiş ülkelerle kıyaslandığında GOÜ'lerde çok daha yıkıcı olumsuz etkilere neden olabilmektedir. Ayrıca, GOÜ'ler beşeri sermaye birikimi alanındaki zorlukları nedeniyle uluslararası fiyat dalgalanmalarından spekülasyonlarla kazançlı çıkamamakta, bu gerçekleşse dahi genellikle önemsiz boyutlarda olmaktadır. Bu sebeple negatif dışsal şoklardan korunma çabaları aslında GOÜ'ler için gelişmiş ülkelere kıyasla çok daha önemlidir denilebilir (Claessens, 1993, s.10). Ayaş (1993) ise, GOÜ'ler için bu tür tekniklerin önemini benzer bir şekilde üç ana görüşle ifade etmektedir. Bunlar;

- 1.GOÜ'lerde dış borç dağılımı genel olarak optimum dağılımdan uzaktır. Bu nedenle olumsuz bir dış gelişme bu ülkeleri daha çok zarara uğratmaktadır.
- 2.Piyasalardaki gelişmelere göre bu ülkelerin spekülasyon yapması ve yüksek karlar elde etmesi, idari ve bürokratik özelliği ve yeterli yetişmiş kadrosunun olmaması nedeniyle güç olmaktadır. Dolayısıyla, korunma spekülasyondan daha önceliklidir.
- 3.Çoğunlukla bu ülkeler hammadde ithalatçısı veya ihracatçısı olduğundan (Türkiye'de ham petrol gibi) mal fiyatlarında oluşabilecek olumsuz etkileri azaltabilmek için bu tekniklere ihtiyaç vardır.

Borç-alacak yönetimi ve buna ilişkin süreçlerin gelişmiş ülkelere kıyasla GOÜ'lere açtıkları ufku daha geniş olduğu kesindir. Bu tür bir yönetim anlayışının GOÜ'lerde yaygınlık kazanabilmesi ve etkin kullanımı zorluklarla da doludur. Bu konuda ileriki sayfalarda detaylı olarak durulacaktır.

GOÜ'ler dış borç yönetim süreçlerinde çeşitli dışsal riskleri yönetmek üzere önerilen modern dış borç yönetim teknikleri, varlık-yükümlülük yönetimi tekniklerini kullanmakta olup, bu teknikler piyasa tabanlı enstrümanlar olarak ifade edilmektedir. Bu enstrümanların temel özelliği risklerin çok önemli kaynaklar kullanmaksızın kontrol altında tutulabilmesini

sağlaması, fiyat tahminlerine gereksinimi azaltması ve riskleri GOÜ'lerden gelişmiş ülkeler ve uluslararası piyasalara kaydırılabilmektedir.

Risklerden korunmayı sağlayan bu enstrümanlara "Hedging" teknikleri denilmektedir. Bu boyutuyla hedging varlık-yükümlülük yönetiminin bir alternatifi olmaktan ziyade, bu yönetim sürecinde kullanılan teknikler olarak karşımıza çıkmaktadır. Kırım (1992)'a göre, varlık-yükümlülük yönetimi aslında risk yönetiminde hedging'in bir alternatifidir. Bu anlamda varlık-yükümlülük yönetimi, aktiflerle pasiflerin nakit akışları yapılarının eşleştirilmesine yönelik bir portföy yapısı oluşturmak olarak görülmektedir. Bununla beraber modern dış borç yönetim teknikleri çerçevesinde hedging'in varlık-yükümlülük yönetiminin bir enstrümanı olarak görülmesi daha yaygındır (Bkz. Masuoka, 1993 ve Claessens, 1993).

Hedging, kavram olarak korunma anlamına gelir. Risk yönetimi çerçevesinde karşımıza çıkan bu kavram, konumuz bağlamında dış borçların mali risklerden korunmasını sağlayabilecek teknikler ve süreçler topluluğu olup, dış yükümlülüklerin yönetiminde nasıl kullanılabileceğimizi bize göstermektedir. Kırım (1992)'a göre, hedging bir spot aktifte (ya da pasifte) alınması düşünülen bir pozisyonun yerine geçici olarak ikame edilen pozisyona, ya da mevcut bir spot aktif (ya da pasif) pozisyonun fiyat riskini gidermek amacıyla bu pozisyonun kapatılacağı ana dek alınan ters pozisyona verilen genel isimdir. Kurumlar hedge etme olayını tamamen, kısmen veya hiç yapmamak gibi seçeneklere sahiptir.

Hiç hedge etmeme (riskten korunmama) iki nedenden dolayı olabilir. Birincisi, riski azaltıcı yöntemlerin varlığından habersizlik ve bilgi eksiklikleridir. İkincisi ise, fiyatlar, faizler veya çapraz kurların gelecekte olumlu değişiklikler göstereceğine ya da mevcut yapısını koruyacağına olan güvendir. Aslında bu durum bir spekülasyon olup, hedging teriminin karşısı olarak karşımıza çıkar ve fiyatlardaki, faizlerdeki veya çapraz kurlardaki olumlu değişme beklentileri üzerine pozisyon alma fiilini ifade etmektedir.

Hedging, varlık-yükümlülük yönetimi veya modern dış borç yönetimi teknikleri olarak ifade ettiğimiz tüm bu yaklaşımlarda, en yaygın olarak kullanılan enstrümanlar forwards, futures, options ve swap'lardır. Bu enstrümanlara genel olarak türev ürünler (derivatives) adı verilmektedir. Bunun nedeni ise bu tür enstrümanların bir başka spot enstrümandan türetilmiş olmalarıdır. Örneğin, bir döviz futures kontratı, belirli bir vadede söz konusu dövizleri anlaşılmalı olan kur üzerinden teslim etmeyi garanti eder bir kontrattır. Burada spot ürün

“döviz” olup, futures kontratı ise bu dövizin teslimat “vaadi”dir (Kırım, 1992, s.10). Bu enstrümanlara türev ürünler denilmesine ilişkin bir diğer açıklama ise şöyledir; “ABD’de son yıllarda geliştirilen finansal araçlar için daha önce mevcut finansal araçlardan türetildiği için değil, piyasanın gereksinimlerinden türetildikleri için türevsel finansal araçlar ifadesi kullanılır” (Doğukanlı, 1994, s.3). Bununla beraber ilk ifade daha yaygın bir açıklama olarak görülür (Bu konuda detay için bkz., Kozanoğlu, 1993, 1994).

Yukarıda şimdilik sadece isim olarak belirttiğimiz hedge enstrümanlarının kullanımı öncelikle ekonominin karşı karşıya kaldığı ve kalabileceği risklerin boyutlarına bağlı olmaktadır. Dolayısıyla öncelikle bu konuya ilişkin bilgilerin elde edilmesi zorunluluğu bulunmaktadır. Bir ülkenin riske maruz kalabilme derecesinin (exposure) tespit edilebilmesinde iki temel ölçü kullanılabilmektedir.

Bunlardan ilki, tarihsel veri setleri, ikincisi ise projeksiyon veya simülasyonlardır. İlk yaklaşım net nakit akışları ile risk faktörleri arasında yararlı ilişkiler kurmayı amaçlar. Bu genellikle çoklu regresyon, diğer ekonometrik analizler veya tarihsel veri setleri vasıtasıyla olur. Eğer bu analiz ekonometrik olarak yapılırsa, her faktörün risk derecesi nakit akışlarının değişkenliğine göreceli olarak (yani regresyon katsayısı) nakit akışları ile risk faktörü arasındaki kovaryans tarafından ölçülmektedir.

Bu durumda asıl olarak riske maruz kalma derecesi, finansal fiyatlardaki her birim değişiklik için nakit akışlarındaki değişiklik demektir. Bununla beraber bu yaklaşım ülke ekonomik yapısındaki gelecekteki değişiklikleri hesaba katmamaktadır. İkinci yaklaşım olan simülasyon veya projeksiyonlar ilk yaklaşımı genişletmeye yönelik olup, ülke ekonomik yapısındaki gelecekteki değişiklikleri de sistematik olarak analize dahil etmektedirler. Burada gelecekteki fiyat hareketleri hakkında çeşitli varsayımlar üzerine kurulu nakit akışı ve ülke ekonomik yapısındaki değişiklik projeksiyonları yapılmaktadır. Risk faktörlerinin fiyatlarındaki değişikliklere göre net nakit akışlarının değişkenliğinin istatistiksel tahminleri riske maruz kalma derecesini teşhir edecektir. Bu yaklaşım genel olarak tercih edilir olmakla beraber analizlerin kalitesi büyük ölçüde gelecekle ilgili varsayımların gerçekleşmesine bağlıdır. Pratikte iki yaklaşımda kullanılmakta ve sonuçlar mukayeseli olarak kontrol edilmektedir (Masuoka, 1993, s.97; Claessens, 1993, s.18).

Bu tür analizlerin çoğu durumlarda bütünlük bir yapı içinde hesaplanması gerekmektedir. Yani, risk yönetim analizleri bütünlük bir yapı içinde olma ihtiyacı içindedir. Bir çok riskin dışsal olarak var olduğu ve çoğu zaman bunların içsel ilişkili olduğu düşünülürse bunları birbirlerinden ayırmanın zorluğu görülecektir. Örneğin, bir ülkenin değişken faizli dış borçları bir faiz oranı riski taşımakta iken, bu ülkenin dış borç servis kapasitesi de (geniş anlamda ihracat fiyatlarına bağlıdır) bir ürün fiyat riski taşımaktadır. Bu sebeple faiz oranları ve ihracat fiyatları riskleri bütünlük bir yapıda analiz edilme ihtiyacı içerisinde bulunmaktadır (Claessens, 1993, s.19).

Kuşkusuz bütünlük (entegre) analizler döviz riskleri için de geçerlidir. Çoğu GOÜ için dış borç döviz kompozisyonu, dolar dışı dış borçların nispi büyüklüğü sebebiyle dengesiz bir görünüme sahiptir. Gerçekte, çoğu GOÜ'nin döviz girişleri mal ihracatındandır ve genellikle dolar cinsinden veya kısa vadede dolar ilişkili bir ağırlık taşırlar. İthalat için nakit çıkışları ise fazla farklılık taşırlar. Net ticaretin (ihracat-ithalat) döviz kompozisyonu büyük ölçüde borcun döviz kompozisyonundan farklılık gösteriyorsa, bu durumda ilgili ülke bir dengesizliğe sahiptir ve döviz kuru riski önemli boyutlara ulaşabilir. Bu açıdan GOÜ'lerin riske maruz kalma derecelerinin entegre yaklaşımlar çerçevesinde stratejik olarak belirlenebilmesi modern dış borç yönetim tekniklerinin kullanılma ihtiyaçlarını da belirleyici olacaktır. Dolayısıyla bu süreçler hedge edilecek büyüklüğün tespiti, gerekli enstrümanların belirlenmesi, bunların etkililiği ve seçim yapılması ile hedge işlemlerinin maliyetleri bu süreçte belirlenmek zorundadır.

Hedging'in bir anlamı da risk transferi olduğuna göre bu riskleri yönetmek için riski üstlenmeye hazır birilerinin olması gerekir. Çoğu halde bunlar spekülörlerdir ve bu işlemler için bir maliyet ödenmesini isterler. Dolayısıyla bu enstrümanların kullanımı bedava olmayıp zaman zaman ciddi boyutlara ulaşabilen maliyetleri de kapsamak durumundadır (Kırım, 1992,.S.10).

Modern dış borç yönetim tekniklerinin risklerin yönetilmesinde piyasa tabanlı enstrümanlar (hedging enstrümanları) kullandığına ve bunlara genel olarak türev finansal ürünler denildiğine daha önce değinilmişti. Risk kelimesi finans biliminde kesin olmayan olaylar için kullanılmaktadır (Eğer bir olayın gerçekleşmesi kesin ise o zaman bu olay bir risk değildir. Çünkü böyle bir durumda ne olacağı zaten bellidir).

Dolayısıyla gerek bu risklerle iç içe yaşamakta olan bireysel firmalar, gerekse devlet dış borç yönetimleri bu konuda bilinmeyenleri kapsayan ve ihtiyatlı olmayı gerektiren bir olgu ile karşı karşıya olup, kendi üzerlerindeki riskleri uluslararası piyasalara aktarma yolunu seçme imkanına sahiptirler (Neftçi, 1996). Çok hızlı bir gelişme ve çeşitlenme gösteren bu tekniklerden en önemlileri ve temel özellikleri Tablo 33'te özet olarak gösterilmektedir.

Tablo 33: Modern Dış Borç Yönetim Teknikleri Çerçevesinde Kullanılan Hedging Enstrümanları ve Temel Özellikleri

ENSTRÜMANLAR	TANIMLARI	AVANTAJ VE SINIRLARI
I. Finansal Enstrümanlar		
Forward	-Belirli bir aktifin gelecekteki bir tarihte Önceden belirlenen bir fiyattan satın alınması veya satılması konusundan yapılan bir anlaşmadır. -Tipik kullanım amacı, gelecekteki bir fiyatı bugünden zıt yönlü gelişmelere karşı kilitlemektir. -İşlemler modern iletişim araçları ve genellikle brokerlar aracılığıyla yapılmaktadır.	-Başlangıçta nakit transferleri gerekmemekte, transfer sadece vade sonunda yapılmaktadır. -Kredi riski içermektedir. -Spesifik Hedging ihtiyaçları için hazır anlaşmalar mevcuttur. -Genellikle bir yıla kadar olan kısa vadeli anlaşmalar yapılmaktadır.
Futures	-Belirli bir aktifin gelecekteki bir tarihte Önceden belirlenen bir fiyattan satın alınması veya satılması konusundan yapılan bir anlaşmadır -İşlemler uluslararası piyasalarda geçerli olan dövizler ve takas odası sistemleri aracılığı ile yapılır. -Anlaşma şartları (miktar, cins, teslim, vb.) genellikle standarttır. -Günlük nakit akışlarını gerektiren karlar ve zararlar günlük olarak tespit edilir. -Marjinin başlangıçta yatırılması gereklidir. -Tipik kullanım amacı, gelecekteki bir fiyatı bugünden zıt yönlü gelişmelere karşı kilitlemektir.	-Başlangıç olarak marjin (teminat) için bir nakit transferi gereklidir -Günlük nakit transferi gereklidir. -Kredi riski minimumdur. -Hazır kontratlar bulunmamaktadır. -Genellikle bir yıla kadar olan kısa vadeli anlaşmalar yapılmaktadır. -Bazı türdeki kontratlar için Futures piyasaları forward piyasa- lardan daha aktiftir. -Başlangıçtaki bir pozisyon çabuk ve kolayca tersine çevrilebilir veya kapatılabilir.
Opsiyon	-Belirli bir aktifi önceden belirlenmiş bir fiyatla, Belli bir tarihte (veya o tarihten önce) alma veya satma hakkıdır. -İşlemler modern iletişim araçları ve genellikle brokerlar aracılığıyla yapılır. -Genel kullanım amacı, fiyatlar için bir taban veya tavan belirlenmesidir. -Genellikle bir yıla kadar olan kısa vadeli anlaşmalar yapılmaktadır	-Bir opsiyon anlaşmasının satın alıcısı, zararlar için bir maksimum sınır (limit) koyabilirken, olumlu fiyat değişimleri avantajını sağlayabilecek fırsatları açık tutabilmektedir. -Opsiyon alıcısı, başlangıçta opsiyon maliyetini yansıtan bir prim ödemesi yapmak zorundadır. -Opsiyon alıcısı, opsiyon satıcısının kredi riski ile karşı karşıyadır (opsiyon alıcısı hak sahibi iken, satıcısı yükümlülük sahibidir). -Spesifik hedging ihtiyaçları için hazır anlaşmalar mevcuttur.
Swap	-Belirli sabit aralıklarla spesifik nakit akışlarının Değiştirilmesine yönelik bir anlaşmadır. -Bir dizi forward anlaşması bir program dahilinde sıralanmaktadır. -İşlemler modern iletişim araçları ile brokerlar aracılığıyla yapılmaktadır. -Tipik kullanım amacı, gelecekteki fiyatların uzun bir zaman periyodu içinde kilitlenmesidir.	-Başlangıçta, bir nakit transferine gerek yoktur -Kredi riski içermektedir. -Spesifik hedging ihtiyaçları için hazır anlaşmalar mevcuttur. -Anlaşmalar bir yıldan on yıla kadar uzayan orta ve uzun vadeli dönemler için yapılmaktadır.

II. Tarımsal veya Metalurjik Ürünlerle İlgili Enstrümanlar

Tarımsal veya Metalurjik Ürünlerle İlişkili Swaplar

- Belirli bir tarımsal veya metalurjik ürün üzerine yapılan swap kontratıdır. Takas sırasında değişken miktardaki nakit için önceden saptanmış bir miktar nakitin belli sürelerde ödenmesi (veya tersi)'ni içeren bir anlaşmadır.
- Sabit miktardaki tarımsal veya metalurjik ürün alınması için gereken, değişen miktardaki nakit piyasa tarafından belirlenir.
- Anlaşmalar uluslararası bankalardan sağlanır.
- Bir tarımsal veya metalurjik ürünün fiyatının orta ve uzun vadede sabitlenmesi için yapılır

- Fiziksel maların teslimi içerilmez. İşlemler diğer swap anlaşmalarında olduğu gibi, tamamiyle finansaldır.
- Piyasalar pek fazla aktif değildir.

Tarımsal veya Metalurjik Ürünlerle İlişkili Krediler

- Borç servisi miktarlarının belirli bir tarımsal veya metalurjik ürünün piyasa fiyatıyla ilişkilendirildiği bir kredi türüdür.
- Bu tür krediler geleneksel sabit oranlı kredilerle tarımsal veya metalurjik ürünlerle ilişkili swap anlaşmalarının bir birleşimi olarak kabul edilebilir.
- Bu tür krediler uluslararası bankalardan temin edilir.

- Krediler tarımsal veya metalurjik ürün fiyatlarıyla ilişkili olarak düşünülebilir.
- Kredi, ürünlerin üreticisi tarafından kullanılıyorsa, risk geleneksel kredilerden daha düşüktür. Bir üretici, söz konusu ürünlerin fiyatları önemli ölçüde düşse dahi krediyi geri ödeyebilir.

Tarımsal veya Metalurjik Ürün ilişkili Tahviller

- (forward tipi) Anapara veya kuponları veya her ikisi birden belirli bir tarımsal veya metalurjik ürünün piyasa değeri ile ilişkilendirilmiş tahvillerdir.
- (opsiyon tipi) Belirli bir tarımsal veya metalurjik ürünü önceden belirlenmiş bir fiyattan satın alma veya satma hakkını da içeren tahvillerdir.
- Bu tahviller uluslararası bankalar tarafından underwrite edilebilirler

- (forward tipi) Tarımsal veya metalurjik ürünlerle ilişkili kredilerle aynı özelliklere sahiptirler.
- (opsiyon tipi) Bu tip, genellikle üreticiler için finansman maliyetini azaltma konusunda daha elverişlidir.
- Bu tür tahviller, asıl olarak altın ve petrol için ihraç edilmişlerdir. Gümüş, bakır ve nikel içinde olabilmektedir.

Kaynak: Masuoka, 1993, s.99; Claessens, 1993, s.28 ve Cangöz, 1994, s.75'ten yararlanılarak düzenlenmiştir.

Tablo 33'ün I. Bölümünde gösterilen finansal enstrümanların kullanımı, II. Bölümde gösterilenlere kıyasla daha esnek yapılara sahip olup, kullanım imkanları çok daha geniştir. Tarımsal ve metalurjik ürünlerle ilişkili enstrümanlar ise daha çok döviz gelirleri sınırlı ve az sayıda ürün üzerine konsantre olabilmiş GOÜ'lerde uygulanma imkanına sahiptir.

Tablo 34: Seçilmiş Bazı Türevsel Finansal Enstrümanlar (Futures ve Opsiyonlar) İçin Piyasa İşlem Hacimleri (İtibari Değer Olarak Stoklar) (Milyar Dolar)

Enstrümanlar	1986	1988	1990	1992	1994	1996
Faiz Oranı Futures'ları	370.0	895.4	1,454.5	2,913.0	5,777.6	5,931.1
Kısa vadeli	274.3	721.7	1,271.1	2,663.7	5,422.3	5,532.7
Eurodolar	229.5	588.8	662.6	1,389.6	2,468.6	2,141.8
Euroyen	0.0	0.0	243.5	431.8	1,467.4	1,445.6
Euromark	0.0	0.0	47.7	229.2	425.7	526.2
PIBOR	0.0	15.7	23.3	132.5	184.6	209.6
Uzun vadeli	95.7	173.7	183.4	249.3	355.3	398.5
ABD hazine tahvilleri	23.0	39.9	23.0	31.3	36.1	45.7
Fransa hazine tahvilleri	2.1	7.0	7.0	21.0	12.7	12.9
Japonya hazine tahvilleri	63.5	106.7	112.9	106.1	164.3	145.6
Alman hazine tahvilleri	0.0	1.4	13.7	27.8	41.7	58.4
Faiz Oranı Opsiyonları	146.5	279.2	599.5	1,385.4	2,623.6	3,277.8
Döviz Futures'ları	10.2	12.1	17.0	26.5	40.1	50.3
Döviz Opsiyonları	39.2	48.0	56.5	71.1	55.6	46.5
Sermaye Piy. Endeksi Futures'ları	14.5	27.1	69.1	79.8	127.3	198.6
Sermaye Piy. Endeksi Opsiyon'ları	37.8	42.9	93.7	158.6	238.3	380.2
Toplam	618.3	1,304.8	2,290.4	4,634.4	8,862.5	9,884.6
Kuzey Amerika	518.1	951.7	1,268.5	2,694.7	4,819.5	4,839.7
Avrupa	13.1	177.7	461.2	1,114.3	1,831.7	2,831.7
Asya-Pasifik	87.0	175.4	560.5	823.5	2,171.8	2,154.0
Diğerleri	0.0	0.0	0.2	1.8	39.5	59.3

Kaynak: Bank for International Settlements'tan aktaran, Landau ve Diğ.; International Capital Markets: Developments, Prospects and Key Policy Issues, IMF, November 1997, s.17.

Not: Yukarıdaki tablo özet olup, tamamı orijinal metinden izlenilebilir.

Tablo 35: Seçilmiş Bazı Türevsel Finansal Enstrümanlar (Swaplar ve Faiz Oranı Opsiyonları) İçin Piyasa İşlem Hacimleri (İtibari Değer Olarak Stoklar) (Milyar Dolar)

Enstrümanlar	1987	1989	1991	1993	1995	1996(*)
Faiz Oranı Swapları						
Tüm Taraflar	682.9	1,502.6	3,065.1	6,177.3	12,810.7	15,584.2
Interbank (ISDA Üyesi)	206.6	547.1	1,342.3	2,967.9	7,100.6	-
Diğer	476.2	955.5	1,722.8	3,209.4	5,710.1	-
Son Kullanıcılar	476.2	955.5	1,722.8	3,209.4	5,710.1	-
Finansal Kurumlar	300.0	579.2	985.7	1,715.7	3,435.0	-
Hükümetler	47.6	76.2	165.5	327.1	500.9	-
Kuruluşlar	128.6	295.2	571.7	1,166.6	1,774.2	-
Belirsiz	0.0	4.9	0.0	0.0	0.0	-
Döviz Swapları						
Tüm Taraflar	365.6	898.2	1,614.3	1,799.2	2,394.8	2,589.4
Interbank (ISDA Üyesi)	71.0	230.1	449.8	437.0	619.9	-
Diğer	294.6	668.1	1,164.6	1,362.2	1,774.9	-
Son Kullanıcılar	147.3	334.1	582.3	681.1	887.5	-
Finansal Kurumlar	61.9	141.7	246.7	221.9	378.5	-
Hükümetler	33.9	65.6	96.9	135.8	190.2	-
Kuruluşlar	51.6	116.5	238.7	323.4	318.7	-
Belirsiz	0.0	10.3	0.0	0.0	0.0	-
Faiz Oranı Opsiyonları (**)	0.0	537.3	577.2	1,397.6	3,704.5	4,190.1
Toplam	865.6	2,489.0	4,449.5	8,474.5	17,712.6	21,068.9

Kaynak: Bank for International Settlements'tan aktaran, Landau ve Diğ.; International Capital Markets: Developments, Prospects and Key Policy Issues, IMF, November 1997, s.18.

Not: Yukarıdaki tablo özet olup, tamamı orijinal metinden izlenilebilir. (*) Haziran ayı itibariyle

(**) Tavan, taban, koridor vb.(caps, collars, floors vb.) dahildir.

Söz konusu finansal enstrümanların uluslararası piyasalarda kullanımı giderek artmakta olup, çok yüksek boyutları ile dikkat çekmektedir. 1987 yılında 1.6 trilyon dolar olan toplam sözleşme hacminin 1995 yılı itibariyle 26.9 trilyon dolara ulaşmış olması bu açıdan dikkat çekicidir (artış oranı %1581.2'ye denk gelmektedir). Dünyanın en büyük ve gelişmiş ekonomisi olan ABD ekonomisinin 1997 itibariyle GSMH'nin 7.7 trilyon dolar olduğu düşünüldüğünde söz konusu piyasalardaki gelişmelerin ulaştığı boyutlar daha rahat fark edilebilmektedir (World Dev.Report, 1998, s.191). Üstelik, türev piyasalarda sözleşmeler iki taraflı olduğu için, üstlenilen toplam risk bu rakamın iki katı olup (Kozanoğlu, 1994, s.56) 53.8 trilyon dolara denk gelmektedir ve bu rakam Türkiye'nin 1997 yılı GSMH'sı olan 199.5 milyar dolarlık değerın yaklaşık olarak 270 katıdır. Tablo 34 ve 35, bu piyasalardaki işlem hacimleri ile ilgili olarak detaylı bilgiler sunmaktadır.

Tablo 34 ve 35, hedging enstrümanların uluslararası para ve sermaye piyasalarındaki işlem hacimlerinin hızla artmasına işaret ederken, Tablo 34'ün "diğerleri" kaleminin gelişiminden de görüleceği üzere GOÜ'ler büyük ölçüde bu enstrümanların kullanımından uzak durumdadır. Söz konusu enstrümanlar içerisinde en önemlisi ise Swap işlemleridir.

3.1.Swap İşlemleri

Sözcük anlamıyla takas demek olan swap, döviz kurları ve faiz oranları risklerine karşı geliştirilen, fon kullanıcılarına farklı piyasalardaki uygun fonlara erişebilme, bu fonların uygun kullanımını sağlama, riski azaltma ve sabit faizli bir fonu değişken faizli bir fona değiştirme şansı veren bir tekniktir (Dülger ve Önal, 1992, s.51). Geçmiş daha gerilere gitmekle beraber asıl olarak 1980'li yıllardan sonra hızlı bir gelişim göstermiştir. İki taraf arasında birbirlerinin nakit akışlarını belirli bir süre için değiş-tokuş etmek amacıyla yapılan (Kırım, 1992, s.14) swap sözleşmelerinin gelişiminin hızlı olmasında; büyüyen uluslararası ticaret ve yatırım hacmiyle beraber faiz ve döviz kurlarının aşırı değişkenliği, dünya sermaye piyasalarında haberleşmenin hızlanması ve bütünleşmesiyle artan arbitraj imkanları etkili olmuştur (Özkaban, 1997, s.3).

En çok kullanılan türü faiz oranı swap'ıdır. Burada, sabit faizle borç almış bir firmanın borcunun faizlerini, değişken faizli borç (genellikle libor) temin etmiş başka bir firmanın borcu ile (ana paraları değiştirmeden) belli bir süre için değiştirilmektedir. Bu işlemin çok

gelişmesinin nedeni işleme giren iki tarafın da hem kendi gelirlerine göre borç ödeme imkanı hem de maliyeti düşürme imkanı çıkmış olmasıdır (Tulgar, 1993, s.100).

Swap piyasası katılımcıları iki kategoridedir. Bunlar son kullanıcılar (end-users) ve aracılardır (intermediaries). Son kullanıcılar risklerini azaltmak isteyenler iken, aracılar komisyon ücreti veya ticari kar elde etmek isteyen büyük kuruluşlardır. Son kullanıcılara örnek olarak bankalar, şirketler, uluslararası kuruluşlar ve devletler gösterilebilir. Aracılar, döviz ve faiz swaplarının gerçekleştirilmesi için karşılıklı ihtiyaçları tespit eder ve tarafları bir araya getirirler. Bunlar büyük ticari ve yatırım bankaları olup, garantörlük ve aracılık görevleri karşılığında ana paranın 1/16'sı ile 1/18'i arasında değişen komisyonlar alırlar (Gümüşeli, 1994, s.70).

Swapların uluslararası piyasalarda çok çeşitli türleri vardır. Fakat, swaplar yapı itibarıyla iki ana gruba ayrılır. Bunlar; faiz swapları ve döviz swaplarıdır. Diğer swap türlerinde bu iki ana grup swap'ın değişik varyasyonlarından ya da bileşimlerinden oluşur (Bkz, Savaş, 1996; Albayrak, 1990; Tuncel, 1994 ve Das, 1989).

3.1.1.Döviz Swapı (Currency Swap)

Döviz swapı, genellikle faiz ve ana para ödemelerini içeren önceden belirlenmiş kurallar ve süreler içinde iki tarafın belirli miktarlarda iki farklı para birimini değiş-tokuş etme ve belli bir vade sonunda geri alması konusunda anlaşmaya vardıkları bir mali işlemidir. İşlem üç aşamalı olup, ilk aşamada, iki taraf ana paraları anlaştıkları kur üzerinden değiştirirler. İkinci aşamada faizlerin swap süresi içinde periyodik olarak değiştirilmesi yapılır. Yani karşılıklı faiz öderler. Üçüncü aşamada ise, taraflar vade sonunda ana paraları birbirlerine iade ederler. Döviz swapında, her iki taraf swap işlemi sona erdiğinde geçerli kuru bildikleri için nihai yükümlülükler döviz riskine karşı tamamiyle korunmuş olurlar. Döviz swapları genellikle şu amaçlar çerçevesinde kullanılmaktadır (Dülger ve Önal, 1992, s.62);

-Döviz riski yönetimi; Çeşitli kurum ve kuruluşlar borç ve alacaklarından dolayı yabancı para akışı sorunu ile karşı karşıyadır. Bir para biriminin uzun dönem riskinin minimize edilebilmesi veya denkleştirilmesinin bir yolu, aynı para biriminde karşıt olarak

para akışını sağlamaktır. Döviz swapları mevcut fon akışlarını değiştirerek şirkete yardımcı olur. Ayrıca finans yöneticilerine döviz riski yönetimi konusunda büyük esneklik sağlar.

-Daha düşük maliyetli fon temini; Döviz swapı herhangi bir para biriminden sağlanan fonun istenilen para birimine dönüştürülmesini sağlar. Ayrıca borçlular bu sayede fon maliyetlerini düşürebilirler.

-Bazı ülkelerde tahvil piyasalarından borçlanmalarını arttırmak isteyenlere karşı kısıtlamalar vardır. Döviz swap'ı borçları diğer para birimlerinden arzu edilen birime kolayca çevirebilir.

-Atıl fonların kullanılır hale getirilmesini sağlayabilir; Örneğin bir ABD firmasının Fransa'daki yan kuruluşunda atıl Frank fonu bulunmakla beraber bunlar kambiyo kontrolleri nedeniyle ülke dışına çıkartılamıyor olsun. Aynı zamanda bir başka Fransız firmasının atıl dolar fonu olup, frank gereksinimi varsa taraflar döviz swapı yapabilir ve atıl fonları kullanabilir hale getirebilirler.

Döviz swapına örnek olarak bir Alman şirketi ile bir ABD şirketinin kendi yan kuruluşlarına 5 yıl vadeli, şirket içinden borç sağlamak istediklerini düşünelim. Alman şirketi ABD'li yan kuruluşu dolar bazında borç vermek istemekte, ABD şirketi de Alman yan kuruluşuna mark bazında borç vermek istemektedir.

Burada bir çok olasılık vardır. Birinci tercih, eğer ana şirketler yan kuruluş için gerekli yabancı paraya sahip iseler direkt olarak yan kuruluşlara borç verirler. Diğer bir olasılık ise, ana şirketlerin kendi yerel paralarını spot para piyasalarında, gereksinim duydukları para birimine çevirerek borç vermeleridir. Ancak bu iki olasılıkta da ana şirketler döviz kuru değişimlerinin olumsuz etkilerine, borcun geri ödeneceği zamanlarda karşılaşma riski ile karşı karşıyadırlar. İşte bu durumda her iki firma içinde, bu olumsuz etkileri azaltmanın tek yolu 5 yıllık bir swap anlaşmasına girilmesi olup (Dülger ve Önal, 1992, s.63), şirketler önce kendi aralarında ana paraları değiştirir. İkinci aşamada faizlerin periyodik değişimi yapılır ve vade bitiminde tekrar ana paralar değiştirilerek işlem tamamlanır (Swap hizmeti veren bir banka bu süreçte aracılık hizmeti vermektedir).

Döviz swapını sayısal bir örnekle gösterebiliriz. Bunun için, düzenli dolar tahvili ihraç eden bir ABD firması ve düzenli İsviçre frangı tahvili ihraç eden bir İsviçre firmasını alalım. Bu firmalara yapacakları borçlanmalar için önerilen oranlar şöyle olmaktadır;

Tablo 36: Döviz Swapı İşlemi İçin Bir Örnek Uygulama

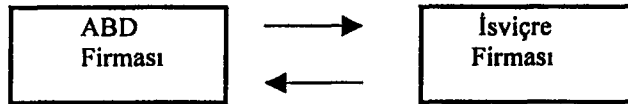
	ABD Doları	İsviçre Frangı
ABD Firması	%8	%6
İsviçre Firması	%8.5	%5.75
Fark	%0.5	%0.25

Kaynak: Salomon Brothers'dan aktaran; Özkaban, 1997, s.5.

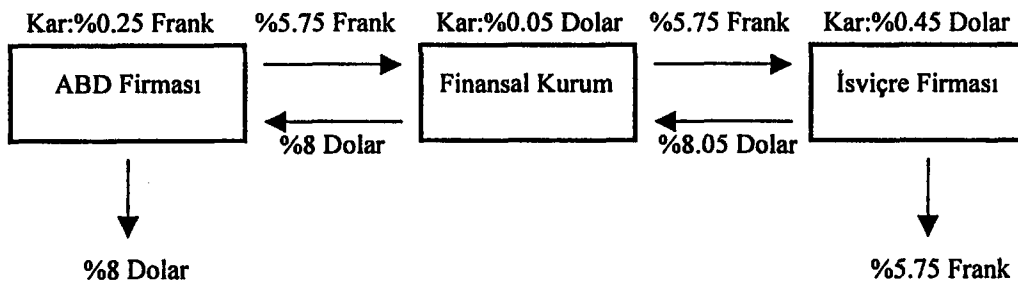
Tablo 36'dan görüleceği üzere, ABD firması dolar, İsviçre firması ise frank piyasasında diğer tarafa göre göreceli avantaja sahiptir (Müminoglu(1994), bu durumu bir rekabetçi avantaj; Kozanoğlu (1994) ise mukayeseli üstünlük olarak ifade etmektedir). Bu avantaj piyasalarda tanınmışlık, kredi kotaları, portföy çeşitlendirme gibi çeşitli unsurların bir sonucu olup sıklıkla rastlanılan bir durumdur.

ABD firması ve İsviçre firmasına iki piyasada önerilen oranların farkı eşit olmayıp, dolar piyasasında İsviçre firması ABD firmasına göre %0.5 fazla öderken, İsviçre frangı piyasasında ABD firması İsviçre firmasına göre yalnızca %0.25 fazla ödemektedir. ABD firmasının frank ve İsviçre firmasının dolar cinsinden borçlanmak istediklerini düşünelim. Buna göre, ABD firması dolar pazarındaki göreceli avantajını kullanarak dolar borçlanacak, İsviçre firması da frank pazarındaki göreceli avantajını kullanarak frank borçlanacak ve her iki taraf daha sonra nakit akışlarını takas edeceklerdir. İki taraf arası şöyle bir takas anlaşması düzenlenebilir:

Başlangıç Anapara Değişimi



Faiz Nakit Akışlarının Değişimi



Şekil 9: Döviz Swapı İşlemleri

Kaynak: Saloman Brothers'dan aktaran; Özkaban, 1997, s.6.

Böyle bir anlaşma, İsviçre frangı nakit akışlarına sahip olmak isteyen ABD firmasına yıllık %0.25, dolar nakit akışlarına sahip olmak isteyen İsviçre firmasına %0.45 kar sağlar.

Finansal kurum ise böyle bir anlaşmadan dolar bazında yıllık %0.05 kar sağlar. Üstelik her iki tarafta nakit akışlarını kur değişmelerine karşı kilitlediğinden potansiyel risklerden de (aynı zamanda potansiyel avantajlardan da) kendilerini korumuş olmaktadır. Bu işlemlerde iki taraf başlangıçta ve sonuçta ana paralarını değiştirecek ve ABD firması dolar cinsinden, İsviçre firması da frank cinsinden ana paralarını geri alacaklardır (Başlangıçtaki parite üzerinden).

Bu tür swap işlemleri, piyasalardan en ucuz fonu bulup, bunu kendi ihtiyaçları cinsinden dövizlere dönüştürmek isteyenler için son derece yararlıdır. Örneğin, Türkiye'nin net yen geliri olmaması sebebiyle yen cinsinden yükümlülükler ağır bir kur riski anlamına gelmektedir. Bu yüzden bu tür gelirlerin dolara veya marka çevrilmesi daha mantıklıdır. Bunun için bir aracı kuruluş bulunur. Bu aracı finansal kurum da bize dolar borçlanmış ancak Yen'e çevirmek isteyen bir taraf bulur. Bu, kendisi veya bir başka kurum olabilir. Ancak bu süreçte Türkiye, üçüncü taraf ile doğrudan ilişki kurmaz. Kredi riskini almayı baştan kabul eden finansal kurum ile karşılıklı sorumluluk alınır. Türkiye onların dolar yükümlülüklerini, finansal kurumda Türkiye'nin yen yükümlülüklerini öderler. Fiyat ise piyasa koşullarına göre belirlenecektir (Özkaban, 1997, s.6).

3.1.2.Faiz Swapları (Plain Vanilla Swap)

Faiz swapı, bir kurumun belirli bir para üzerinden, sabit faizle ve daha ucuza sağladığı kredinin, başka bir firmanın yine aynı para cinsinden elde edebildiği değişken faizli ve daha pahalı bir kredi ile değiş-tokuş edilmesidir. Bu tür swap işlemlerinin temelinde, bir tarafın diğerine göre daha düşük maliyetle kredi elde etmesi ve vade yapıları açısından da bir tarafın diğerinin kredisindeki vade yapısını tercih etmesi özelliği vardır (Seyidoğlu, 1997, s.307). Çeşitli türleri olmakla beraber en yaygın kullanılanı sabit faiz değişken faiz swapı'dır.

Bu tür swap, sabit faizi değişken faize, değişken faizi sabit faize dönüştürerek borç ödemelerinin yapısını ve niteliğini değiştirir. Genellikle kredi değerliliği farklı iki taraf arasında yapılmakta olup, kredi değerliliği düşük olan taraf yüksek olan tarafa bir bedel ödemektedir. Böylece kredi değerliliği yüksek olan taraf, kredi maliyetini düşürme olanağına kavuşurken düşük olan taraf da değişken faizli borcu sabit niteliğe dönüştürerek faiz riskine karşı korunmaktadır (Canbaş ve Doğukanlı, 1997, s.104).

Faiz swapını döviz swapından ayıran temel farklılık; anaparanın ne başlangıçta ne de vade sonunda değiştirilmemesidir. Burada faizler karşılıklı olarak değiştirilmekte, böylece risk miktarı sadece faiz oranlarına bağlı olmaktadır. Bu sebeple döviz swapına göre daha yaygındır. Faiz swapı, kredi aldıktan sonra kurumlara, bu kredilerin faizlerini istedikleri biçimde ödeme imkanı sağlar ve iki tarafta bu işlem sonucunda kredi maliyetlerini düşürebilir. Genellikle GOÜ'lerin kredi değerlilikleri yeterli olmadığından sabit faiz seçenekleri sınırlıdır. Öte yandan yüksek kredi değerliliğe sahip firma ve bankalar ise aktif portföylerine esneklik kazandırabilmek için değişken faizli krediyi tercih ederler. Düşük kredibiliteye sahip firmalar, değişken faizli kredi temin ederler ve bunları sonradan kredibilitesi yüksek kuruluşlarla faiz swapı yaparak istedikleri gibi sabit faizli kredi haline getirebilirler. Bu işlemler genellikle bir bankanın aracılığıyla yapılır (Gümüşeli, 1994, s.74).

Özelliği sebebiyle sadece tek bir para birimi cinsinden işlemlerin yapıldığı faiz oranı swaplarında, tarafların karşılıklı yükümlülüklerinin ana paralarının eşit olması sebebiyle ve bunun da bir anlam ifade etmemesi sebebiyle ana para değiş-tokuş işlemlerine gerek yoktur. Burada taraflardan birisi diğerine nominal bir ana para üzerinden belli bir süre için, belli bir sabit faiz oranından nakit akışlarını ödemeyi kabul eder. Diğer taraf ise, tersine aynı ana para ve aynı süre için değişken faiz oranından nakit akışlarını ödemeyi kabul eder. Tarafların bu tür bir anlaşmaya girmelerinin en önemli sebeplerinden birisi tıpkı döviz swaplarında olduğu gibi taraflardan birinin diğerine oranla göreceli avantajlarının varlığıdır.

Bazı kurumlar sabit faiz pazarında göreceli bir üstünlüğe sahipken, bazıları değişken faiz pazarında göreceli bir üstünlüğe sahiptir. Örneğin, bir banka sabit faizli Eurobond piyasasında daha iyi tanındığı için o piyasada daha avantajlı borçlanabilir. Ancak tüm gelirleri değişken faizli ise, hiç kuşkusuz aldığı kredilerinde değişken faizli olmasını arzu edecektir. Diğer yandan, bir firma kendi bankasından değişken faizli borçlanabiliyor ve ileriye yönelik ödemeleri ile gelirleri sabit karakterli ise değişken faizli borcunu sabite çevirmek arzusunda olabilir. İşte bu göreceli avantaj farklılıkları bunların faiz swapına gitmelerine neden olmaktadır (Özkaban, 1997, s.4).

Bu çerçevede bu tür bir swap işleminde göreceli faiz avantajlarından yararlanmak ön plana çıkarken aynı zamanda nakit akışlarında değişken faiz-sabit faiz dengesini kurmak veya korumakta önemli bir sebep olarak karşımıza çıkmaktadır. Örneğin, Türkiye'nin artan tahvil ihraçlarının da etkisiyle sabit faizli borçlanmalarının payı hızla artmaktadır (1996 yılında

%63.3 oranındaydı). Dolayısıyla sabit-değişken faiz oranlarına ilişkin başlangıç hedefleri ve/veya gelecekteki faiz oranlarına ilişkin bekleyişler çerçevesinde bu tür operasyonlar yapılabilir gözükmemektedir (Özkaban, 1997, s.4).

Faiz swapını bir örnekle açıklayabiliriz (Gümüseli, 1994, s.75); Kredi değerliliği (AAA) olan A firması ile (BB) olan B firmasının faiz yüklerini hafifletmek amacıyla bir banka aracılığıyla (Swap Bank) faiz swapına girdiklerini kabul edelim.

A firması daha kredibil olduğundan sabit faizli kredi piyasasından %11.5'ten kredi temin edebilir. Değişken faizli piyasadan ise libor + 0.25 ile kredi alabilir. A firması %11.5 sabit faizle 50 milyon dolar tutarında 5 yıl vadeli kredi alsın. B firması ise daha az kredibiliteye sahip olduğu için sabit faizli kredi şansı çok az olup, piyasa rayicinin oldukça üzerinde %13 sabit faiz teklif edildiğini ancak, B firmasının bunun yerine tanındığı bir piyasadan (Libor +0.5 değişken faizli) aynı vade ve miktarda kredi aldığını varsayalım.

B firması kredi maliyetini düşürmek için, aldığı kredinin Libor + 0.5 olan faizini %12 karşılığında libor fiyatına, yeni spread'siz olarak Swap işlemine sokuyor. A firması ise kredi maliyetini düşürmek için elindeki %11.5'lik kredisinin faizini libor karşılığında %11.75 ile swap işlerine sokuyor (Libor %12). Bu durumda faiz swapının fon akımı Tablo 37'deki gibi olur.

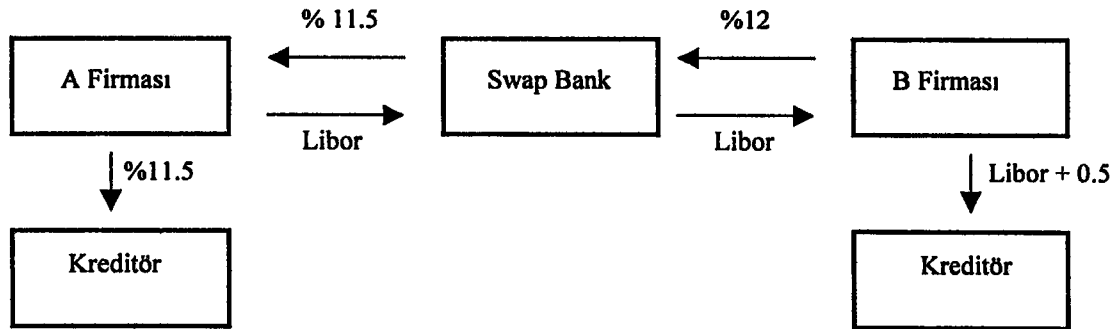
Tablo 37: Faiz Swapı ve Fon Akımları

Direkt Fon Elde Etme Maliyeti	A Şirketi	B Şirketi	Swap Bank
A Firmasının Sağladığı Sabit Faizli Fonlar	%11.5		
B Firmasının Sağladığı Değişken Faizli Fonlar		Libor + 0.5	
Swap Ödemeleri			
A Firmasının Değişken Faiz Ödemeleri	(Libor)	(Libor)	
B Firmasının Sabit Faiz Ödemeleri	%11.75	%12	0.25
Swap Sonunda Fon Maliyeti	Libor - 0.25	12.50	
Swap Yapılmasaydı Eşdeğer Borcu Direkt Temin Etme Maliyeti	Libor + 0.25	%13	
Swap İşlemi ile Sağlanan Kazanç	0.50	0.50	0.25

Kaynak: Gümüseli, Saniye; Döviz Kuru ve Faiz Oranı Risklerinden Korunma Teknikleri, TBB Yayın no:179, Ankara 1994, s.75.

Tablo 37'den görüleceği üzere her iki firmada kazançlı durumdadır (%0.50 oranında). Ayrıca Swap Bank'da aracılık işlemiyle B firmasından aldığı %12'yi A firmasına %11.75 olarak aktardığından %0.25 komisyon elde etmektedir. Bu oranların 5 yıl süreyle geçerli olduğu düşünülürse işlemin karlılığı daha iyi fark edilecektir. Bu süreçte, aracı swap bank yaptığı işlemlerden kar temin etmesi ve pozisyonları dengelediği için herhangi bir risk yüklenmemektedir (Seyidoğlu, 1997, s.310). Swap Bank'ın net getirisi %0.25 olduğuna göre

toplam kazancı $(0.25 \times 50.000.000) \times 5 \text{ yıl} = 625.000$ dolar olmaktadır. Dolayısıyla tüm taraflar bu işlemten karlı çıkmıştır. Söz konusu işlem Şekil 10'da gösterilmektedir.



Şekil 10: Faiz Swapı İşlemleri

Kaynak: Gümüşeli, 1994, s.76.

Yukarıdaki örnekten de görüleceği üzere kredi değerliliği yüksek olan firmalar swap işlemleriyle libor'dan daha düşük değişken faizli fonlar elde edebilmektedir. Hatta bazı firmalar bu amaçla Euro tahvil çıkartıp, bunu kredi değerliliği düşük firmalarla swap ederek, libor'un altında düşük faizli fon sağlama yoluna gitmektedirler. Faiz swapı hizmetlerini vermekte olan Citibank, Morgan Guaranty, Bankers Trust gibi kuruluşlar mevcut olup bu işlemleri karşı taraf bulmaksızın da yapabilmektedirler. GOÜ'ler açısından bakıldığında bu tür piyasaların temel fonksiyonu borç portföylerindeki sabit-değişken dengesinin kurulması olduğu görülmektedir.

Ayrıca GOÜ'ler geleceğe ilişkin beklentileri çerçevesinde aktif politikalar da izleyerek faiz oranlarının düşeceğine inandıkları dönemlerde sabit faizli borçlarını değişken faizli borçlarla değiştirme yoluna da gidebilir veya faiz oranlarının yükseleceğini düşündükleri dönemlerde sabit borçlara yönelik portföy dengelerini değiştirebilirler (Özbakan, 1997, s.4). Örneğin Türkiye'de Hazine'nin Avrupa Birliğinde ihraç ettiği sabit faizli tahviller gelecekte faiz oranlarının düşeceği beklentisi varsa bu çerçevede değişken faizli borçlanmaya dönüştürebilir (Müminoğlu, 1994, s.10).

Yukarıdaki açıklamalardan görüleceği üzere modern dış borç yönetim teknikleri çerçevesinde swap işlemleri GOÜ'ler dış borç yönetimleri çerçevesinde sunduğu imkanlar sebebiyle üzerinde mutlaka düşünülmesi gereken teknikler olarak karşımıza çıkmaktadır. Bu düşünce yapısı aşağıda açıklanacak olan diğer risk yönetim teknikleri için de geçerlidir.

3.2.Forward İşlemleri (Forward Contracts)

Forward işlemleri (vadeli işlemler), en genel ifadeyle ileri tarihte teslimi söz konusu olan herhangi bir varlığın (mal, döviz, faiz); vadesinin, fiyatının, miktarının bugünden belirlenip sözleşmeye bağlandığı işlemlerdir (Savaş, 1996, s.67). Modern dış borç yönetim teknikleri çerçevesinde gelecekteki söz konusu fiyatların risklere karşı korunmasında yaygın olarak kullanılmaktadır. Vadeli işlem sözleşmeleri taraflara tercih değil zorunluluk doğurmaktadır. Sözleşme hükümleri, sözleşme tarihinde taraflarca yerine getirilir. Eğer vade tarihinde oluşan fiyat, kontrat fiyatından yüksekse kontrat sahibi kar etmekte, eğer fiyat düşükse, alış-veriş daha yüksek olan kontrat fiyatından yapılacağından kontrat sahibi zarar etmektedir (Müminoğlu, 1994, s.8).

Bu çerçevede vadeli sözleşmeden doğan kar/zarar, taraflar için sözleşme fiyatı ile sözleşmenin yerine getirileceği tarihteki spot fiyatın bir fonksiyonu olmaktadır (Savaş, 1996, s.68). Bununla beraber, bu tür sözleşmelerin risk yönetimi anlamında temel kullanım sebebi işlemler sonucu kar etmekten çok fiyat dalgalanmalarının meydana getirebileceği potansiyel zararlardan korunmaktır. Örneğin, bir ABD firması bir İngiliz firmasına yaptığı 180 gün vadeli 1.000.000 sterlin değerindeki ihracatına ait gelirinin gelecekteki döviz risklerinden korunmasını istiyorsa 180 gün vadeli sterlin forward satış sözleşmesi satın alabilir ve gelecekteki nakit akışlarının risklerden uzak kalmasını sağlayabilir.

Yine, gelirleri dolar cinsinden olan ancak, gelecekte yen cinsinden yükümlülükleri olan bir kurum söz konusu ise iki tür forward sözleşmesine gidebilir. Birincisi doları yine karşı vadeli satmak, ikincisi ise dolara karşı vadeli yen satın almaktır. Böylece bugünden ileriki bir tarih için dolar yine çevrilmiş ve gelecekteki olası kur değişimlerinden etkilenmesi önlenmiş olur (HDTM, 1991, s.14).

Forward anlaşmalarının gelecekteki fiyatları sabitlemesi bunların değişik kullanımlarına imkan tanır. Örneğin üç ay sonrası için dolar cinsinden bir gelir ve yine üç ay sonra mark cinsinden yükümlülük söz konusu ise ve gelirler yükümlülükleri karşılamak için kullanılacaksa kur riskinden korunmak için bu anlaşmalar uygun olabilir. Eğer gelecekte doların mark karşısında değer kaybedeceği bekleniliyorsa, bir banka ile forward dolar satış (mark alış) kontratı yapılarak üç ay sonraki döviz kuru bugünden sabitlenebilir. Forward anlaşmalarının faiz oranları için kullanılan türüne forward faiz anlaşması (FRA) adı verilir.

FRA'lar, iki yıla kadar bir süre için değişken faizli yükümlülüklerin yenileme (Rollover) dönemlerindeki faizlerini bugünden sabitleyen araçlardır (Kırım, 1992, s.13).

Örneğin, ABD doları cinsinden 6x12 FRA kontratı %3.9-%4.0 şeklinde piyasalarda fiyatlandırılmaktaysa bunun anlamı şu olmaktadır: FRA kontratını alan kimse, bugünden altı ay sonra, altı aylık bir dolar kredisini %4.0'dan kullanma taahhüdüne girmiş olmaktadır. FRA satan kimse ise, yine bugünden altı ay sonra altı aylık bir dolar plasmanına %3.9 faiz alma taahhüdüne girmiş demektir. Her iki halde de kontrat vadesinde, yani bugünden altı ay sonra oluşacak gerçek dolar faizi ile %3.9 veya %4.0 (alınma veya satılma durumuna göre) arasındaki fark ana para üzerinden taraflar arasında el değiştirecektir (Müminoğlu, 1994, s.9).

FRA'lar yapısal açıdan forward döviz kontratları ile oldukça benzer özellikler gösterirler. FRA'lara taraf olanlar, kendilerini ilerdeki faiz haddi değişmelerine karşı koruma amacı güderler. Bunda alıcı olan taraf, kendini ilerde muhtemel faiz artışlarına karşı koruma altına almak, satıcı da kendisini ilerdeki olası faiz düşüşlerine karşı korumaya almak için FRA'ya giren taraftır. Taraflar, belirli bir süre için, belirli bir gelecek tarihi üzerinde ve belirli bir varsayımsal (notional) ana para üzerine uygulanacak olan faiz konusunda anlaşır. Vade sonunda, piyasa spot faizleri ile FRA'da mutabık kalınmış olan faiz haddi birbirleri ile karşılaştırılır ve bunun sonucunda taraflardan biri, diğerini faizlerdeki aleyhte değişme sonucu uğradığı zararı telafi eder. Örneğin alıcı, 1 milyon dolar üzerinden %10 gibi bir faiz forward anlaşması yapmış ise ve vade sonunda faizler %11'e yükselmişse, banka alıcıya 1 milyon doların %1'ne eşdeğer bir faiz ödemesi yapacaktır.

FRA'ların başlıca kullanım alanları şunlardır: mevcut bir borç üzerinden kredi maliyetini iki yıla kadar sabitlemek; ileride alınacak olan kredilere ödenecek faiz oranını iki yıla kadar sabitlemek; ve herhangi bir dönemde ortaya çıkabilecek atıl fonlara uygulanacak faiz oranını iki yıla kadar bir süreyle peşinen garantilemek. Bu olanaklar genellikle güçlü para birimleri cinsleri üzerinden bulunabilir. Örneğin bir firmanın 25 milyon dolar değişken faizli borcu varsa ve rollover (yenileme) her altı ayda bir yapıyorsa firma hazine yöneticisi bir sonraki rollover tarihinde, faizlerin yükselmesinin neden olacağı riski hedge etmek isterse FRA yapmak suretiyle kendisini riskten koruyacak önlemler alabilmektedir (Apak, 1992, s.84).

Gerek döviz cinsinden, gerekse faiz cinsinden yapılan forward anlaşmalarının tarafların risklerden korunmak için geliştirdikleri enstrümanlar olduğuna daha önce

değinimişti. Bu tür işlemler risklerin farklı taraflara farklı şekillerde yenileyebilmesi sebebiyle talep edilmektedir. Örneğin bir İngiliz firması ihracatı karşılığında 6 ay sonra ödenecek 100.000 dolarlık bir gelire sahip ve kur riskinden kaçmak istiyorsa bunu dengeleyecek şekilde önceden belirlenen sabit bir döviz kurundan forward dolar satma anlaşmasına gidebilirken, tersine bir ABD firması da 100.000 dolar değerinde sterlin cinsinden 6 ay sonra ödenecek bir ihracat yapmış ve bunun risklerden korunmasını arzu ediyorsa, önceden belirlenen sabit bir döviz kurundan forward sterlin satma anlaşmasına gidebilir.

Görüleceği üzere, bu tür operasyonlarda temel amaç gelirlerin kur risklerinden arınmasını sağlamaktır. Forward işleminde, gelecek bir tarihte döviz alım-satım sözleşmesine taraflar önceden bilinen bir fiyattan girerler. Dolayısıyla bu tür sözleşmelerin ön şartı, cari kurlar ile beraber vadeli kurların da piyasada oluşmuş olmasıdır (Onursal, 1996, s.22).

Tüm forward kontrollerinin en önemli özelliği müşteri ile bankalar arasında karşılıklı görüşme sonucu ve ihtiyaca göre özel tasarlanan ürünler olmasıdır. Tezgah üstü işlem (over the counter-OTC) olarak da ifade edilen bu özellik borsalar harici ve standart dışı işlem gören ürünler için kullanılır. Bu açıdan forward kontratlar standardizasyonun kural olduğu borsa ürünlerine kıyasla daha esnek ürünlerdir. Bu piyasalarda hedge edilecek miktar ve vade tamamen müşterinin arzusuna göre belirlenir. Bu tür kontratlar gelecekteki nakit akış tarihleri kesine yakın bir şekilde biliniyor ve firma finansman yöneticisi bütçeleme açısından kesin nakit akışı hesapları görmek istiyorsa oldukça yararlıdır (Kırım, 1992, s.13). Kuşkusuz GOÜ'ler dış borç yönetim sürecinde yükümlülüklerin çeşitli risklerden korunabilmesi ve geleceğe ilişkin belirginliği sağlayabilmek için hazine bölümleri bu tür teknikleri kullanabilirler.

Gelecekteki fiyatları kilitlemek suretiyle risklerin hedge edilmesi sürecinde sıklıkla kullanılan forward anlaşmalarına bir ilave örnek daha vermek suretiyle açıklamaları tamamlayabiliriz (Masuoka, 1993, s.98); Bunun için bir ABD'li firmanın ürünleri için en büyük piyasasının Almanya olduğunu ve bu sebeple ihracat gelirlerinin de ağırlıklı olarak Alman markı cinsinden olduğunu kabul edelim. İhracatçı firma bir ABD bankerinden yapılan ihracat için, Alman müşterinin ödeyeceği 2 milyon mark ile 6 ay içinde ödenecek 1 milyon dolar kredi aldığını düşünelim. Cari döviz kurumuz ise 1 dolar = 2 mark olsun. Eğer mark 6 aylık süre içinde dolar karşısında değer kaybına uğrarsa, ihracatçı firma gelirlerinden daha fazlasıyla borçlarını geri ödemek şeklinde bir durumla karşılaşacaktır.

Hiç kuşkusuz gelecekte bu durumun tersi de olabilir ve kazançlı duruma da geçebilir. Ancak bu durumu büyük bir risk olarak gören ihracatçı gelirlerini stabilize etmek istiyorsa döviz kuru riskini hedge edebilmek için bir forward anlaşması yapma yoluna gidebilir. Cari forward (vadeli) kur anlaşmaları gelecek altı aylık dönem için 2 mark=1 dolar şeklinde ise, ihracatçı altı aylık dönemin sonunda 2 milyon markı 1 milyon dolara satma yükümlülüğü getiren bir forward anlaşması satın alacaktır. Dolayısıyla bu süreç içerisinde fiyatların kilitlenmesi suretiyle ihracat gelirlerinin gelecekteki değerleri sabitlenecek ve ihracatçı firma kendisini belirsizlikten koruyacaktır.

Forward piyasalar önemli para birimleri cinsinden bir yıla kadar vadeli olan işlemler için likit ve etkindirler. Aynı olgu forward faiz anlaşmaları (FRA) için de geçerli olup bir yıla kadar olan vadelerde likit durumdadır. Tarımsal veya metalurjik ürünler içinse daha az likit durumdadır. Londra metal piyasası bu tür ürünler (alüminyum, bakır, nikel, vb) için en büyük forward sözleşmeler piyasası durumundadır (Masuoka, 1993, s.102; Claessens, 1993, s.31).

3.3.Futures İşlemleri (Futures Contracts)

Futures işlemleri (gelecekte işlem piyasaları) forward sözleşmelerde olduğu gibi bir aktifin belirli bir fiyattan gelecekteki belirli bir zamanda taraflar arasında satılması ya da alınmasını garantileyen bir sözleşmedir. Ödeme profilleri benzer olmakla beraber futures sözleşmeleri standart olup organize borsalarda işlem görmeleri itibariyle forward işlemlerden ayrılırlar (Bernasconi, 1994, s.6).

Futures piyasaları borsalarda faaliyet göstermekte olup miktar ve vade konularında standartlaşmayı sağlamak ve belli bir spot ürünün fiyatının bugünden sabitlenmesi süresiyle ileri bir tarihte teslim edilmesi veya teslim alınması taahhütlerini içeren kontratların alınıp satıldığı borsalardır. Tüm risk yönetim enstrümanlarında olduğu gibi fiyatların değişmelere karşı kilitlenmesini sağlamaktadır. Yani, tarımsal, metalurjik veya mali ürünlerden hangi birinde olursa olsun, futures piyasalarının temel işlevi, fiyat dalgalanmalarının neden olduğu risklerin yönetim mekanizmasını sağlamaktır. Bu nedenle sanayiciler, tarımsal ve metalurjik mal üreticileri ve mali risk pozisyonu tutmak zorunda olan kuruluşların bu risklerini, söz konusu riskleri üstlenmek isteyen taraflara devri işlevini görürler (Aksel, 1995, s.35).

Futures işlemlerinin geçmişi çok gerilere kadar gitmekle beraber, asıl olarak 1970'li yıllardan sonra yaygınlık kazanmıştır. Ayrıca geçmişte daha çok tarımsal ürünler ağırlıklı bir

yapıya sahip söz konusu piyasalar günümüzde çok büyük ölçüde finansal ürünler ağırlıklı bir duruma gelmiştir. Günümüzde en çok işlem gören futures kontratları ABD hazine bonosu, Eurodolar ve Euroyen üzerinedir (Müminoğlu, 1994, s.10).

Futures piyasalarında taraflar asıl olarak riskten korunmak isteyenlerle spekülâtörler olarak karşımıza çıkmaktadır. Riskten korunmak isteyen gruba bu piyasalarda verilen teknik isim “hedger”dir. Hedger, gelecekte bir ürünü alma veya satma durumunda olan, ancak gelecekteki fiyat değişikliklerinden çekinen ve mümkünse gelecekteki ürün alım veya teslimini bugün belirlenen bir fiyattan garantileyerek kendisini ani fiyat değişikliklerine karşı korumayı hedefleyen gruptur. Yani, piyasada riski satanın temel amacı maliyetlerin üstünde kabul edebilir bir karı gelecekteki fiyat hareketlerinden bağımsız olarak garantilemektir.

Spekülâtör ise bugün anlaşılan bir fiyattan gelecekte ürün alım veya teslimini kabul eden ve fiyat riskini kabul eden taraf olup, bu riskli işlemi bir kazanç potansiyeli gördüğü için kabul eder. Yani, gelecekteki fiyat hareketlerine bağlı bir karın peşindedir (Erol, 1994, s.9).

Futures işlemlerinin önemli bir özelliği, piyasalardaki alım-teslim yükümlülüklerinin buna gerek kalmadan kapatılabilmesidir. Bu özellik piyasaya büyük bir esneklik kazandırmakta ve forward piyasalara göre daha yaygınlaşmasına neden olmaktadır. Nitekim, Futures piyasalarındaki toplam işlem gören kontratların yaklaşık olarak %97’si mal alım veya teslimine gerek kalmaksızın kontrat süresinin bitişinden önce girişilen ters işlemlerle (kontrat alındıysa satılarak, satıldıysa alınarak) kapatılır.

Bu özellik forward piyasalarda bulunmamaktadır. %3 civarında küçük bir oranda ise pozisyon sahipleri mal tesliminde veya teslim almak konusunda ısrarlı olabilmektedir. Bu durumda futures borsasının mal teslimi ile ilgili emredici kuralları uygulanır ve genellikle mal teslimi kontrat vadesinde yerine getirilir. Yükümlülöklere uyulmama durumları ise ağır cezalara neden olmaktadır (Erol, 1994, s.24).

Futures işlemlerini forward işlemlerinden ayıran yukarıda değinilen özellikler harici pek çok farklılıklar da vardır. Bu farklılıklar esas itibariyle futures sözleşmelerinin borsalar çerçevesinde işlemlerinden kaynaklanır (Farklılıkların detayı için bkz. Canbaş ve Doğukanlı, 1997, s.89-91; Seyidoğlu, 1997, s.110). Futures işlemlerinin başlıca türleri ise şunlardan oluşmaktadır (Cangöz, 1994, s.71);

1.Tarımsal veya metalurjik ürünlere dayanan futures işlemleri: Belirli bir nitelik ve miktardaki ürünlerin belirli bir fiyattan ve belirli bir vade ile teslimi öngörülür.

2.Finansal araçlara dayalı futures sözleşmeleri: Belirli tutardaki bir finansal aracın önceden belirlenen bir fiyat üzerinden ve belirlenen tarihte teslimini içeren sözleşmeler olup ikiye ayrılırlar.

-Döviz futures işlemleri: Belirli bir miktardaki dövizin, başka bir döviz karşılığında, fiyatın sözleşme yapılırken belirlendiği, ancak teslimatın belirli bir vade sonunda yapıldığı işlemlerdir. Kur risklerine karşı kullanılırlar.

-Faiz futures işlemleri: Belirli bir tutardaki faiz getirisine sahip mali aracın başlangıçta, bir sermaye, belirlenmiş bir faiz oranı ve belirlenmiş bir vade ile yine önceden belirlenmiş bir faiz oranı ile değiştirilmesidir. Özellikle değişken faizli işlemlerde, faiz oranlarında ortaya çıkabilecek risklerden korunmak amacıyla yapılan işlemlerdir.

-Endeks futures işlemleri: Belirli bir borsa fiyat endeksi ile değeri belirlenen hisse senedi portföyünün ileri bir tarihte, fiyatı bugünden belirlenmek koşuluyla alınıp satılmasıdır. Temel işlevi, herhangi bir hisse senedi portföyünün fiyat riskine karşı koruma sağlamaktır. Belirli endeksler üzerinden işlem yapılmakta ve belirli bir gelecek tarihte söz konusu endekse verilecek değer bugünden belirlenmektedir. Vade geldiğinde spot piyasadaki endeks değeri ile futures anlaşmasındaki endeks değeri arasındaki fark anlaşmayı satan ya da alan tarafa nakit olarak ödenmektedir (Aksel, 1995, s.45).

Futures işlemleri içinde en yaygın kullanılan araçlardan birisi olan döviz futures işlemlerinin risk yönetimi çerçevesinde işleyişini bir örnekle gösterebiliriz (Aybars, 1994, s.96); Ağustos 1990 tarihinde bir ABD’li ithalatçı, Almanya’da bir firmadan yatırım malı almak üzere 1.250.000 mark değerinde bir anlaşma yapsın ve ödeme tarihi de Aralık 1990 olsun. Burada ithalatçı firma Ağustos ve Aralık ayları arasında markın dolar karşısında değer artma riski ile karşı karşıyadır. Ağustosta parite 0.6262 ve Aralıkta Mark futures kontratı 0.6249 olarak borsada kote edilmekteyse, ithalatçı markın yükselmesine karşı futures kontratı satın alarak, Aralık ayında markın, dolar karşısındaki değerinden bağımsız olarak maliyetini 781.125 dolarla (1.250.000 , 0.6249) sabitler. Böylece kendini risklerden korur. Aşağıda

ithalatçının hedge işlemi Markın yükselmesi ve düşmesi hallerinde ayrı ayrı gösterilmektedir (10 adet 125.000 dolarlık kontrat alınıyor).

Markın Yükselmesi Hali

Aralık 1990	Mark 0.6400'e yükseliyor
DM Maliyeti	$1.250.000 \times 0.6400 = 800.000$ Dolar
Futures Kazancı	$(0.6400 - 0.6249) \times 125.000 \times 10 = -18.875$
Net Maliyet	781.125 Dolar

Markın Düşmesi Hali

Aralık 1990	Mark 0.6100'a düşüyor
DM Maliyeti	$1.250.000 \times 0.6100 = 762.500$ Dolar
Futures Zararı	$(0.6100 - 0.6249) \times 125.000 \times 10 = 18.625$
Net Maliyet	781.125 dolar

Görüldüğü üzere döviz futures kontratları, tıpkı forward anlaşmalarında olduğu gibi kur risklerine karşı gelecekteki fiyatları kilitleme amacı çerçevesinde kullanılabilir. Aynı durum faiz oranı riskleri içinde geçerli olup, bu tür risklerin eliminasyonu içinde faiz futures kontratlarının alınması özellikle gelişmiş ülkelerde yaygın bir uygulamadır.

3.4.Opsiyon Sözleşmeleri (Option Contracts)

Opsiyonlar (tercih hakları), 1970'li yılların ortalarından itibaren finansal ve finansal olmayan kurumların karşılaştıkları döviz kuru ve faiz oranı gibi riskleri ortadan kaldırmak amacıyla kullandıkları ve bugün kullanım alanı daha da genişleyerek hisse senedi ve tahviller gibi finansal araçlar üzerine de yazılabilen finansal araçlardır (Doğukanlı, 1994, s.14). Opsiyonlar, opsiyonu satın alan tarafa, belli bir ürünün belirli bir miktarının, belirli bir süre için önceden belirlenmiş bir fiyat üzerinden ilerideki bir tarihte satın alma ya da satma hakkını veren kontratlardır. Bu ürünler, döviz, faiz oranı, ticari ürün, hisse senedi, hisse senedi endeksi veya bir futures kontratı olabilir. Opsiyonların diğer hedging enstrümanlarından ayrılan temel farklılığı, bunların alıcıya bir hak sağlayıp, alıcıyı ürünün alımı ya da satımı konusunda herhangi bir yükümlülük altında bırakmamasıdır. Opsiyonlar, borsa opsiyonları ve tezgah üstü işlem piyasaları (OTC) opsiyonları olarak iki farklı piyasada işlem görürler. Bu sebeple borsa opsiyonları, futures kontratlarına benzer şekilde miktar, vade ve kullanma fiyatı

açısından standart kontratlar iken, OTC opsiyonları, müşteri ile opsiyon satıcısı arasında esnek olarak isteğe göre tasarlanabilmektedir (Kırım, 1992, s.13).

Opsiyon satma işlemine genellikle “opsiyon yazmak” denilmektedir. Satın alan tarafa opsiyon alan, opsiyonu satan tarafa ise opsiyonu yazan adı verilir. Üzerine opsiyon yazılan ürünün fiyatının gelecekteki hareketlerine dair tarafların farklı beklentilere sahip olması işlemlerin sebeplerindendir. Opsiyonlar genellikle alma opsiyonu (call option) ve satma opsiyonu (put option) şeklinde ikiye ayrılırlar. Call option, en sık rastlanılan tür olup, sahibine belirli bir finansal ürünün belirli bir miktarını ileri bir vadede opsiyonu yazan kişiden daha önceden belirlenmiş fiyat üzerinden satın alma hakkı verir. Put opsiyon ise sahibine belirli bir ürünün belirli bir miktarını ileri bir vadede opsiyonu yazan kişiye daha önceden belirlenmiş bir fiyattan satma hakkını vermektedir (Apak, 1992, s.32).

Söz konusu opsiyon sözleşmelerinden bir diğer önemli özelliği ise bunların vade sonunda veya öncesinde kullanılabilme hakları ile ilişkilidir. Opsiyonun vadesinden önceki herhangi bir zamanda kullanılabilmesine imkan tanıyan opsiyon türlerine Amerikan tipi opsiyonlar denilirken, sadece vade bitiminde kullanılabilmesine imkan tanıyan opsiyon türlerine Avrupa tipi opsiyonlar denilmektedir (Glen, 1994, s.10). Opsiyonların Amerikan veya Avrupa tipi olmasının coğrafi olarak bir anlamı yoktur ve her piyasada isteğe bağlı olarak kullanılabilir. Bununla beraber en sık kullanılan türün Amerikan opsiyon tipi olduğunu da belirtmekte fayda vardır. Öte yandan opsiyon sözleşmelerinin bir opsiyon primi karşılığı yapıldığı da açık olup, spekülasyon pozisyon alanlar bu işlemlerine karşılık bir (peşin ödenecek) bedel talep edeceklerdir.

Diğer risk yönetim enstrümanlarına kıyasla daha pahalı olabilen opsiyon sözleşmelerinde bu fiyatlar zaman zaman yasaklayıcı boyutlara dahi ulaşabilmektedir (Bernasconi, 1994, s.9). Ayrıca opsiyon bedelleri bunları kullanılsın ya da kullanılmaması geri ödemezler. Yüksek maliyetlerine karşın opsiyon anlaşmaları GOÜ’ler risk yönetim süreçlerinde daha yaygın kullanılabilme imkanına sahip bulunmaktadır. Çünkü opsiyon sözleşmeleri taraflar arasında işlemlerin zorunlu olarak yerine getirilmesini gerektirmemekte ve karşı taraf (counter party) riskleri de daha düşük kalabilmektedir (Cassard ve Landau, 1997b, s.35).

Opsiyon sözleşmeleri ile bir hak satın alımı söz konusudur. Vadeye kadar aleyhte bir gelişme olduğu takdirde bu hakkın kullanılması serbesttir. Kayıp ise ödenilen prim ile sınırlıdır. Bu sebeple opsiyonlar forward ve futures işlemlerinden daha üstündürler. Bu durumu bir örnekle gösterebiliriz (Gümüseli, 1994, s.65); Mart ayında verdiği bir sipariş sonucu Haziran ayında dolar ödemek zorunda olan bir Belçika firması, Belçika frangının (BF) dolar karşısında değer kaybedeceğini düşünerek bir forward sözleşme yapabilir ve $45.50 \text{ BF} = 1 \text{ Dolar}$ kurundan hazirandaki ödeme maliyetini sabitleştirir. Yani ödeme tarihinde spot fiyat ne olursa olsun firmanın maliyeti dolar başına 45.50 BF'dir.

Forward yerine aynı firmanın aynı kurdan dolar başına 1.50 BF ödeyerek bir call opsiyonu satın aldığını varsayalım. Firma opsiyon vadesine kadar doların kurunu izleme ve vadeden önce son duruma göre opsiyonu kullanma veya kullanmaması hakkına sahiptir. Yani, doların spot fiyatı 47 BF'nin ($45.50 + 1.50$) üzerinde ise opsiyon hakkını kullanır. Doların spot fiyatı 47 BF'nin altında ise opsiyon hakkını kullanmaz. Cari spot fiyattan dolar almayı tercih eder. Bu durumdaki maliyet, spot kur ile opsiyon priminin toplamı kadar olur.

Bu örnekte, ithalatçı durumunda olan firma ihracat yaparsa, bu kez belli bir tarihte eline geçecek döviz peşinen satarak risklerden korunmak ister ve yine bir forward işlemine veya onun alternatifine, bir put opsiyon işlemine başvurur. Dolayısıyla opsiyon işlemleri forward veya futures işlemlerinden daha esnektir ve koruyucu olduğu gibi bedelini ödemek şartıyla lehteki gelişmelerden yararlanma hakkını da vermektedir.

Opsiyonlar döviz piyasalarının yanısıra faiz oranları içinde, yaygın şekilde bir risk yönetim tekniği olarak kullanılmaktadır. Faiz opsiyonu, opsiyon sahibine belirli bir süre içinde veya belirli bir vade sonunda, önceden saptanmış faiz oranı üzerinden belli tutarda fon sağlama hakkı verir. Faiz oranlarında yükselme beklentisine girildiğinde, faiz satın alma opsiyonu olarak, faizlerdeki artışlara karşı korunabilir. Faiz opsiyonları organize borsalar veya OTC opsiyonları olarak iki farklı piyasada alınıp satılmaktadır. Faiz opsiyonu olan taraf belirli bir vade içinde, belirli bir parayı önceden belirlenen faiz oranı üzerinden alma veya verme hakkını elde eder. Hakkın kullanımı serbesttir. Opsiyon üzerinde belirlenen faiz oranı ile opsiyonun kullanma vadesinde piyasada geçerli olan faiz oranı karşılaştırılır. Aradaki fark opsiyon sahibinin lehine ise opsiyon sahibine ödenir. Anaparalar ise genelde el değiştirmez (Gümüseli, 1994, s.67).

3.5.Opsiyon Bazlı Araçlar (Caps, Floors, Collars vb.)

Yukarıda açıklanan modern risk yönetim tekniklerine ilave olarak çok daha fazla sayıda finansal türevler üretilmektedir. Bunlardan bir kısmı opsiyon bazlı olan araçlardır. Opsiyon bazlı risk yönetim araçları arasında ve yaygın olarak kullanılan ürünler faiz tavanları (caps), faiz tabanları (floors), faiz kuşakları (collars) ve faiz koridorlarıdır (coridors). Bu ürünlerin tümü faiz riski yönetimi amacıyla geliştirilmiş olup, OTC (tezgah üstü-borsa harici) özellik taşırlar. Bu açıdan borsa opsiyonlarına göre daha esnek ve pek çok durumda da alternatifsiz faiz opsiyonu ürünleridirler.

Bu ürünlerin kullanımı opsiyonlar gibi olup, örneğin bir faiz tavanı satın alan taraf, ilerde ödeyeceği değişken kredi faizine belirli bir prim karşılığında bir üst sınır getirip, faizlerin vadede yükselmesi durumunda cap'ı kullanarak artan faizlere karşı kendini korumuş olur (Kırım, 1992, s.14). Buna göre değişken faizli bir borç anlaşmasında faiz cap'ı faizin belirli bir seviyeyi aşmamasını garanti altına almaktadır.

Faiz tavan anlaşmaları genellikle bir banka ile bir firma arasında yapılan, firmanın ödeyeceği değişken faiz oranının belirli bir limiti aşması halinde bankanın bu limitle maliyet arasındaki farkı firmaya ödeyeceğine ilişkin bir anlaşmadır. Böyle bir anlaşma ile hem sabit faizle borçlanmak yerine değişken faizle borçlanmak, hem de tavan satın almak yoluyla aşırı faiz artışlarından korunmak ve faizler düşünce de bundan yararlanmak mümkündür. Avantajlı bir teknik olmakla beraber büyük tutarlar söz konusu olduğu hallerde yüksek oranlı peşin prim ödemeleri sebebiyle dezavantajlı hale de gelebilirler (Gümüşeli, 1994, s.81)

Faiz tavanları (caps sözleşmeleri) faiz swapları işlemlerine bağlı olarak ve bu işlemin ardından kullanılarak faiz risklerine bir sınır konulmasında faydalı olabilir. Örneğin, 1991 yılında Ankara Büyükşehir Belediyesi yen cinsinden elde ettiği dış borçlanmasını swap işlemleri ile risklerden koruma yönünde çabalar gösterirken, aynı zamanda dolar faizine de bir üst sınır getirecek tarzda caps anlaşmaları yapmaya çalışmaktaydı (Danışman, 1993).

Floors sözleşmelerinde ise, faiz oranının belli bir seviyenin altına düşmeyeceği garantisi verilmektedir. Bu tür enstrümanların kullanımı giderek yaygınlaşmakta olup, portföy yöneticileri tarafından karşılıklı olarak alınıp satılmakta ve dengeleyici işlemlere gidilmektedir. Faiz taban anlaşmaları, yatırımcının herhangi bir kaynaktan bulduğu değişken

faizli fonun maliyetinin belirli bir limitin altına inmesi halinde, bu limitle maliyet arasındaki farkı bankaya ödeyeceğini taahhüt etmesidir. Yatırımcı bu anlaşmayı bankadan alacağı belli bir ücret karşılığı yapar. Taban anlaşmaları değişken faizli enstrümanlara yatırım yapan yatırımcılar tarafından elde edilecek faiz gelirlerine bir alt sınır getirmek amacıyla da kullanılır. İleride faizlerde meydana gelebilecek düşüşler karşısında yatırımcı bir taban anlaşması satın alarak kendini faizlerdeki düşüşlere karşı koruyabilir. Ancak bu avantaj, yüksek prim ödemelerini de beraberinde getirir (Gümüseli, 1994, s.82).

Tünel anlaşmaları (coridors), aynı anda bir faiz tavanı (caps) alıp, bir faiz tabanı (floor) satma yoluyla ödenecek primi azaltarak, riskten korunma amacıyla kullanılır, yani yatırımcıların her hangi bir kaynaktan bulunduğu değişken faizli fonun maliyeti, belirli bir üst limitin üstüne çıktığı taktirde, banka, bu üst limit ile maliyet arası farkı yatırımcıya öder. Fonun maliyeti belirli bir alt limitin altına indiği taktirde ise, bu defa yatırımcı bu alt limit ile maliyet arası farkı bankaya öder. Böylece tünel anlaşması., yatırımcıların borçlanma maliyetlerinin anlaşmada belirtilen alt ve üst limitler arasında değişeceğini belirterek riskleri azaltır. Aynı zamanda tünel anlaşmalarında hem taban hem de tavan anlaşması yapılması sebebiyle prim maliyetleri de düşmektedir (Gümüseli, 1994, s.82). Tablo 38, yukarıda kısaca açıklanan söz konusu enstrümanlar ve özellikleri hakkında bazı özet bilgiler vermektedir.

Tablo 38: Faiz Tavanları (caps), Faiz Tabanları (floors) ve Faiz Kuşakları (collars) Teknikleri

Enstrümanlar	Strateji	Karakteristikleri
Faiz Tavanları (caps)	Bir değişken faizli kredinin faiz oranının belirli bir üst limitin üstüne çıkmasını engellemek amaçlıdır.	Faiz tavanları opsiyonu, tavan oranı üzerinden, kısa vadeli alım opsiyonlarının üst üste getirildiği bir portföydür.
Faiz Tabanları (floors)	Bir değişken faizli kredinin faiz oranının belirli bir alt limitin altına düşmesini engellemek amaçlıdır.	Faiz tabanları opsiyonu, taban oranı üzerinden, kısa vadeli satım opsiyonlarının üst üste getirildiği bir portföydür.
Faiz Kuşakları (collars)	Bir değişken faizli kredinin faiz oranının belirli bir alt limitin altına düşmesini ve belirli bir üst limitin üstüne çıkmasını engellemek amaçlıdır.	Yukarıdaki karakteristiklerin bir kombinasyonudur.

Kaynak: Bernasconi, 1994, s.10.

Modern dış borç yönetim teknikleri çerçevesinde kullanılabilecek çeşitli türevsel enstrümanlarla ilgili belirtilmesi gerekli önemli konulardan bir tanesi de bu piyasalardaki yapının çeşitli ürünler ve vadeler cinsinden likiditelerinin ne ölçüde olduğudur. Burada likidite ifadesi, ilgili piyasalardaki işlem yapılabilecek tarafların kolaylıkla bulunabilirliği ile ne hızda yapılabildiğinin bir göstergesidir. Tablo 39, bu anlamda söz konusu türevsel piyasaların likiditeleri hakkında özet bilgiler vermekte olup, her piyasanın kendine özgü bazı karakteristikleri de bu çerçevede mukayeseli olarak izlenebilmektedir.

Tablo 39:Forward, Futures, Opsiyon ve Swap Piyasalarında Likidite

Enstrümanlar	Döviz Piyasaları	Faiz Oranları	Tarımsal ve Metalurjik Ürünler
Forward			
Kısa Vade	Yüksek	Yüksek	Orta Seviyede
Uzun Vade	Düşük	Düşük	Düşük
Futures			
Kısa Vade	Orta Seviyede	Yüksek	Orta Seviyede
Uzun Vade	Düşük	Düşük	Düşük
Opsiyonlar			
Kısa Vade	Orta Seviyede	Yüksek	Düşük
Uzun Vade	Düşük	Orta Seviyede	Düşük
Swaplar			
Kısa Vade	Düşük	Yüksek	Düşük (*)
Uzun Vade	Orta Seviyede	Orta Seviyede	Düşük

Kaynak: Masuoka, 1993, s.103; Claessens, 1993, s.32.

(*) Claessens (1993) bu noktadaki özelliği “orta seviyede” olarak belirtmektedir.

4.Modern Dış Borç Yönetim Tekniklerinin GOÜ’lerde Uygulanabilirliği

Gelişmiş veya GOÜ’ler ayrımı yapılmaksızın her ülkenin dış borçlanmalar ile ilgili genel politikaları ve bunların elde edilmesini sağlayacak stratejilere ihtiyaç duyduğu açıktır. Şu ana kadarki olan bölümlerde gösterilmeye çalışıldığı üzere, GOÜ’ler dış borç yönetim politikalarının önemli bir boyutu da yurtiçi politikalar aracılığıyla kontrol edilemeyen ve gerek dış borç stokları, gerekse dış borç servis kapasitelerini olumsuz yönde etkileyebilen çeşitli türden fiyat dalgalanmalarının söz konusu değişkenler üzerindeki etkilerinin minimize edilmeye çalışılmasıdır.

Gerek geleneksel dış borç yönetim teknikleri, gerekse modern dış borç yönetim teknikleri bu çerçevede riskleri azaltmak ve beklenilmedik derecede ve önemli boyutlardaki risklere karşı sigorta görevi yapmak amacıyla kullanılabilirler. Nitekim, geleneksel dış borç yönetim teknikleri risk yönetimi bağlamında çeşitli dönemlerde çeşitli GOÜ’ler tarafından kullanılmaya çalışılmıştır. Bununla birlikte, ilgili kısımda da açıklandığı üzere bu tekniklerin sınırlılığı ve esneklikten uzaklığı bir yana, sahip oldukları içsel sorunlar ve dışsal riskleri yönetebilmedeki etkinliklerinin yetersizliği GOÜ’ler bağlamında yeterli sonuçlar verebilmekten uzak kalmalarına neden olmuştur.

Söz konusu bu durum, 1990’lı yılların başlarından itibaren öncülüğünü IMF-World Bank grubunun yaptığı çeşitli kurumların, GOÜ’lerin modern dış borç yönetim teknikleri kullanmalarına yönelik önerilerde bulunmalarına yol açmıştır. Özellikle, orta-yüksek gelirli GOÜ’lerin hedef alındığı bu önerilerde bir önceki kısımda detaylı olarak açıklanan modern

dış borç yönetim teknikleri ve bu çerçevede hedging enstrümanlarının dış borç yönetim süreçlerinde aktif olarak kullanılmaya başlanması tavsiye edilmektedir. Piyasa tabanlı enstrümanlar olarak da ifade edilen bu teknikler, uzunca bir süreden bu yana başta gelişmiş ülkeler olmak üzere özel kuruluşlar, çok uluslu şirketler, sosyal güvenlik ve emeklilik fonları ile ilgili ülkeler hazineleri tarafından dış borç yönetim süreçlerinde yaygın olarak kullanıla gelmektedir.

Bu gelişmeler, GOÜ'ler bağlamında yeterince ses getireci gelişmelere yol açmamakla beraber, bir süreden beridir bu tür girişimlerin GOÜ'lerde de başladığı görülmektedir. Örneğin, 1989 yılında 16 GOÜ'nin uluslararası sermaye piyasalarında giriştikleri işlemlerin yaklaşık olarak %25'inin modern risk yönetim teknikleri ile ilişkili olması ve bunun bir önceki yıllara kıyaslandığında iki katı bir artış göstermiş olması bu açıdan kayda değerdir. Şili tarafından yapılan futures anlaşmaları, Meksika ve Cezair'in petrol gelirlerini stabilize edici hedging işlemleri, Hindistan ve Tayland tarafından yapılan çeşitli türden swap işlemleri, Hindistan, Türkiye ve Endonezya tarafından yapılan döviz opsiyon sözleşmeleri bu çerçevede gösterilen bazı örneklerdir (Claessens, 1993, s.33,43).

GOÜ'lerin modern dış borç yönetim teknikleri kullanımı ile ilgili önemli bir durum da bu tür tekniklerin genellikle bu ülkelerdeki büyük özel sektör kuruluşları ile bankacılık ve finans alanlarında faaliyet gösteren firmalarda yoğunlaşmış bulunmasıdır. Söz konusu yoğunlaşma bu tür tekniklerin diğer firmaların da dikkatlerini çekerken, aynı zamanda bu konudaki yasal-kurumsal sınırlamaların kaldırılmasına yönelik girişimleri ve devlet kurumlarının da bu alanlarda işlem yapmalarında yol gösterici-motive edici unsurları içeriğinde taşımaktadır. Bazı GOÜ'lerde firmalar çeşitli engellemelere karşı giderek daha fazla bu tür sofistike risk yönetim stratejileri ve enstrümanlarını kullanmaya çalışmaktadırlar (Glen, 1994, s.12).

Genel olarak bakıldığında, GOÜ'ler anlamında bu tür bir yönetim anlayışının giderek daha istenilir hale geldiği söylenebilir. Günümüzde pek çok GOÜ bu teknikleri sınırlı olsa dahi kullanmaya başlamışlardır. Örneğin, Macaristan yaptığı her Japon yeni cinsinden dış borçlanmayı aynı anda dolar cinsinden borçlanmaya takas etmek için çeşitli swap işlemleri yapmakta, uluslararası piyasalara çıkmayı Türkiye'den yıllar sonra gerçekleştirebilen diğer bazı Doğu Avrupa ülkeleri bile swap işlemleri yaparak spekülative pozisyonları önlemeye çalışmaktadır (Özkaban, 1997, s.11).

Dolayısıyla GOÜ'ler anlamında bu tür tekniklerin giderek önem kazandığı ve ileriki yıllarda bu önemin daha da artacağı kesin olarak gözükmemektedir. Ancak, bu tür tekniklerin kullanılabilmesinde GOÜ'lerin bir çoğunun sınırlı girişimler harici yeterli ölçüde yararlanamadıkları da bilinmektedir (Claessens, 1994, s.139). Bazı Latin Amerika ülkeleri ve Uzak Doğu Asya ülkeleri bu alanda daha çok yol almışlardır. Örneğin, 1997 yılında Uzak Doğu Asya ülkelerinde kısa vadeli dış borçlar yüzünden krize giren GOÜ'lerden birisi olarak Malezya, dış borçların dışsal risklerden korunması anlamında hem geleneksel teknikleri hem de modern tekniklerini yoğun olarak kullanmaktaydı.

Dış borçlanmayı kalkınmanın ilave finansman aracı olarak gören Malezya'da döviz kuru kompozisyonu yönetimi için önemli görülenler şunlardı; Belirli dövizlerin risklerine maruz kalmamak (özellikle Japon yeni için), borç servisi gereksinimi ve yükümlülüklerini dengeleyebilmek ve dövizlerin zıt yönlü hareketlerini dengeleyebilmek. Bu çerçevede yapıların en başında finansal piyasalardan olan kredilerin döviz kompozisyonunu kontrol etmek gelmekteydi ve piyasaların farklılaştırılmasına gayret gösteriliyordu. Örneğin yen için, Samurai tahvil ihracı, dolar için Yankee tahvil ihracı, sterlin için Bulldog tahvil ihracı veya sendikasyon kredilerine gidildiğinde, döviz tercihi yapılması bu çerçevedeydi.

Bununla beraber, Malezya sağladığı dış kredilerin önemli bir bölümünün resmi kaynaklı ve ikili finansman olması sebebiyle bu açıdan tam bir serbestiye sahip değildir. Çünkü bu tür kredilerde döviz cinsi seçimi şansı yoktur. Bu sebeple Malezya bir yandan döviz gelirlerinin çeşitlenmesine ve rezervlerinin oluşturulmasına çalışırken, diğer yandan da döviz kuru kompozisyonu yönetimi için; erken ödemeye gitme, var olan borçların yeniden finansmanı ve swap anlaşmaları yapmaktaydı. Malezya'da bu yöntemlerin genel olarak etkili sayılan uygulamalarında, yurtiçi finansal piyasaların nispi gelişmişliği, finansal kredibilite, uygun kredi şartlarına ulaşabilme ve son yıllardaki uluslararası faiz oranlarının göreceli düşük seviyeleri etkili olmuştur (Jalil, 1992, s.73).

Uzakdoğu ülkelerinden verilen yukarıdaki örneğe ilave olarak Latin Amerika'dan Meksika ve Şili ile ilgili iki örnekte verilebilir. Her iki ülke de daha önceki bölümlerde incelendiği üzere uluslararası sermaye piyasalarının aktif katılımcıları olup, dış borç yönetim yapılarını pasif bir karakterden aktif bir karaktere dönüştürme çabalarında bulunmaktadırlar. 1990 yılının sonlarında ve 1991 yılının ilk yarısında Meksika, ham petrol ihracatından sağladığı gelirlerini, fiyatlarda oluşabilecek olası düşüşlerden korumak amacıyla, finansal risk

yönetim tekniklerine başvurmuştur. Meksika, bunun için değişik fiyatlardan futures petrol satışıyla ilişkilendirilmiş put (satış) opsiyonu satın almış ve kısa vadeli swap'larla petrol fiyatındaki değişme riskini hedge etmiştir.

Bu işlemlerle bir yandan satın alınan put opsiyonları asgari bir fiyatı garanti ederken, futures petrol işlemleri de hem satıcıya hem de alıcıya ileride belirlenen tarihte spesifik bir fiyatı garanti etmiştir. Meksika bu şekilde kısa vadede önemli bir ihracat kaleminin bir kısmını fiyat düşüşlerine karşı sigortalamıştır. Diğer taraftan olası fiyat düşüşlerinin gelecek dönem için hazırlanan bütçede olağan üstü açıklara neden olmasının da önüne geçilmiştir. Yapılan bu işlemlerle varil başına asgari 17 ABD dolarını garanti eden Meksika, 1991 yılı başlarındaki fiyat düşüşünden korunmuştur (Cengiz, 1994, s.17).

1987 yılında Şili Merkez Bankası, değişken faizli ve genellikle altı aylık libor üzerinden alınmış 1.5 milyar dolar tutarındaki borcunu Eurodolar futures piyasasında hedge etmiştir. 1987 yılında dış borç ertelemeleri ile neredeyse %90'ı dolar cinsinden ve 9 milyar dolarlık kısmı altı aylık libor üzerinden olan, orta ve uzun vadeli dış borcun bir yıllık libor'a (%7.8) çevrilmesi öngörülmüştür. Bu çerçevede faiz oranları Şubat, Mart ve Nisan 1988'de değişik tarihlerde yeniden belirlenmiştir. Bu tarihlerde Şili Merkez Bankası 9 milyar dolarlık borcun 1.5 milyar dolarlık kısmını Mart, Nisan ve Haziran 1988 futures sözleşmeleri ile satmıştır. 1 milyon dolarlık ve üç aylık faizler üzerinden yapılan sözleşmeler ile bir yıllık faiz ödemesi hedge edilmiş ve bunun için 6000 sözleşme düzenlenmiştir. Merkez Bankası erteleme anlaşması kapsamındaki her faiz belirleme tarihinden önce futures sözleşmelerini cari libor oranı olan %7.3 üzerinden geri almıştır. Böylece hedge edilmek suretiyle %7.8 yerine %7.3'lük oran kullanılmış ve Şili dönemsel faiz farklılıklarından yararlanarak faiz riskini azaltmayı sağlayabilmiştir (Cangöz, 1994, s.118).

GOÜ'lerin modern dış borç yönetim tekniklerini kullanmalarıyla ilgili örneklerin miktarlarını arttırmak mümkündür. Ancak, bu teknikleri kullanan ülke sayısı artmakla beraber sınırlı miktardaki GOÜ'ler üzerinde yoğunlaşmanın varlığı ve bunların da yeterli olmadığı kesindir. Kullanılan teknikler içerisinde en yaygın olanı ise swap anlaşmalarıdır. Borç yönetiminde swap iki türlü kullanılabilir. Birincisi mevcut bir riski hedge ederek ya da yeni bir borç alarak ve bunu swap ederek arzulanan bir yükümlülük yapısına kavuşmaktır.

Burada nakit akımlarının zamanlaması ile ödemelerin zamanlaması arasında varlık ya da yükümlülüklerin uyumlaştırılması amacıyla swap yapılabilir. İkincisi ise döviz swapları olup, nakit akımlarının uyumlaştırılması amacı vardır. Bunlara ilave olarak faiz swapları da risk yönetim amaçları çerçevesinde kullanılabilir. Tayland ve Hindistan bu amaçlar çerçevesinde swap anlaşmalarını çeşitli defalar yapmıştır (Cangöz, 1994, s.116). Diğer teknikler olan forward, futures ve opsiyonlar da borç yönetimi için kullanılmakla beraber swap anlaşmalarıyla kıyaslandığında işlem hacimlerinin swap'a göre nispi düşük hacmi dikkat çekicidir. Ancak bu tekniklerin kullanımları da artmaktadır.

GOÜ'lerin modern dış borç yönetim tekniklerini kullanmalarına ilişkin ilgilerinin özellikle 1990'lı yılların başlarından itibaren genel olarak arttığı rahatlıkla ifade edilebilir. Yukarıda örneklerini sunduğumuz üzere bazı GOÜ'ler bu anlamda bilinçli çabalar içine girmekte ve bu teknikleri, riskleri azaltmak için kullanmaya çalışmaktadırlar. Ancak, tüm bu gelişmelere karşın GOÜ'lerin bu tekniklerden yeterince faydalanamadığını veya yeterince faydalanamayacaklarını ve gelişmelerin GOÜ'lerin küçük bir grubuyla sınırlı kalacağını da söyleyebiliriz (bu durum özellikle orta ve uzun vadeli enstrümanlar için geçerlidir). Bunun çeşitli sebepleri bulunmaktadır. Çoğu kez iç içe girmiş olan bu sınırlamalar ve sebeplerini söz konusu enstrümanların belirli özelliklerini ön plana çıkararak aşağıda inceleyebiliriz.

4.1.Risk Yönetim Tekniklerinin Kullanılabilirliği

Modern dış borç yönetim teknikleri çerçevesinde risk yönetim enstrümanlarının kullanımı her şeyden önce bu tekniklerin kullanılmasıyla borçların azaltılabilmesi veya risklerden arındırılabilmesi için bazı sınırlayıcı unsurları gözönünde tutmayı gerekli kılmaktadır. Bu sınırlamalar Ayaş (1993)'e göre;

- GOÜ'lerin finansal piyasalardaki kredibilite eksiklikleri,
- Söz konusu enstrümanların yüksek maliyetleri,
- Kurumsal ve yasal düzenlemelerdeki yetersizlikler ve
- Konunun uzmanı insan gücünün eksikliklerinde yatmakta olup, bunların üzerinde önemle durulma zorunluluğu vardır.

Öte yandan, Hazine yöneticileri açısından şu sınırlayıcı unsurlar da dikkat çekicidir (DC Gardner, 1991'den aktaran, Kırım, 1992, s.14);

-Risk yönetimi, bu amaç için kullanılabilecek tekniklere yasal mevzuatın izin verdiği ölçüde mümkündür.

-Her tür riskin yönetilebilmesi mümkün değildir. Örneğin, politik ve ekonomik risklerin yönetimi oldukça zor ve çoğu kez olanaksızdır.

-Komisyonlar ve alış satış spread'leri gibi giderler önemli bir maliyet unsuru oluşturdıkları durumlarda, risklerin etkin yönetimi güçleşebilir.

-Standart kontratlar, spot pozisyonun vade ve miktar özellikleri ile uyumlayabilir. Bu durumlarda her zaman pozisyonun belirli bir kısmı korumasız kalabilir.

-Alınan pozisyonun üzerine yazılmış mevcut bir hedging enstrümanı olmayabilir.

-Spot pozisyon olan ürün üzerine yazılmış mevcut bir hedging enstrümanı bulunsa bile (örneğin futures veya options) iki ürün fiyatlarının bire bir hareket etmemesi durumunda yine de bir risk sorunu olabilir.

-Hazine ürünleri kredi riskini, yani bu ürünü satan tarafın yükümlülüğünü yerine getirmeme riskini tamamen ortadan kaldıramazlar. Dolayısıyla kredi riski de hedging işlemlerinde göz önünde bulundurulması gereken bir risktir.

-Hedging tekniklerinin kullanımı beklentiler üzerine kuruludur. Finansman yöneticileri fiyatlar hakkında belirli bir tahmin üzerine beklenti oluşturarak hedging stratejisine karar verdiğinde, bu beklenti gerçekleşmeyebilir veya tam tersi bir gelişme olabilir. Bu durumlarda verilen kararın yanlış bir karar olma riski oldukça fazladır.

-Seçilmiş olan risk yönetim stratejisi de kendi içinde ilave zararlara yol açabilir. Örneğin, açılmış olan bir futures kontrasının, likiditenin azaldığı zamanlarda kapatılması çok güç olup, bazı ender durumlarda pozisyonun teslimat gününe dek taşınması zorunlu olabilir.

Dolayısıyla Hazine risk yönetimleri son derece dikkatli ve temkinli (profesyonel) olmak zorundadırlar. Risk yönetimi sınırlamalarının ve risklerinin bilincinde olan yöneticiler ise, hedging teknikleri ile pek çok olası mali zararı önemli ölçüde azaltabilecek ve dışsal faktörlerin olumsuz etkilerini önleyebilecektir.

4.2.Risk Yönetim Tekniklerinin Riskleri

Modern dış borç yönetimi çerçevesinde kullanılan çeşitli enstrümanların temel işlevi, gelecekteki fiyatların kilitlenmesinin sağlanması ve belirginliğin teminidir. Bir çeşit sigorta işlevi gören bu enstrümanlar gerekli ölçüde ve dikkatle kullanılabildikleri sürece gerek dış borçların yönetiminde (devletler tarafından) gerekse, firmalar tarafından kullanılabilir ve

başarılı sonuçlar da elde edilebilir. Ancak bu teknikler, riskleri yönetmek üzere kullanılmakla beraber kendileri de bazı türden risklerin kaynağı haline gelebilme olasılığını taşımaktadırlar.

Her risk yönetimi tekniğinin kendine özgü riski vardır. En azından counter-part riski denilen (yani kredi riski denilen) borcun ödenmemesi veya taahhüde uyulmaması riski vardır (Dedeoğlu, 1995, s.45). Risk yönetim enstrümanlarının iki taraflı olması ve finansal piyasaların domino etkisi denilen zincirleme riskleri beraberinde taşıdığı düşünülürse bu tür riskler her zaman olasıdır ve zaman zaman yıkıcı sonuçlara dahi neden olabilecek potansiyeller de taşımaktadır. Nitekim, Paul Krugman, 1997 yılında başlayıp halen de süren Uzakdoğu Asya ülkeleri dış borç krizinde söz konusu enstrümanlar üzerinde yanlış pozisyonlara gidilmesinin de önemli ölçüde etkili olduğunu savunmaktadır (Fortune, 1998).

Kuşkusuz kendileri birer risk yönetim aracı olarak kullanılan bu enstrümanların birer risk haline gelebilmesi ilginç ve ilginç olduğu kadar da düşündürücüdür. Ancak bu riskler, sadece söz konusu modern enstrümanlara özgü de değildir. Geleneksel tüm enstrümanlarda da modern enstrümanlara atfedilen söz konusu riskler mevcuttur (Böni, 1994, s.21). Bununla birlikte 1970 ve 1980'li yıllarda yaygın olarak kullanılan geleneksel finansal araçlar dünya ekonomisindeki ters gelişmelerin risklerinin GOÜ'lerce üstlenilmesini ifade etmekteydi ve hiç bir etkin risk paylaşımı da söz konusu değildi. Halbuki modern enstrümanlar (hedging enstrümanları) bu anlamda önemli bir gelişme olarak görülmek durumundadır (Colaco, 1985, s.5). Dolayısıyla risk yönetim enstrümanlarını kendileri de riskli kabul ederek uzak durmak tutarlı bir yol olarak gözükmemektedir.

Sorun, bunların GOÜ'ler tarafından etkin olarak kullanılabilirliği sorunudur. Son derece sofistike ürünler olan türevsel araçlar özellikle spekülatif amaçlar çerçevesinde kullanıldığında bu riskler daha belirgin olarak gözükmektedir. Ayrıca bu piyasaların aynı zamanda yeterli denetim mekanizmaları dışında olmaları da bu riski arttırabilmektedir. Özellikle tezgah üstü piyasalar bu anlamda sorunlu olarak görülmekle beraber, borsalar çerçevesinde de bu riskler vardır ve taraflardan birinin yükümlülüklerini getirememesi sistemik risk denilen ve domino etkisine yol açabilen riskleri içeriğinde taşımaktadır. Bu tür riskler ile ilgili çeşitli örnekler vermek mümkündür.

Örneğin, son dönemlerde Dell Computer Şirketi, bilgisayar satışlarından değil, türev piyasalarında giriştikleri işlemler nedeni ile büyük zararlara uğramıştır. Procter and Gamble

şirketi faiz oranlarına ilişkin yanlış pozisyonlar nedeniyle 100 milyon dolar zarar ederken, Japon petrol firması Koshima Oil, döviz kurları üzerine yanlış pozisyon nedeniyle 1,5 milyar dolar, Alman Metall Gesellshaft ise petrol fiyatları üzerine yanlış pozisyon nedeniyle 1.4 milyar dolar zarar etmişlerdir (Kozanoğlu, 1994, s.58).

Türev ürünler piyasasında ilişkin iki ünlü örnek daha verilebilir. Bunlardan birincisi, Barings olayıdır. Köklü bir İngiliz bankası olan Barings'ın el değiştirmesine yol açan gelişmeler özetle şöyle idi. Bankanın Singapur'daki menkul kıymetler bölümünde çalışan bir dealer'ı Tokyo ve Osaka borsalarından aldığı futures kontratlarını Singapur'da satarak, iki piyasa arasındaki fiyat farklılıklarından yararlanmak suretiyle arbitraj karları elde etmekteydi. Yapılan işlemler büyük hacimli olmasına karşın fiyat farklılıkları çok düşük olduğu için gerçekleşen karlar düşük olmaktadır. Yapılan işlem karşılıklı olduğundan (alınan kontratlar hemen satıldığı için) dealer (dolayısıyla Barings) açık ya da kapalı pozisyon almamakta ve bu nedenle de bir risk oluşmamaktadır.

Normal gelişen bu olaylar dealer'in 26 Ocak 1995'ten itibaren yetkisini aşarak hızla ve büyük oranlarda açık pozisyon almaya başlaması ve bunların yaklaşık 27 milyar doları bulması ile gerçek bir risk halini almış ve açık pozisyon nedeni ile yaklaşık 1 milyar dolar zarar edilmiştir. Söz konusu bankanın iflas ederek el değiştirmesine yol açan bu olay, ilgili piyasalardaki risklerin bir örneğidir (Küçükkiremitçi, 1995, s.90; George, 1995, s.61).

Benzer bir olay, İsviçre'de yaşanmış olup, İsviçre'nin en büyük bankalarından UBS, Londra'da yerleşik bağlı kuruluşu olan türevsel ürünler firmasının girdiği çok büyük zararlar nedeniyle çok zor duruma düşmüş ve yine İsviçre Bankalarından birisi olan SBC tarafından büyük ölçüde ele geçirilmiştir (Gökçe, 1998).

1994 yılında ülkemizde Türkiye Kalkınma Bankası tarafından söz konusu piyasalarda yapılan işlemler nedeniyle karşı karşıya kalınan yaklaşık 30 milyon dolarlık zarar da bu tür risklere bir örnek olarak gösterilmektedir (Toker, 1997).

Çeşitli finansal enstrümanların taşıdıkları risklerin uluslararası piyasalara taşınmasına aracılık eden türevsel enstrümanların yanlış kullanılabildiğinde neden olabileceği risklere ilişkin örnekleri arttırmak mümkündür. Hatta 1998 yılında ABD'de sadece bu tür risklerin boyutlarını gösteren F.I.A.S.C.O. gibi anlamlı bir başlığa sahip bir kitap dahi yayınlanmıştır

(Aktaran, Sanver, 1998). Bu konularla ilgili GOÜ'ler ağırlıklı bazı örnekler de dikkat çekicidir. Türev piyasalar teorik olarak, GOÜ'lere de faiz oranlarındaki, döviz kurlarındaki, tarımsal ve metalurjik fiyatlardaki oynamalardan oluşacak risklere karşı korunabilme imkanı vermektedir.

Örneğin, değişken faizli borcu olan bir ülke, faiz oranlarının yükselmesinden olumsuz etkilenir. Bu ülke, bir faiz futures kontratı satarsa kendini yükselen faizlere karşı koruyabilir. Ancak, pratikte GOÜ'lerin türev piyasalarındaki girişimleri pek başarılı değildir. 1992 sonbaharındaki Avrupa para krizinden, türev piyasalarda vadeli alış pozisyonu olan Malezya'nın yaklaşık 4 milyar dolar zararla çıkması buna bir örnek olarak gösterilir. Yine, Körfez Savaşı sırasında opsiyon piyasaları iki Latin Amerika ülkesini büyük zarara uğratabilmiştir. Hem de birbirlerine ters pozisyon almalarına karşın.

Meksika 1991 Ocak ayında Irak'ın Kuveyt'ten barış içinde çıkacağını ve bunun da petrol fiyatlarını dibe vurduracağını hesap ederek 150 milyon dolar prim ödemeli 100 milyon varil petrolü 17-19 dolar arasında fiyatlarla satma sözleşmeleri aldı. Opsiyonlar Meksika'ya fiyatlar ne olursa olsun sözleşme tipine göre 17-19 dolar arası satma hakkı veriyordu. Ancak, fiyatlar 20 doların altına düşmeyince bu hakların kullanılmasına gerek kalmadı ve ödediği primlerde yandı. Petrol ithalatçısı olan Şili ise, savaşın boyutlarının büyümesi ve fiyatların patlamasına karşı 6 aylık alış sözleşmeleri satın aldı. Fiyatlarda patlama olmayınca da yaklaşık 100 milyon dolarlık primleri yanmış oldu (Kozanoğlu, 1994, s.59).

Yukarıda verilen çeşitli örnekler söz konusu piyasaların alınan pozisyonlar gereği bir takım riskleri içerdiğine işaret etmektedir. Hiç kuşkusuz bu riskler gerçekten büyüktür. Ancak burada dikkatlerden kaçmaması gereken iki nokta vardır. Bunlardan birincisi, söz konusu piyasaların tüm içsel risklerine karşı, riskleri uluslararası piyasalara aktarması ve böylece daha önceleri GOÜ'ler için olmayan bazı imkanların devreye girmesidir. İkincisi ise, GOÜ'ler anlamında geleceğe ilişkin belirlenimin sağlanmasında bir sigorta görevi görmeleridir. Daha önce de değinildiği üzere, GOÜ'ler açısından asıl önemli olan budur ve zıt yönlü gelişmelere karşı riskler minimize edilebilmektedir. Doğal olarak bu işlemler bir miktar maliyetler de içermektedir.

Zaten GOÜ'ler ve özellikle dış borç yönetimleri açısından asıl önemli olan da bu piyasalarda spekülasyon hareketleri ve bunlardan kazanç elde etmek değil, bu piyasalar aracılığı

ile geleceğe ilişkin belirginliğin sağlanabilmesidir. Böni (1994), bu durumu ifade etmek üzere şöyle demektedir; “Gerçekte risk unsurları tüm finansal enstrümanlara ilişiktir ve bu enstrüman sahipleri tarafından yeni bir finansal hedging enstrümanı (risklerden muaf) mevcut olana kadar aktif bir şekilde var olanlarla yönetilmelidir”. Kırım (1992) ise, aynı yargıyı destekleyecek şekilde şu ifadeleri kullanmaktadır; “Finansal piyasaların bugünkü gelişmişlik düzeyi ve risk yönetim araçlarının çeşitliliği göz önüne alınırsa, finans ve hazine yöneticilerinin belli bir dönem içindeki başarısız performanslarını artık kurlardaki faizlerdeki ve hammadde fiyatlarındaki olumsuz değişmelere bağlamaları, bu alanlarda hedging imkanları olduğu ölçüde, inandırıcı ve kabul edilebilir olmayacaktır. Eğer riskler yönetilebiliyorsa, mutlaka yönetilmelidirler. Ancak, burada unutulmaması gereken en önemli nokta, risk yönetiminin sınırsız olmadığı ve hedging tekniklerinin riskleri tamamen ortadan kaldıramayacağıdır. Riskler azaltılabilir veya daha düşük başka risklerle ikame edilebilir. Ancak, hiç bir zaman tamamen ortadan kaldırılamazlar”.

Dolayısıyla GOÜ’ler bağlamında risk yönetim teknikleri spekülative pozisyonlara girilerek kazanç elde etme peşinde kullanılmadığı ve gelecekteki belirsizlikleri yönetme amaçlı olarak kullanılmak zorunluluğu olan ve bu başarılabildiği takdirde olumlu sonuçlar verebilecek potansiyeldedir. Daha önceki sayfalarda ilgili enstrümanların detaylı ve bol örnekli olarak açıklamalarının yapılmasının gerekçesi de budur. İlgili sayfalarda gösterildiği üzere türev piyasaları yoluyla, nakit piyasalarda oluşabilecek riskleri ortadan kaldırmak (hedging) mümkündür.

Tüm bu anlatılanlardan sonra modern risk yönetim tekniklerinin bir miktar riskler içerebildiğini ve bunlar gerekli şekilde kullanılmadığı zaman olumsuz sonuçlar da verebileceğini söyleyebilir ve modern dış borç yönetimi çerçevesinde bu risklerin de göz önünde tutularak kullanılmaları gerektiğini ifade edebiliriz. Bu teknikleri bir kumar olarak gören çeşitli görüşler olmakla beraber, bunların potansiyel yararlarının daha yüksek boyutlarda olabileceğini unutmamak gerekmektedir.

4.3. Risk Yönetim Tekniklerinin Önündeki Engeller

Önceki sayfalarda gösterildiği üzere, modern dış borç yönetimi çerçevesinde kullanılabilecek risk yönetim tekniklerinin cezbedici bir çok boyutu olmakla beraber bunların GOÜ’ler bağlamında özellikle orta ve uzun vadeli kullanımları açısından sınırlı uygulamalar

söz konusu olabilmektedir. Bu duruma sebep olarak yukarıda değinilen unsurların yanı sıra şu faktörlerde son derece etkili olmaktadır (Claessens, 1993, s.59);

-GOÜ'lerin kredi değeri sorunu: Yeterli kredibilite olmayışı uluslararası ticari bankalar ve yatırımcıların, GOÜ'ler ve firmalarıyla ilişkiler kurmalarını zorlaştırmaktadır. Risk yönetimi enstrümanları için kredi değeri çok önemli olduğundan, düşük kredibiliteye sahip GOÜ'lerin risk yönetimi uygulamaları zor almakta ve genellikle orta ve uzun vadeli işlemlerin büyük ölçüde yapılmamasına sebep olmaktadır.

Dolayısıyla sadece bu boyut dahi GOÜ'lerin büyük çoğunluğunun (düşük kredibiliteleri sebebiyle) söz konusu piyasalara girmelerine ve işlem yapabilmelerine engel olabilmektedir. Doğal olarak bu durum GOÜ'lerin sadece küçük bir grubuna (orta-üst gelir grubu) şans tanımaktadır. Ancak bu küçük grup için dahi sınırlar olduğu unutulmamalıdır. Çünkü, GOÜ'ler ve çeşitli kurumlarıyla risk yönetim teknikleri çerçevesinde ilişkiye giren uluslararası yatırımcılar ve finansal kuruluşlar bu işlemlerinin boyutlarını, belirli bir yükümlülük sınırını aşmamak için tavanlar ya da limitler koyarak belirli bir düzeyin üstüne çıkarmamaktadırlar. (Cassard ve Landau, 1997a, s.14). Dolayısıyla kredibilite faktörü bu anlamda GOÜ'lerin işlem kabiliyetlerini azaltıcı bir faktör olarak önemli etkilerde bulunmaktadır.

-Risk primleri: Risk yönetim enstrümanlarının ilave maliyetleri olan risk primleri, yabancı fonlara erişimde zorlukları olan ülkeler için caydırıcı unsurlar haline gelmektedir. Özellikle opsiyon tekniklerinde bu maliyetler önemli bir büyüklük haline gelebilmektedir. Opsiyon primleri oldukça yüksek olup bazı durumlarda (özellikle GOÜ'ler bağlamında) yasaklayıcı dahi olabilmektedir (Bernasconi, 1994, s.9).

-Yurtiçi Engeller: Yasal, düzenleyici ve kurumsal engeller çoğu GOÜ'lerde gerek özel sektörün gerekse devlet kurumlarının hedge yeteneklerini kısıtlamaktadır.

-Politika Engelleri: Piyasa başarısızlıkları veya devletin uyguladığı politikalar nedeniyle oluşan ekonomik bozulmalar (distortions), sıklıkla risklerin genel bütçeden karşılanmasına veya küçük üretici ve tüketicilere yansımaya neden olmaktadır. Çünkü bu ülkelerdeki kurumlar, uluslararası finansal piyasalara hedge amaçlı girmeye deneyim sebebiyle değildirlir. Ayrıca bunların gerekli motivasyondan da uzak olmaları söz konusu

olabilmektedir. Cho ve Sheng (1993) bu duruma dikkatleri çekmekte ve aynı zamanda bu ülkeler ve kurumların, söz konusu olabilecek risklere alışkın olmamalarının önemli bir neden olduğunu belirtmektedir. Bununla beraber bazı GOÜ'lerde kamu kurumları ve KİT'ler (Bankalar dahi) bütçe zorluklarından uzak veya rekabet koşullarında kar amaçlı çalışırlar. Bu gibi durumlarda risk yönetimi için bazı motivasyonların varlığından söz edilebilir.

-Devlet Müdahaleleri: Bazı GOÜ'lerde devlet, özel sektörün risklerini büyük ölçüde garantiler sağlamak yoluyla azaltmaktadır. Bu ise risk yönetiminin cazibesini ortadan kaldırmaktadır. Gizli veya açık, dolaylı veya dolaysız garantiler buna neden olmaktadır. Kur garantileri, mevduat sigorta uygulamaları, fiyat istikrarlandırma uygulamaları, vergi sisteminden gelen avantajlar bu çerçevededir. Ayrıca bunlara ülkemizde de yaygın olarak kullanılan dış borçlanmalara devlet garantisi verilmesi uygulaması da örnek olarak verilebilir.

-Teknik Bilgi (Know-how): Etkin bir risk yönetimi için enstrüman bilgileri ve kurumsal çerçevede çok büyük öneme sahiptir. Ekonominin risk yapısının bilinmesi, uygun enstrümanların belirlenmesi gibi çabalara bu ülkelerde çok ihtiyaç vardır. Nitekim çoğu GOÜ'ler bu anlamda gerekli bilgiler ve tecrübelerden yoksundurlar. Daha ötesi, uygun raporlama, kayıt, izleme, değerlendirme ve uygun bir kurumsal çerçeveye ihtiyaç çoktur. Önceki bölümde açıklandığı üzere GOÜ'ler bu anlamda çok önemli hendikaplara sahiptirler.

-Risk Yönetiminin Detaylarından Haberdar Olmak: Son derece önemli bir diğer engel olup, önceki sayfalarda detaylı olarak izah edilmeye çalışılan, sadece piyasa enstrümanlarını ve bunların stratejik kullanımını değil, aynı zamanda bunların yanlış kullanımlarından ve spekülatif boyutlarından da haberdar olmayı (awareness) kastetmektedir. Çoğu GOÜ'ler, risk yönetimini yüksek karlar, düşük borç servisleri veya yüksek ihracat fiyatları olarak görme eğilimindedir. Ayrıca çoğu zaman risk yönetiminin ilave maliyetler gerektirdiği de yeterince bilinmemektedir. Halbuki, risk yönetimi istikrarlı bir yapı ve gelecek için belirginliği sağlamayı amaçlar. Aynı zamanda piyasalardaki işlem maliyetlerinin daha önce verdiğimiz Meksika ve Şili örneğinde olduğu üzere başarılı hedging uygulamalarını başarısızmış gibi gösterebileceği de unutulmamalıdır.

-Temel Engeller (Basis Risk): Uluslararası piyasalarda risk yönetiminin her zaman tam olamamasından kaynaklanan önemli engeller vardır. Her zaman mükemmel işleyen risk yönetim tekniklerine de ulaşılmamaktadır. Veya bu anlamda uyumsuzluklar olabilmektedir

(Vade uyumsuzluğu, miktar uyumsuzluğu gibi). Özellikle tahvil piyasalarında bu durumlarla karşılaşılabilir ve gerekli zaman dilimine sahip orta-uzun vadeli enstrümanlar olmayabilir. Bununla beraber bu tür riskler, risk yönetiminin anlamsız olduğu şeklinde değerlendirmelere de yol açmamalıdır. Basis risk'ler, spot fiyat riskinden çok daha küçük olduğu için, hedging, hiç korunmamaktan çoğu zaman daha iyi bir yöntemdir (Kırım, 1992, s.11).

-Teknik Engeller: Etkin bir risk yönetimi için kritik öneme sahip bazı ön koşullara ihtiyaç duyulmaktadır. Bu gibi şartlar GOÜ'lerde yeterince veya istenilen boyutlarda bulunamamaktadır. Taşımacılık, depolama, zaman farklılıkları, veri işleme ve özellikle iletişim ve enformasyon teknolojilerindeki eksiklikler bu anlamda ciddi engeller haline gelebilmekte ve risk yönetiminin etkinliğini azaltabilmektedir. Bu faktörlere ilave olarak düşünülmesi gereken bir diğer durum da GOÜ'lerde çoğunlukla yurtiçi finansal piyasaların yeterince gelişmemişliği ve gerekli derinlikten yoksunluğudur (yurtiçi tasarrufların düşüklüğü, finansal piyasalar ve hizmetlerin az gelişmişliği, finansal enstrümanların dar bir çevre ve çeşitliliğe sahip olması, işlem hacimlerinin ve toplam piyasa değerlerinin düşük miktarları gibi).

4.4.Risk Yönetim Tekniklerinin GOÜ'ler Dış Borç Yönetimindeki Kısıtları ve Uygulama İçin Gerekli Eylem Planı

Daha önceki bölümlerde açıklandığı üzere, GOÜ'ler dış borçlanma ilişkisi oldukça grift özellikler taşımaktadır. GOÜ'lerin büyük çoğunluğu açısından ise uluslararası finansmanlar genellikle sınırlı ve daha çok ikili çok yanlı ve dış ticaret çerçeveli finansmanlar niteliği taşımaktadır. Kuşkusuz bu finansmanlar GOÜ'lerin büyük çoğunluğu açısından gerek mali koşulları gerekse ulaşılabilirliği nedeniyle hayati öneme sahiptir. Ancak bu tür finansmanların büyük çoğunluğu gerek döviz cinsi gerekse, faiz oranı gibi diğer mali şartları açısından GOÜ'lerin tercihleri çerçevesinde belirlenememekte, kredileri açan kurumlar tarafından (ve bunların finansman olanakları çerçevesinde) belirlenmektedir. Üstelik bu tür finansman sözleşmeleri genellikle katı hükümler içermekte olup çoğu açıdan esnekliklerden ve serbest kullanımlardan uzaktır. Kuşkusuz bu durum risk yönetimlerine bir diğer açıdan daha engel teşkil edebilmektedir.

Var olan duruma bakıldığında, GOÜ'lerin büyük bir çoğunluğunun resmi finansmanların toplam dış borçlar içindeki yüksek oransal yapıları nedeniyle risk yönetim

enstrümanlarına büyük ölçüde geçit vermedikleri görülmektedir. Bu durum GOÜ'lerin risk yönetim tekniklerine bir ölçüde duyarsız kalmalarına sebep olmakla beraber tamamen uzak durmakta doğru görülemez. Çünkü bu şartlar altında dahi kısmi kullanım imkanları mevcuttur. Ayrıca GOÜ'lerin özellikle orta ve üst gelire sahip olan grubunun dış borçları içinde ticari finansmanların yerinin de giderek arttığı ve orta vadede de artacağı düşünülürse risk yönetiminin öneminin artmasının da kaçınılmaz olduğunu sağlayabiliriz. Bu tür finansmanlar esneklikleri sebebiyle risk yönetimleri çerçevesinde düşünülebilecek en iyi enstrümanlardır ve kullanımları da diğer finansman şekillerine göreceli olarak daha sorunsuzdur.

Görüleceği üzere GOÜ'ler dış borç yönetimleri açısından modern dış borç yönetim teknikleri hem büyük potansiyeller hem de çeşitli zorluklar taşımaktadır. Bazı hallerde bu zorluklar risk yönetimini dahi engelleyici karakteristiklerdedir. Bu çerçevede GOÜ'lere önerilen temel yapı, bir eylem planı geliştirmek ve bunu uygulamaya koymak olarak gösterilmektedir. GOÜ'lerin orta ve üst gelir grubu bu çerçevede olup, IMF bu ülkeleri Emerging Market Countries olarak belirtmektedir. Söz konusu eylem planı risk yönetimi için en uygun stratejinin ne olacağını belirlemekte ve bu strateji çerçevesinde yapılması gerekenler Claessens (1993) tarafından şöyle özetlenmektedir;

Bunun için atılması gerekli ilk adım, ekonominin ve ilgili kurumların risk analizinin ve karşı karşıya kalabilme durumunun (risk exposure) tespitidir. Bu yapıldıktan sonraki ikinci adım ise, yurtiçi düzenleyici ve yasal çerçevenin bu enstrümanları kullanım açısından inceleyip gerekli şartlar ve özgürlüklerin sağlanması ile kurumsal yapının yeniden kurulmasıdır (özel ve kamusal alanın tamamında). Üçüncü adım ise bu tekniklerin ilgililere tanıtımı, eğitim, seminerler, burslar, stajlar ve benzeri faaliyetlerle deneyim kazandırılması yoluyla bilgi sahibi kılınmasıdır. Dördüncü adım, pilot uygulamalara gitmek olup, risk yönetimi çerçevesindeki pilot uygulamalar kamu kesiminde başlatılabilir ve geniş bir çerçevede ilgili diğer birimlere ve özel kuruluşlara yayılabilir. Böylece, yeni bir olay olarak belirtilebilecek bir durum olan risk yönetiminin faydalarından GOÜ'lerin faydalandırılması sağlanabilir. Kuşkusuz tüm bu aşamalar sürekli gözden geçirilmeli, aksaklıklar ve eksiklikler düzeltilmeli rehberlik ve diğer hizmetlerin de sağlanmasına büyük bir titizlikle devam edilmelidir (Claessens, 1993, s.63-66).

5.Modern Dış Borç Yönetimi: Kurumsal Yapılanma ve Bağımsız Dış Borç Yönetim Ofisleri

GOÜ'lerin dış yükümlülükleri nedeniyle karşılaştıkları riskler ve bunların her geçen gün artan boyutları bu ülkeleri dış borç yönetiminin modern teknikler çerçevesinde şekillendirmelerini zorunlu kılmaktadır. Ancak, söz konusu tekniklerin kullanılabilmesinde GOÜ'lerin karşı karşıya kaldıkları önemli sorunlar (önceki sayfalarda detaylı tartışıldığı üzere), bu ülkeleri yeni arayışlara ve bir eylem planına sevk etmektedir.

Bu eylem planının en belirgin adımlardan bir tanesi de yurtiçi düzenleyici ve yasal çerçevenin ilgili enstrümanları kullanımları açısından inceleyip, gerekli şartlar ve özgürlüklerin sağlanması ile kurumsal yapıların yeniden kurulması/organize edilmesi idi. Söz konusu bu yapılanma arayışında baz alınan örnekler piyasa tabanlı olan bu enstrümanların yine piyasalarda etkin bir hedging peşinde koşan özel teşebbüs firmalarının yükümlülük yönetim anlayışları ve bu yöndeki bilinçli çabaları olmuştur.

Hiç kuşkusuz devlet kurumlarının birebir özel sektörle uyuşması sözkonusu olamaz. Ancak en azından bu yapılara benzeyen bir yeniden organize süreçleri de devreye sokulabilir. İşte bu mantık modern dış borç yönetim birimlerinin yeniden organize edilmesinde ileri sürülen bir felsefe değişikliğinin ürünüdür.

Uluslararası kurumların son dönemlerdeki GOÜ'ler ekonomilerinden istedikleri temel reform önerilerinde kurumsal reformların sürekli ön plana çıkmaya başladığı düşünülürse yükümlülük yönetimdeki bu felsefe değişikliği arayışları şaşırtıcı olmaktan çıkacaktır (Melen, 1999). IMF-World Bank grubu, GOÜ'ler dış yükümlülüklerinin yönetiminde de bu tür öneriler sunmakta olup, bu önerilerin altında GOÜ'lerin dışsal risklerden daha fazla olumsuz etkilenebilmeleri ile gelişmiş ülkelerin bu alanda önemli yapısal farklılıklar yüzünden daha az riskler ile karşı karşıya kalmaları gösterilebilir. Nitekim gelişmiş ülkelerde risk yönetim enstrümanları asıl olarak özel sektörün çok yoğun kullanımı ile karşı karşıyadır.

Bu durumun sebebi gelişmiş ülkelerin, GOÜ'lere kıyasla daha az borçlanmaya gitmeleri değildir. Çalışmamızın ilk bölümünde tablolarla da gösterildiği üzere gelişmiş ülkeler devlet borçları GOÜ'lerle kıyaslandığında göreceli olarak büyük boyutlarda olup, mutlak rakamlarla bakıldığında aradaki farklılık çok daha yüksek miktarlardadır. Ancak

gelişmiş ülkelerin derin ve likit yurtiçi sermaye piyasaları hükümetlerin dış borçlanma ihtiyaçlarını azaltmakta, arzu edilen fonlar rahatlıkla yurtiçi para ve sermaye piyasalarından temin edilebilmektedir.

Bununla beraber gelişmiş ülkeler merkezi hükümetleri söz konusu mali riskleri de çok önemsemekte olup, bu tür risklerden kaçınmak için zaten elverişli olan yurtiçi piyasalardan kendi para birimleriyle borçlanmayı tercih etmektedirler. Örnek vermek gerekirse, Almanya, ABD ve Japonya yabancı para birimlerinin dış borçlanmaya hiç gitmemekte iken, Fransa ve İngiltere'nin borçlarının çok küçük bir bölümü dış borçlanma şeklindedir. Kanada için bu oran toplam borçlar içinde sadece %3'e, İtalya içinse %6'ya karşılık gelmektedir.

1990'lı yılların başlarından itibaren Belçika, Danimarka ve Yeni Zelanda gibi küçük gelişmiş ülkeler de dış borçlanmayı terk etmiş olup, yapılan dış borçlanma işlemleri ise çok büyük ölçüde var olan dış borçların yenilenmesi veya rezerv arttırmaları amaçlı olmaktadır. İrlanda dış borçlanmaya sınırlamalar getirmekte, İspanya ve İsveç ise devletin dış borçlanmasını sürdürmekle beraber bunları risklerden korumak amaçlı hedging operasyonlarını düzenli olarak yapmaktadırlar (Cassard ve Landau, 1997a, s.13). Tablo 40 gelişmiş ve gelişmekte olan bazı ülkelerin toplam devlet borçları içindeki dış borçların yüzde paylarını özetlemektedir.

Tablo 40:Çeşitli Ülkelerde Toplam Devlet Borç Stokları İçinde Dış Borçların % Payları (1996 Yılı İtibariyle)

Ülkeler	Dış Borçlar/Toplam Borçlar	Ülkeler	Dış Borçlar/Toplam Borçlar
Avusturya	17.50	Hollanda	0.00
Belçika	11.40	Portekiz	17.70
Danimarka	14.30	İspanya	7.30
Finlandiya	42.92	İsveç	28.20
Fransa	4.80	İngiltere	4.60
Almanya	0.01	Kanada	2.64
Yunanistan	30.60	Meksika	89.00
İrlanda	26.40	ABD	0.00
İtalya	6.10	Japonya	0.00
Lüksemburg	3.50		

Kaynak: Cassard ve Landau, 1997b, s.42.

Hiç kuşkusuz GOÜ'ler, gelişmiş ülkelerin bu opsiyonlarından uzak olup bazı durumlarda dış borçlanmanın döviz cinsini bile belirlemekte güçlük çekmektedir. Yurtiçi para ve sermaye piyasalarının sığ ve likit olmayan yapıları sebebiyle dış borçlanmalar bu ekonomiler için hayati önem taşımaktadır. Bu zorunluluk GOÜ'lerde merkezi devletin dış borçlanmalara gitmesini zorunlu hale getirirken, aynı zamanda (sürekli belirttiğimiz) mali risklerle de yoğun bir şekilde karşılaşmasına neden olmakta ve bunları etkin bir şekilde

yönetebilmelerini zorunlu hale getirmektedir. Nitekim Emerging Markets olarak nitelendirilen bazı GOÜ'ler (Endonezya, Malezya, Tayland, Brezilya, Şili, Meksika, Güney Kore gibi) daha önce de değinildiği üzere bu yönde çabalar içine girmekte olup, çeşitli hedging enstrümanlarını belirli ölçülerde de olsa kullanmaktadırlar.

GOÜ'lerin orta ve üst gelir grubuna sahip bu ülkelerde yürütülmekte olan risk yönetim işlemleri, halihazırda var olan dış borç yönetim sistemlerine kıyasla çok daha güçlü, kurumsal ve yasal engellerden arındırılmış, profesyonel bir yapılanmaya ihtiyaç duymaktadır. Çoğu kez yetki dağınıklıkları ve ağır bir bürokratik mekanizma şeklinde işleyen bu ülkelerdeki dış borç yönetim sistemleri bu açıdan önemli ve radikal reformlar gereksinimindedir. Çünkü hedging operasyonları önemli teknik uzmanlıklara, sofistike enformasyon teknolojisine, kontrollü ve disiplinli işlem kabiliyetlerine ihtiyaç duymaktadır. 1990'lı yıllarda bir çok OECD ülkesi bu anlamda dış borç yönetimlerinde önemli reform hareketlerine girişmişlerdir. Söz konusu bu örneklerden çeşitli dersler çıkarılmış olup bunların başlıcaları şunlardır (Cassard ve Landau, 1997, s.11);

-Merkez Bankalarının bağımsızlığını ve bütünlüğünü korumak için para politikalarından bağımsız ayrı bir borç yönetim politikasına gitmek tercih sebebidir. Merkez bankalarının rezerv yönetimi ve para politikası yönetimi gibi asli işlevlerine dönmeleri ve bu çerçevede asli fonksiyonları olmaması gereken borç/yükümlülük yönetimi gibi politikaları da Maliye Bakanlığına veya Hazine yönetimlerine terk etmeleri bu kurumların bağımsızlıkları açısından optimal bir çözüm olarak gözükmektedir. Ancak böyle bir gelişme kurumlar arası koordinasyonun etkili bir şekilde yapılmasını ve tam enformasyonu da ön şart olarak görmektedir. Aksi taktirde istenilen sonuçlar yerini istenilmeyenlere bırakabilecektir.

-Yükümlülük yönetim politikalarının politik müdahalelerden uzak, şeffaf ve görevleri çerçevesinde hesaba çekilebilirliğini garanti altına alacak bir yapıya kavuşturulması tercih edilmektedir. Bu durum tıpkı borçlanma politikasının para politikasından ayrılması suretiyle para politikasının çeşitli parasal hedeflerini yerine getirmesinde diğer kısıtlardan kurtulması gibi, borçlanma politikalarının da bağımsızlığını sağlayacak, açıkça belirlenmiş ve performans kriterlerince kuşatılmış bir borçlanma politikasının gerekli diğer şartlarının da yerine getirilmesi koşuluyla başarılı olabilmesinde etkin bir rol oynayacaktır.

Fiili dış borç yönetiminin politik müdahalelerden uzaklaştırılması, şeffaf ve görevleri çerçevesinde hesaba çekilebilmesini temin için ise ayrı ve bağımsız bir borç yönetim ofisi'nin

kurulması gerekmektedir. Bu şekilde bir yapılanmada Maliye Bakanlığının görevi önceden belirleyicilik olup, ülkelerin mikro ekonomik ve kurumsal kısıtları, risk tercihleri ve amaçları üzerine kurulu bir borç yönetimi için, orta vadeli stratejisinin belirlenmesi şeklindedir. Borç yönetim ofisini de bu çerçeve ve strateji bağlamında iç ve dış borçlanmaların belirlenen stratejiler çerçevesinde uygulanmasından sorumlu olacaktır. Borç yönetimi için belirlenecek bir eylem planının özellikle mali riskler çerçevesinde uygulanması doğru kurumsal yapılanmalar gerektirdiği için bu tür bir yapılanma içine girebilmek çok önemlidir (Claessens, 1994, s.139).

-OECD ülkelerinin tercihlerinden çıkarılan üçüncü temel ders, borç yönetiminin modern risk yönetim tekniklerinin gerektirdiği tüm tecrübe ve bilgi birikimi ile dolu olan portföy yöneticilerine emanet edilmesi ile bunların performanslarının Maliye Bakanlığı tarafından belirlenecek çeşitli kriterlere karşı sürekli ölçülmesinin borç yönetimini önemli ölçüde geliştireceğidir. Kuşkusuz bu yöndeki uygulamalar önceki iki öneri gerçekleştirilebildiği sürece başarılı olacaktır. Risk yönetim tekniklerinin son derece sofistike olması bunların klasik devlet mekanizmaları tarafından idare edilmesi yerine profesyonel, piyasaları sürekli takip edebilen ve sanki bir özel sektörmüş gibi yükümlülükleri yönetmeyi gerektirdiğinden bağımsız borç ofisleri ve portföy yöneticileri tarafından gerçekleştirmeyi gerektirmektedir.

-Dördüncü temel ders ise tüm bu işlemleri yürütebilecek yüksek kalifikasyon sahibi bir ekibin temin edilmesi ve bunlara özel sektörle rekabet edebilecek seviyelerde ücret politikası uygulanmasının gerektiğidir. Aksi taktirde tüm diğer eylemler yapılsa dahi gerekli başarıdan uzak kalılabilecektir. Hiç kuşkusuz bu tür bir çaba, ilgili kurum için yeterli diğer kaynaklar ve altyapıya yönelik ilave tahsisatları da gerektirmektedir.

Yukarda özetlenen önerilerin en dikkat çekici yönü dış borç yönetiminin yeni bir kurumsal yapıya kavuşturulmasıdır. Bağımsız ve bağımsız olduğu kadar şeffaf ve denetime açık bu yapının oluşturulabilmesi için diğer şartlarda belirlenmelidir. Ayrıca, bağımsız bir borç yönetim ofisinin kurulmasının bazı avantajları da bu çerçevede şöyle özetlenmektedir (Cassard-Landau, 1997a, s.14);

-Devlet borç portföyünün yapısını tanımak suretiyle, otoriteler daha şeffaf ve denetime açık bir borç yönetim politikasına ilişkin taahhütleri ile ilgili politik tercihlere ve finansal piyasalara sinyaller vereceklerdir.

-Bağımsız bir borç yönetim ofisi kamu sektörünün ücret skalası ya da yönetim yapısındaki bazı uygulamalara mani olmaksızın, açıkça belirlenmiş amaçlar, ekonomik ve piyasa tabanlı ilkeler ile bunları gerçekleştirmek üzere organize olmayı başarabilecektir. Bağımsız bir borç yönetimi, esnek yönetim ve kariyer yapıları oluşturabilecek, böylece nitelikli personel temininde güçlük çıkmayabilecektir.

-Bağımsız bir borç yönetim ofisi kısa vadeli politik kazançları maksimize edecek riskli stratejilere engel olabildiği gibi, aynı zamanda da yatırımcılar tarafından politik etkilerden uzaklaşması sebebiyle daha kredibil hale gelecek ve ülkenin risk priminin ve devlet borçlanma maliyetlerinin düşmesine ciddi katkılar yapabilecektir.

-Bağımsız bir borç yönetim ofisi devlet borç portföyünün likidite, piyasa ve kredi riskleri anlamında karşılanabileceği riskleri gün gün yönetebilecek ve böylece dış piyasalara düzenli ve sürekli girişler ile yükümlülüklerini sürekli olarak karşılayabilecek stratejiler yürütebilecektir. İç borç yönetimi ile bütünleşik bir yapıda götürülen bu politikalar borçlanma maliyetlerinde de önemli kazançlar sağlayabilecektir. Ayrıca borçlanma plan ve programlarının şeffaflığını ve tahmin edilebilirliğini sağlayarak devlet borçlanma senetlerinin likiditesini de arttıracaktır. Bu süreçte belirlenecek benchmarklar da (optimal portföy, performans değerlendirmesinde baz alınacak kriterler) borç yönetimine belirginliği sağlayarak yardımcı olacaktır.

Söz konusu bu yararlar tüm devlet borçlarının bir arada düşünülmesini gerektirir. Ancak bazı durumlarda kamu garantili borçlar bu kapsama alınmamaktadır. Bu ise devletin gerçek risk profilinin görülmesini engeller. Dolayısıyla borç yönetim ofisleri bu tür borçlarının tamamını da kapsayabildiği ve merkezileştirilebildiği sürece başarısını arttırabilecektir.

5.1.Benchmarkların Belirlenmesi

Dış borç yönetimlerinde bağımsız borç ofisleri oluşturulması, bu birimlerin tamamen kendi hallerine bırakılması anlamına gelmemektedir. Borç yönetim ofisleri böyle bir yapılanma içine girdiklerinde önceden belirlenmiş kriterler çerçevesinde hareket edebilecektir. Bu kriterler genellikle Maliye Bakanlığı tarafından belirlenecek olan, makro ekonomik ve kurumsal kısıtları, ekonomi yönetiminin belirleyeceği risk tercihleri ve amaçları

üzerinden belirlenmektedir. Dolayısıyla borç yönetim birimlerinin yetki çerçevesi daha önceden belirlenmiş ve sınırları çizilmiş olmaktadır. Söz konusu kurumların performans değerlendirmeleri de daha çok bu yapılar üzerine inşa edilecektir. Bu stratejik yönetimin en önemli enstrümanlardan bir tanesi benchmark (hedef portföy, optimal portföy, gölge portföy, referans portföy)'ların belirlenmesidir.

Dış borç yönetiminde, risk yönetiminin kurumsal çerçevesinin belirlenmesinde anahtar bir eylem benchmarklar'ın türetilmesidir. Kıyaslamayı, diğer bir deyişle performans değerlendirmesinde kullanılacak araçları ifade eden bu deyim (TİSK, 1998) borç yönetiminin gerek başarısının belirlenmesinde, gerekse faaliyet çerçevesinin belirlenmesinde yararlı bir araç olarak görülmektedir. Dolayısıyla benchmarklar'ın oluşturulması devlet dış borç yönetimi için aynı zamanda bir disiplin unsurudur.

Dış borçlar için benchmark seçimi; borçların istenilen döviz kompozisyonunun belirlenmesi, her döviz cinsinin hedef sürekliliğinin (duration) belirlenmesi, maksimum vade, faiz oranlarında sabit ve dalgalı enstrümanların paylarının belirlenmesi, portföyün izin verdiği finansal enstrümanların belirlenmesi (banka kredileri, endeksli tahviller, türev ürünleri gibi) süreçleri ifade eder. Bunların belirlenmesi oldukça zor ve meydan okuyucu (challenge) işlemler olup, portföy yapıcılarının amaçlarına ve risk tercihlerine bağlı olduğu kadar, aynı zamanda da ülkenin karşı karşıya olduğu makro ekonomik ve kurumsal kısıtlara da bağlıdır (Cassard ve Landau, 1997b, s.20).

Dolayısıyla belirlenecek benchmarklar, ülkeler arasında farklılıklar içerebilmektedir. Önemli olan her ülkenin kendi şartları çerçevesinde bu yapıyı kurabilmesidir. Ancak şu kadarını söylemek gerekir ki; GOÜ'ler anlamında bu tür eylemlerin özellikle risk azaltıcı ve geleceğe yönelik belirginliği sağlayıcı unsurlar içermesi gerekmektedir (Bu türden yapılan benchmark seçimleri yükümlülük yönetimlerinde olduğu kadar, varlıkların ve özellikle uluslararası rezervlerin optimal yönetim süreçlerinde de uygulanabilmekte olup, çoğu gelişmiş ülke Merkez Bankaları bu yönde benchmarklar oluşturmuşlardır).

Dış borçların yönetimi sürecinde amaçlar, risk tercihleri, makro ekonomik ve kurumsal kısıtlamalar çerçevesinde gerekli önceliklerin belirlenmesinin ardından politika yapıcılar, değişkenlerin stokastik özelliklerini modellemek ve benchmark borç portföyünü türetmek için uygun bir analitik çerçeveyi seçmelidirler. Bu konuda tek bir yöntemden söz

edilemez. Çeşitli ülkeler farklı yöntemler kullanarak bu seçimi yapmaktadır. Daha sonra yapılan bu seçimler, çeşitli simülasyon ve test teknikleri kullanılarak sınanmakta ve belirli bir şekil verilmektedir.

Örneğin, döviz kurlarının hızla değiştiği, faiz oranlarında önemli dalgalanmalar olduğuna ilişkin senaryolar kurulmakta ve bunların dış borç portföyleri üzerinde etkileri incelenerek en az etkiye yol açabilecek seçim işlemi gerçekleştirilmeye çalışılmaktadır (Cassard ve Landau, 1997b, s.25). Bir çok gelişmiş ülkenin yeni yükümlülük yönetiminde köşe taşı konumuna gelen ve bu ülkelerin sahip olmak istedikleri ideal borç profilini temsil eden benchmark portföyleri, bir kez belirlendikten sonra, çeşitli dönemlerde (genellikle yıllık) fiili portföylerle kıyaslanmakta ve değerlendirmelere gidilmektedir (Lee, 1996, s.91). Tablo 41, dış borçların döviz kompozisyonu için Avusturalya’da belirlenen bir benchmark örneği sunmaktadır.

Tablo 41: Avusturalya’da Dış Borç Döviz Kompozisyonu Benchmark’ları (1996)

	ABD Doları	Japon Yeni	Avrupa Birliği Ülkeleri Para Birimleri
Döviz ve Aktif Kompozisyonu (Toplam Aktiflerin %’si Olarak)			
Benchmark	40	30	30
Değişme Aralığı	20-60	10-50	10-50
Vade (Aylık Olarak)			
Benchmark	12	30	30
Değişme Aralığı	0-18	0-36	0-36

Kaynak: Cassard ve Landau, 1997b, s.49.

Tablo 42 ise, İsveç’te belirlenmiş dış borç döviz kompozisyonu ve iki yıl vadeli bir dönemde ulaşılması hedeflenen benchmark kompozisyonun yüzde değerlerini göstermektedir.

Tablo 42:İsveç’te Fiili ve Benchmark Döviz Kompozisyonları (31 Ağustos 1996 İtibariyle) (%Olarak)

Para Birimleri	Fiili Kompozisyon	2 Yıllık Bir Dönem İçin Belirlenmiş Benchmark Kompozisyonu	Para Birimleri	Fiili Kompozisyon	2 Yıllık Bir Dönem İçin Belirlenmiş Benchmark Kompozisyonu
Kanada Doları	2	0	ECU	4	4
Japon Yeni	24	6	Diğerleri	15	0
ABD Doları	30	12	İtalyan Lireti	0	6
GBP	6	9	Belçika Frangı	0	7
Fransız Frangı	6	16	Hollanda Guldeni	0	8
Alman Markı	13	26	Diğer ECU Unsurları	0	5

Kaynak:Swedish National Debt Office, 1996 (Hazine Müsteşarlığı Dış Finansman Yönetim Dairesinden temin edilmiştir).

Yukarıda verilen iki örnek, modern dış borç yönetim tekniklerini kullanan iki ülkeye ait olup, bu ülkelerdeki borç yönetim ofislerinin dış borç döviz kompozisyonlarıyla ilgili fiili ve benchmark portföylerini vermektedir. Ayrıca, ilgili kurumlar tarafından belirlenmiş dönemler içinde modern risk yönetim teknikleri de kullanılmak vasıtasıyla ulaşmak istenen

dış borç döviz kompozisyonlarını göstermektedir (söz konusu bu ağırlıkların tespitinde ülkelerin ticari döviz gelirleri ağırlıklı olarak etkili olmaktadır).

Dolayısıyla sahip olunmak istenen borç profillerini temsil eden benchmark portföylerin temel görevi, var olan yükümlülüklerin nakit ve türevsel ürünler işlemleri aracılığıyla bir dönüşüme uğratılması olup, bu işlem fiili kompozisyonun benchmark portföye benzetilebilmesine kadar sürdürülecektir. Kuşkusuz bu portföy değişmez olmayıp, yükümlülük yöneticilerinin talep ve görüşlerine bağlı olarak belirli dönemlerde yeniden ayarlanabilmektedir (Lee, 1996, s.91).

Portföy yöneticilerinin bu konudaki karar verebilme yetkileri ülkeler arasında farklılık göstermektedir. Bu farklılıkta devletin risk tercihleri, borçların büyüklüğü ve portföy yöneticilerinin uzmanlıkları belirleyicidir. Risk ve borç stoklarının büyük olduğu durumlarda genellikle devletler pasif bir yatırım stratejisine izin vermekte olup, fiili borç portföyünün benchmark portföye yakınlaştırılmasına izin vermekte ve belirli bir orandan daha fazla sapma gösterilmesine de müsaade etmemektedir. Ağır dış borç yükü altında olan ülkeler için bu tür bir strateji zorunlu olarak gözükmektedir (tersi de geçerli olabilir, nitekim yukarıda verdiğimiz Avusturalya örneği bu şekildeydi).

Benchmark portföyden, portföy yöneticilerine verilen sapma derecelerine ilişkin olarak çeşitli ülkelerin uygulamalarını gösterebiliriz. Buna göre, İsveç'te döviz kompozisyonunun, benchmark portföyden sapma derecesi (artı-eksi) %3 iken, Danimarka ve Macaristan'da ise, (artı-eksi) %5 olarak belirlenmiştir. İrlanda'da bu tür bir oran belirlenmemekle beraber, düşük oranlar prensip olarak arzu edilmektedir. Yeni Zelanda'da ise bu oran, daha geniş olarak tutulmaktadır (Cassard ve Landau, 1997b, s.31).

Söz konusu borç portföylerinin risklerden uzaklaştırılması sürecinde yoğun olarak türevsel işlemler uygulanmaktadır. Modern borç yönetim ilkelerini benimsemiş ve bu ilkeler çerçevesinde bir yönetim için borç yönetimlerinde bağımsız ve profesyonel borç ofislerini ön plana çıkarmış olan tüm ülkeler, söz konusu tekniklerden geniş bir çerçevede yararlanmaktadır. Ancak, bu yararlanma derecesi yapılan işlemlerin yüksek maliyetleri sebebiyle, pasif yatırım stratejisi uygulayan ülkelerde göreceli olarak daha düşük iken, aktif yönetim stratejileri uygulayan ülkelerde göreceli olarak daha yüksek boyutlardadır. Türevsel

araçların bu süreçteki kullanımları ise, asıl olarak fiili portföyün benchmark portföylere yakınlaştırılması amaçlıdır.

Örneğin, İsveç'te devlet dış borçlarının yaklaşık olarak üçte ikisi dolar ve yen cinsindendir. Halbuki, İsveç'in benchmark portföyünde bu oran %18 olarak belirlenmiştir. Dolayısıyla, İsveç borç ofisindeki portföy yöneticileri söz konusu orana ulaşabilmek amacıyla her durumda swap anlaşmaları, forwards ve futures anlaşmaları yapmakta ve benchmark portföyü tutturmaya çalışmaktadırlar.

İrlanda, Yeni Zelanda, Avusturalya ve Danimarka da bu çerçevede söz konusu enstrümanları yoğun olarak kullanmaktadır. Ancak bu enstrümanlar yüksek maliyetlerinin yanı sıra risk boyutları da hesaba katılmakta olup, ilgili ülkeler bu işlemleri (örneğin swap) sadece AA rating derecesindeki taraflarla yapmayı kabul etmektedirler (Cassard ve Landau, 1997b, s.34).

Yukarıdaki açıklamalardan görüleceği üzere, çeşitli ülkelerdeki dış borç yönetimleri son dönemlerde özellikle mali riskleri de dikkate alarak giderek daha profesyonel bir yönetim anlayışı biçiminde yeniden örgütlenmekte ve kurumsal yapılarda güçlendirerek bağımsız borç ofisleri şeklinde giderek daha fazla aktif politikalar eşliğinde yönetilmektedir. Bu durum, özellikle OECD bünyesindeki ülkelerde yoğunlaşmakla beraber daha önce de değinildiği üzere Emerging Markets olarak nitelendirilen bazı GOÜ'lerde de bu yöndeki arayışlar yoğunlaşma göstermeye başlamıştır. Bu gelişmeler dış borç yönetimlerinde zayıf yapıları ve sürekli mali risklere maruz kalmaları ve bunların boyutlarının da sürekli genişleme göstermesi nedeniyle GOÜ'lerin daha çok dikkatlerini çekmek zorundadır.

GOÜ'lerin büyük çoğunluğu açısından bakıldığında bu yöndeki çabaların verimsiz ve genellikle başarısız kalmaya mahkum oldukları da rahatlıkla söylenebilir (Özellikle düşük gelirli GOÜ'lerde), ancak aralarında Türkiye'nin de bulunduğu bir çok orta ve üst gelirli GOÜ'ler için bu yönde çıkarılabilecek dersler ve yapılması gerekli reform programları da çoktur. Modern dış borç yönetiminin ve tekniklerinin son derece sofistike olmasının yanında kurumsal açılardan da çeşitli reformları gerektirmesi sebebiyle bu alanda önemli başarılarla imza atmış ülkelerin deneyimlerinden ciddi ölçülerde istifade etme ihtiyacı bulunduğu kesindir.

5.2.Dış Borç Yönetiminde Bazı Ülkelerdeki Uygulamalar

Hiç kuşkusuz, GOÜ'lerin gelişmiş ülkelerdeki başarılı örnekleri birebir takip etme imkanları ve kapasiteleri de yoktur. Ekonomiler arası yapısal farklılıklar ve ihtiyaçların değişen boyutları ve öncelikleri bu anlamda ciddi handikaplar oluşturabilmektedir. Ancak, tüm bunlara karşın, başarılı örneklerden istifade edilebilecek pek çok boyut olduğu da kesindir. Aşağıda bu ülke örneklerinden bazıları hakkında açıklamalar yapılmaktadır.

5.2.1.İsveç

İsveç borç yönetim ofisi (SNDO) 18 yy'da kurulmuş olup, 1989 yılında parlamento'dan ayrılıp Maliye Bakanlığına bağlanarak borç yönetim pratiklerinin geliştirilmesi amaçlanmıştır. SNDO için belirlenmiş temel görev, devlet borçlanmasının (belirlenmiş ilkeler ve risk tercihleri çerçevesinde bağımsız olarak faaliyet göstererek) maliyetlerini düşürmektir. Hem iç hem de dış borç yönetiminin sorumluluğu verilmiş olan kurum dış borçlanmanın risklerini yönetmek üzere profesyonel bir kadro ile çalışmakta olup, organizasyondaki tüm personel sayısı sadece 150 civarındadır.

Benchmark portföylerinin oluşturulduğu ve dış borçların bu çerçevede yönetildiği borç ofisinde bu işlemler için her türlü türevsel ürünler kullanılmakta ve uluslararası finansal piyasalardan en uygun şartlarda finansmanlar temin edilmeye çalışılmaktadır. Bu anlamda İsveç, pozisyonunu gayet başarılı bir halde değerlendirebilen bir ülkedir. Dış borçlanmada uyguladığı etkin politikalar sonucu uluslararası piyasalarda her türlü işlemleri gerçekleştirebilmektedir. Sadece 1990 yılında, hükümetin gözetimi altında SNDO tarafından gerçekleştirilen yeni swap işlemleri sayısının 152 olduğu düşünülürse uygulanan politikanın ne kadar bilinçli olduğu daha iyi anlaşılabacaktır. Bu işlemlerin 67'si faiz swap'ı, 85 adedi ise döviz swap'ıdır. Bu işlemlerden sadece iki tanesi yeni alınan krediler için olup, geriye kalanların tamamı borç portföyünün yapısını değiştirmek ve risk kontrolü amacıyla yapılmıştır (Arkan, 1991, s.120).

SNDO'nun performansı çeşitli aralıklarla değerlendirilmekte olup, son dönemlerde yürütülen başarılı faaliyetler neticesinde borçlanma maliyetlerinde yaklaşık olarak 16 milyar kron tasarruf sağladığı da tespit edilmiştir (Cassard ve Landau, 1997s, s.17). Kuşkusuz SNDO'nun bu başarılı performansında uluslararası piyasaları çok yakından izlemesi,

ekonomik analizler yaparak döviz kurlarında ve diğer değişkenlerde gelecekteki potansiyel gelişmeleri tespit etmeye çalışması ve bunlar ışığında pozisyon belirlemesi önemli ölçüde etkili olmaktadır (bkz., Radstam, 1992, s.66).

SNDO'nun çok farklı ve ilginç bir özelliği de kurumsal performansı tespit edebilmek için dış yükümlülüklerin çok küçük bir bölümün üç özel firmanın yönetimine bırakılması olmuştur. Belirli aralıklarla değiştirilen bu kuruluşlar kendi adlarına işlem yapmamakta ve tercihlerini SNDO aracılığıyla gerçekleştirilmektedirler. Dolayısıyla sürekli olarak kurumun dışsal araçlar tarafından da denetim ve rekabet altında tutulması sağlanmaktadır (Lee, 1996, s.93). SNDO bu tür bir çabanın ortaya çıkardığı sinerji etkisinden sürekli olarak yararlanmakta ve borç yönetiminde göstermiş olduğu başarılı performansı ile dikkatleri üzerinde toplayan bir özellik sergilemektedir. Politik etkilerden kendisini uzakta tutabilen bağımsız bir yapıya sahip ve profesyonel bir ekip tarafından yönetilmesi sağlanan SNDO'nun bu başarısında parlamento tarafından çıkarılan ve borç yönetiminin çerçevesini belirleyen devlet borçlanma yasasının ve kurumlar arası koordinasyonun da çok önemli etkisi olduğu açıktır.

5.2.2.İrlanda

Bağımsız dış borç yönetim ofisi uygulamalarının en önemli örneklerinden bir tanesi de İrlanda'ya aittir. İç ve dış devlet borçlarının tamamının yönetimi 1990 yılında yapılan bir düzenlemeyle İrlanda Ulusal Hazine Yönetim Ajansı (NTM)'ya devredilmiştir. Bu düzenleme ile Maliye Bakanlığının borçlanma ve borç yönetim fonksiyonları ile merkez bankasının yurtiçi borçlanma operasyonları görevleri NTMA'ya bırakılmaktadır (Cassard ve Landau, 1997a, s.14). 1994 yılı itibariyle toplam borç stokunun 40 milyar dolar civarında olduğu ülkede toplam borç/GSYİH oranı %91'dir. İrlanda'da temel tercihlerden birisi borçların gerek miktar, gerekse oransal olarak azaltılmasıdır. 1988 yılından itibaren de dış borçlanmadan kaçınılması genel bir politika olarak belirlenmiş ve bunu sağlayabilmek için yıllık borç servisi miktarı çerçevesinde belirlenen limitler konulmuştur.

Bu politika geçerliliğini sürdürmekle beraber konjonktürel sebeplerle bazı dönemlerde aşılmıştır. Örneğin, 1992 ve 1993 yıllarında İrlanda paund'u üzeri spekülasyon girişimlere ve yurtiçi faiz oranlarındaki hızlı artışları engelleyebilmek için dış borçlanmaya ağırlık verildiği bilinmektedir (Somers, 1994, s.116). Dış borçlanmaların neden olduğu çeşitli dışsal riskleri

elimine etmek amacıyla dış borçlanmaya giderek daha az ağırlık verilmesine yönelik politikalar meyvelerini vermeye başlamış olup, 1993 yılında dış borçların toplam borçlara oranı %40 civarında iken, bu oran Tablo 40'tan görüleceği üzere 1996 yılı itibariyle %26'ya gerilemiştir.

Bağımsız bir dış borç yönetim ofisi örneği olarak NTMA, açıkça belirlenmiş performans amaçları, diğer devlet amaçlarından bağımsız hareket edebilme ve çeşitli risk yönetim teknikleri kullanmak suretiyle daha düşük borç servis maliyetleri elde edebilmek çerçevesinde konsantre olmuş faaliyetler yapmaktadır. NTMA'nın temel amacı, borçlanma maliyetlerini ve risklerini azaltmak olduğundan, düşük risk tercihli, orta vadeli bir benchmark portföy uygulaması çerçevesinde hareket edilmektedir (Cassard ve Landau, 1997a, s.114).

Söz konusu bu uygulamalar ve elde ettiği başarılı sonuçlar dikkatleri üzerine çekmiş olup, çeşitli ülke borç yönetimlerinde olduğu kadar, bankacıların da bilgi birikimlerini arttırmak amacıyla sıklıkla tavsiye istediği bir kuruluş halini almıştır. JP Morgan isimli kuruluşun teknik destekleri ve talepleri çerçevesinde şekillendirilmiş olan NTMA'nın yükümlülük yönetiminde, fiili portföy-benchmark portföy uygulamaları ve bu çerçevede gerçekleştirdiği düşük risk tercihli işlemler ve bunların bir performans değerlendirmesinde baz araçlar olarak kullanıldığı görülmektedir. Gölge portföy olarak belirtilen benchmark portföy; yabancı para bileşimi, nihai vade yapısı ve faiz oranı profillerinin belirlenmesini yapmaktadır (Lee, 1996, s.92). Söz konusu benchmark portföy ilk kez 1991 yılında belirlenmiş, 1993 yılında da yeniden revize edilmiştir. Daha sonraki yıllarda da sürekli olarak gelişmeler çerçevesinde yeniden değerlendirilmekte ve gerektiğinde değişikliklere gidilmektedir. İrlanda devletinin tüm borçlarını bünyesinde toplayarak yöneten NTMA'nın başarısında, profesyonel hareket etme kabiliyeti ve bunun için gerekli yasal, kurumsal düzenlemeler ve yeterli kaynak transferlerinin yapıyor olması belirgin derecede etkili olmaktadır.

5.2.3.Yeni Zelanda

Yeni Zelanda Borç Yönetim Ofisi (NZDMO), bağımsız borç yönetim ofisi uygulamasına işlerlik kazandırmak amacıyla oluşturulan diğer bir örnektir. NZDMO, Hazine içinde yer almasına karşın, diğer devlet organlarından önemli ölçüde bağımsız olup, kendi danışma kuruluna sahiptir. 1988 yılında para politikasının borç yönetim politikasıyla

ilişkilerini keserek ve yeni kurumsal düzenlemelere gidilerek oluşturulmuştur. NZDMO danışma kurulu yılda dört kez toplanmaktadır. Bu toplantılara hazine temsilcileri ve risk yönetim teknikleri ile ilgili teorik ve uygulamalı alanlarda uzmanlar da sürekli olarak katılmaktadır. Danışma kurulunun asli görevi, stratejik ve operasyonel risk yönetimi konularında tavsiyeler ve geniş bir çerçevede öngörüler de bulunmaktır. Ayrıca, NZDMO'nun karar verme ile yönetim süreçleri daha şeffaf hale getirilmesi de kurulun görevlerindendir.

Gerek döviz kombinasyonları, gerekse faizler ile ilgili stratejik benchmarklar Hazine veya NZDMO yönetimi tarafından (limitleri de belirtilerek) portföy yöneticilerine bildirilmektedir. Aynı zamanda tüm bu parametreler Maliye Bakanlığı tarafından da onaylanmaktadır. Düşük riskli bir portföy seçiminin yapıldığı NZDMO'da aynı zamanda aşamalı olarak yabancı para birimlerinden borçlanmayı sonlandırma düşüncesi de vardır. Kuşkusuz bu tercih, mali risklerden uzaklaşmak amaçlıdır. Tüm finansal yükümlülüklerini günlük tabanda sürekli olarak izleyen borç ofisi bir özel sektör gibi risk yönetim tekniklerinden yararlanmaktadır. Portföy yöneticilerinin performans değerlendirmeleri de bu çerçevede fiili portföy-benchmark portföy dengesi çerçevesinde ve limitler dahilinde yapılmaktadır (Cassard ve Landau, 1997b, s.17).

NZDMO'nun temel amacı, borçların ve özellikle dış borçların her türlü mali risklerden arındırılmasıdır. Bu amaç çerçevesinde dış borçları 1994 yılından itibaren sınırlamaya yönelik bir politika güden NZDMO, 1996 yılı itibariyle bu amacına ulaşmıştır (Lee, 1996, s.96).

5.2.4.Kolombiya

1995 yılından itibaren dış borç yönetim politikalarını reforme etme yönünde politikalar güden Kolombiya, gelişen piyasa ekonomileri (Emerging Markets) içerisindeki örneklerden bir tanesidir. Kolombiya Maliye Bakanlığı, ülkenin dış borç portföyünü yönetmek ve risklerden korunmasını sağlamak amacıyla ilgili personelin sorumluluklarında ve yetkilerinde çok önemli artışlar sağlamış, veri sistemlerini modernize etmiş ve gerek merkezi hükümetin, gerekse bağlı kuruluşların dış borçlarını konsolide etmiştir. Portföy yönetiminde gerekli bilgi ve tecrübeye sahip bir kadro kurulmuş ve bu personelin gerek ücret, gerekse diğer gerekli tüm ekipmanları sağlanmıştır.

En önemlisi ise tıpkı yukarıdaki ülke örneklerinde olduğu gibi dış borç portföylerinin düşük risk tercihlili bir benchmark borç portföyü çerçevesinde yönetilebilmesi için adımlar atılmaya başlanması olmuştur. Söz konusu borç portföyü, ülkenin döviz gelirlerine paralel olarak dış borçların dolar ağırlıklı döviz kompozisyonunu %72'den %85'e çekmiş, ayrıca dış borçlanma vadelerinin de profillerini uzatmayı baz almıştır (Cassard ve Landau, 1997a, s.14). Kuşkusuz bu hedeflere ulaşabilmek ve riskleri azaltabilmek amacıyla risk yönetim enstrümanlarının kullanımları da artma göstermiştir. Yukarıdaki ülke örnekleri kadar olmasa da Kolombiya'nın yeni bir borçlanma programı açıklaması ve dış borç yükümlülüklerini giderek daha profesyonel ve piyasa tabanlı enstrümanlar çerçevesinde yönetilmesi çabaları önemli gelişmelerdir (Lee, 1996, s.91). Bu yöndeki çabalar borç yönetim birimlerinin bağımsızlıklarının daha da arttırılmasına paralel olarak gelişme gösterebilecektir.

5.2.5. Macaristan

Eski bir Doğu Bloku üyesi ve şimdilerde ise geçiş ekonomisi olarak adlandırılan Macaristan, uluslararası piyasalar için yeni katılımcılardan birisi olup, ekonomisini çeşitli reformlarla yeniden yapılandırma girişimlerini sürdürmektedir. Bu girişimlerin doğal bir sonucu olarak uluslararası kurumların yoğun desteğinde dış fonlar için piyasalara çıkmaktadır. Uluslararası finansal piyasalarda yoğun katılım göstermesi Macaristan'ın dışsal mali risklerden de korunmasını gerektirmiş olup, bu konunun bilincinde politikalar güdülmekte ve piyasaların çeşitlendirilmesine çalışılmaktadır. Ayrıca özel sektörün de yoğun dış borçlanma arayışları olduğu Macaristan'da bunun için Merkez Bankasından ön izin alınması uygulaması yapılmaktadır (Urban, 1994, s.113).

Macaristan dış borç yönetimi bu çerçevede uzun yıllar Merkez Bankasının yönetimde sürdürülürken 1997 yılından itibaren bu yapıda değişikliklere gidilmeye başlanmış ve Maliye Bakanlığı net dış borç servis maliyetlerini üzerine almıştır. Merkez Bankası bu süreçte tamamen dışlanmamış olup, kendi adına yaptığı ihraçların gerektirdiği borç servislerini yerine getirmeye devam etmekte ve bunun için Maliye Bakanlığından finansman temin etmektedir (Cassard ve Landau, 1997a, s.25).

Bu konudaki nihai hedef ise dış borç yönetiminin tamamen Maliye Bakanlığına terk edilmesidir. Nitekim, 1999 yılından itibaren borç yönetimindeki tüm yükümlülükler Maliye Bakanlığına geçirilmekte olup, Merkez Bankası bu süreçte sadece mali ajan pozisyonuna

döndürülmektedir. Merkez bankasından Maliye Bakanlığına doğru olan bu yetki devri ile borç politikasının para politikasından bağımsızlığının (tersi de geçerli) teminine çalışılmaktadır (Cassard ve Landau, 1997b, s.13).

Macaristan, bu kurumsal düzenlemeleri yapmanın yanı sıra dış borç yönetimi için benchmark'larda belirlenmiş olup, dış borçların döviz kompozisyonunu hedging operasyonları yapmak suretiyle hedef borç portföyüne dönüştürmektedir (Cassard ve Landau, 1997a, s.15). Bu işlemlerde swap tekniği en çok kullanılanı olup, Macaristan yaptığı her yen cinsinden borçlanmayı aynı anda dolar cinsinden borçlanmaya takas etmektedir (Özkaban, 1997, s.11).

5.3.Modern Borç Yönetim Ofisleri Uygulamalarından Çıkarılan Bazı Sonuçlar ve OECD Ülkelerindeki Kurumsal Yapılanmalar

Yukarıda verdiğimiz çeşitli ülke örnekleri dış borç yönetim yapıları açısından gelişmiş bazı ülkelerde olduğu kadar GOÜ'lerin bazılarında da 1990'lı yıllardan itibaren önemli reform girişimlerine işaret etmektedir. Bu girişimlerde dikkatleri çeken temel noktalar ise şunlardır;

-Kurumsal yapılar yeniden belirlenmektedir. Bunun için gerekli yasal düzenlemelere gidilmektedir.

-Borç yönetim ofislerinin bağımsızlığı giderek ön plana çıkmaktadır ve devlet borçları bu kurumlar içinde merkezileştirilmektedir.

-Modern risk yönetim tekniklerinin kullanımı hızla artmaktadır. Dolayısıyla dış borçların giderek özelleşmesine paralel bunların yönetimi de piyasa tabanlı enstrümanlara kaymaktadır.

-Borç yönetimi için profesyonel ekipler oluşturulmakta ve bunlar özel piyasalarla rekabet edebilecek şartlarda çalıştırılmaktadır.

-Söz konusu kurumlar, dış borç portföylerini mali risklerden uzaklaştırmak amaçlı benchmark portföyler tespit etmekte ve fiili portföy, benchmark portföye (sahip olunmak istenen ideal borç portföyüne) benzetilmeye çalışılmaktadır.

-Söz konusu bağımsız borç ofislerinin performans değerlendirmeleri de belirlenen kriterler çerçevesinde yapılmaktadır.

-Borç yönetiminde şeffaflık ve kredibilite arayışları yoğunlaşmaktadır.

Modern dış borç yönetiminde son dönemlerde giderek yoğunluk kazanan söz konusu gelişmeler ve ülke örnekleri, günümüz dünyasında artan sermaye hareketleri ve artan finansal riskler nedeniyle hiç bir gelişmiş ya da GOÜ'nin dikkatlerinden kaçmaması gereken yeniliklerdir. Özellikle GOÜ'ler, dışsal risklerin ekonomilerinde neden olabileceği zıt yönlü gelişmelerin, gelişmiş ülkelere kıyasla daha büyük olması sebebiyle bu yönde bir strateji değişikliğine gitmek durumundadırlar. Modern dış borç yönetim teknikleri ve uygulamalarının baz alınması gerektiği bu yeni strateji, GOÜ'ler tarafından orta vadeli ve aşamalı olarak gerçekleştirilebilecek bir yeniliktir (Landau ve Mathieson, 1997, s.57). Hage-Harden (1994)'e göre, bu tür bir eylem planında atılması gerekli ilk adım; her ülkede demokratik hesap verilebilirliği olan, hükümetten bağımsız bir ulusal borç kurulunun kurulmasıdır (Aktaran: Karacan, 1997).

Kuşkusuz burada kastedilen kurul, yukarıdaki örneklerde geçen bağımsız borç ofisine karşılık gelmektedir. Bu tür bir yasal kurumsal yeniliğin gerçekleştirilmesinin ardından gerekli tahsisatlar yapılmalı ve profesyonel portföy yöneticileri tarafından kurulun yönetilmesi sağlanmalıdır. Ancak bu tür bir yönetim anlayışının başarıya ulaşabilmesi için politik müdahalelerden uzak kalabilmek ve para politikalarıyla doğrudan ilişkilendirilmeyecek derecede bir bağımsızlık ön şart olarak gözükmektedir. Böyle bir çerçevede Maliye Bakanlığı borç yönetimi için formülasyon ve kamu açıklamalarını yerine getirirken, borç ofisi de stratejiyi uygulamak ve riskleri içerecek şekilde günlük bazda bir borç yönetimini sağlamak durumundadır (Landau ve Mathieson, 1997, s.57).

Borç ofisinin bir benchmark borç portföyü oluşturması ve bu çerçevede bir yönetim sergilemesi gerekmektedir. Ayrıca borç ofisinin performans değerlendirmeleri de belirli periyotlarda toplanacak olan yönetim kurulları tarafından belirlenen limitler dahilinde yapılmak durumundadır. Bu yönde atılacak her adım sadece ilgili ülkede borç yönetiminde bir disiplin ve daha az risk sağlamakla kalmayacak, aynı zamanda ülkenin uluslararası kredi değerliliğini de arttıracak ve dış borçlanmada önemli maliyet tasarrufları sağlanabilecektir. Ayrıca borçlanma stratejisinin de yapılacak yenilikler özel sektör için de (özellikle ticari bankalar için) yol gösterici olacağından, gerek borçlanma vadesi (kısa vadeli borçlanmanın risklerinden kaçınmak anlamında) gerekse, çeşitli finansal risklerden korunma yolunda bu kesime yardımcı olabilecektir. Hiç kuşkusuz bu sadece özel sektör için değil Uzak doğu Asya örneğindeki olumsuzluklarda olduğu gibi ekonominin tamamının da dışsal krizlerden kaçınabilmesinde dolaylı olarak yardımcı olabilecektir (IMF, 1998, s.19).

Son dönemlerde OECD ülkelerinde bu tür arayışlar yoğunlaşma göstermekle beraber gelişmelerin tüm OECD ülkelerinde aynı şekilde olduğu da söylenemez. Bazı ülkelerde söz konusu bağımsızlık arayışları doğrudan yeni kurumsal yapılanmalar oluşturularak yapılmaya çalışılırken (İsveç ve İrlanda gibi) diğer bazılarında ise, var olan kurumsal yapı içinde yetkilerin genişletilmesi suretiyle bu amaca ulaşılmaya çalışılmaktadır. Esasen borç yönetimi için evrensel kabul edilmiş standart bir yapılanma şeklinden de bahsedilemez. Bu, her ülke için tarihsel geçmişe, devlet örgütlenme yapısına ve yönetim biçimlerine göre farklı şekillerde sağlanılabilir.

Nitekim, aşağıdaki tablolarda da görüleceği üzere OECD ülkelerinde borç yönetim ofisleri için standart bir yapıdan bahsedebilme imkanı genel olarak bulunmamaktadır. Avusturya, İrlanda ve İsveç bağımsız borç ofisleri oluşturmakta iken, Danimarka ve İngiltere ise bu birimi Merkez Bankaları bünyesinde bulundurmaktadır. Kanada, Almanya, Yunanistan, Japonya, Meksika ve İsviçre Maliye Bakanlığı bünyesinde borç yönetim ofislerini bulundurmakta iken, Avusturalya, Belçika, Hollanda, Yeni Zelanda ve Türkiye’de ise, bu ofisler Maliye Bakanlığından ayrılmış bir yapı olarak Hazine yönetimleri içinde örgütlenmiş ofisler olarak karşımıza çıkmaktadır.

Bu farklılaşmalar söz konusu olmakla beraber genel olarak tüm OECD ülkelerinde borç yönetim ofislerinin daha bağımsız ve daha profesyonel kurumsal yapılar haline getirilme çabaları ortak bir payda olarak karşımıza çıkmaktadır. Esasen bu arayış biçimini ve hızını belirleyen önemli bir unsur da borç stokları ve bunların ekonomiler içindeki göreceli büyüklükleri ile söz konusu kurumları politik baskılardan giderek bağımsızlaştırma arayışları olarak karşımıza çıkmaktadır. İleriki yıllarda bu arayışların daha da yoğunlaşacağı ve var olan borç ofislerinin yerlerinde önemli değişimler olmasa bile bağımsızlık ve profesyonelleşme arayışlarının artacağını söylemek mümkündür. Tablo 43, 44, 45a, 45b, 46a, 46b bu çerçevede söz konusu ekonomilerde borç ofisleri ile ilgili bazı bilgileri özetlemektedir.

Tablo 43: OECD Ülkelerinde Borç Ofislerinin Kurumsal Yapısı: Bağımsız Borç Ofisleri

	Avusturya	İrlanda	İsveç
1.Borç Yönetim Ofisinin devlet organizasyonu içindeki pozisyonu	Maliye Bakanlığına bağlı Bağımsız kurumsal yapı	Maliye Bakanlığı altında bağımsız ajans	Maliye Bakanlığı altında bağımsız ajans
2.Yönetim Kurulunun varlığı	Evet	Danışma Komitesi	Evet
3.Politik güçten bağımsızlık derecesi	Yüksek derecede bağımsız	Bağımsız	Bağımsız
4.Borç Yönetim Ofisi özel performans kriterlerine sahipmidir?	Spesifik kriterler yok	Var	Var
5.Borç Yönetim Ofisi personelinin mukayeseli ücret seviyesi	Sivil hizmetlerden daha yüksek, bankalarla kıyaslanabilir.	Sivil hizmetlerden daha yüksek, bankalarla kıyaslanabilir.	Sivil hizmetlerden daha yüksek, bankalarla kıyaslanabilir.
6.Mali Ajansı	Posta Tasarruf Bankası ve diğer özel bankalar	Ajansın kendisi	İsveç Menkul Kıymetler Merkezi
7.İstatistiki projeksiyon ve izleme işlemlerini kim elinde tutuyor?	Maliye Bakanlığı	Finansman departmanı	Borç Ofisi

Kaynak:OECD (Aktaran; Cassard ve Landau, 1997b, s.45.

Not: Yukarıdaki Tablo özet olup, tamamı 19 sorudan oluşan metnin geriye kalanı, orijinal çalışmadan izlenebilir.

Tablo 44: OECD Ülkelerinde Borç Ofislerinin Kurumsal Yapısı: Merkez Bankası Bünyesindeki Borç Ofisleri

	Danimarka	İngiltere
1.Borç Yönetim Ofisinin devlet organizasyonu içindeki pozisyonu	Merkez Bankası Bünyesinde	Hazine ve Merkez Bankası
2.Yönetim Kurulunun varlığı	Hayır	Hayır
3.Politik güçten bağımsızlık derecesi	Borçlanma programı Maliye Bakanlığı tarafından onaylanıyor	Limitler dahilinde bağımsız
4.Borç Yönetim Ofisi özel performans kriterlerine sahipmidir?	Sadece dış borçlanma için	Var
5.Borç Yönetim Ofisi personelinin mukayeseli ücret seviyesi	Sivil hizmetlerle ve bankalarla kıyaslanabilir (yüksek).	Sivil hizmetlerle kıyaslanabilir, Özel bankalardan biraz düşük
6.Mali Ajansı	Merkez Bankası	Merkez Bankası
7.İstatistiki projeksiyon ve izleme işlemlerini kim elinde tutuyor?	Merkez Bankası	Hazine ve Merkez Bankası

Kaynak:OECD (Aktaran; Cassard ve Landau, 1997b, s.46.

Not: Yukarıdaki Tablo özet olup, tamamı 19 sorudan oluşan metnin geriye kalanı, orijinal çalışmadan izlenebilir.

Tablo 45a: OECD Ülkelerinde Borç Ofislerinin Kurumsal Yapısı: Maliye Bakanlığı İçindeki Borç Ofisleri

	Kanada	Almanya	Yunanistan
1.Borç Yönetim Ofisinin devlet organizasyonu içindeki pozisyonu	Maliye Bakanlığı Bünyesinde	Maliye Bakanlığı Bünyesinde Müsteşarlık	Maliye Bakanlığı Bünyesinde
2.Yönetim Kurulunun varlığı	Hayır	Hayır	Hayır
3.Politik güçten bağımsızlık derecesi	-	Genelde bağımsız	-
4.Borç Yönetim Ofisi özel performans kriterlerine sahipmidir?	Hayır	Hayır	-
5.Borç Yönetim Ofisi personelinin mukayeseli ücret seviyesi	-	Sivil hizmetlerle eşdeğer,	-
6.Mali Ajansı	Merkez Bankası	Merkez Bankası	-
7.İstatistiki projeksiyon ve izleme işlemlerini kim elinde tutuyor?	Merkez Bankası	Devlet Borçlanma Birimi	Maliye Bakanlığı

Kaynak:OECD (Aktaran; Cassard ve Landau, 1997b, s.47.

Not: Yukarıdaki Tablo özet olup, tamamı 19 sorudan oluşan metnin geriye kalanı, orijinal çalışmadan izlenebilir.

Tablo 45b: OECD Ülkelerinde Borç Ofislerinin Kurumsal Yapısı: Maliye Bakanlığı İçindeki Borç Ofisleri

	Japonya	Meksika	İsviçre
1.Borç Yönetim Ofisinin devlet organizasyonu içindeki pozisyonu	Maliye Bakanlığı Bünyesinde Departman	Maliye Bakanlığı Bünyesinde Müsteşarlık	Maliye Bakanlığı Bünyesinde Departman
2.Yönetim Kurulunun varlığı	Hayır	Hayır	İzleme komitesi
3.Politik güçten bağımsızlık derecesi	Bağımlı	Kalkınma Planları çerçevesinde bir bağımsızlık	Genelde bağımsız
4.Borç Yönetim Ofisi özel performans kriterlerine sahiptir mi?	Hayır	Esnek kriterler	Hayır
5.Borç Yönetim Ofisi personelinin mukayeseli ücret seviyesi	Sivil hizmetlerle eşdeğer, Bankalardan düşük	Sivil hizmetlerle eşdeğer, Bankalardan düşük	Sivil hizmetlerle eşdeğer, Bankalardan düşük
6.Mali Ajansı	Merkez Bankası	Özel bankalar	Merkez Bankası
7.İstatistiki projeksiyon ve izleme işlemlerini kim elinde tutuyor?	Devlet borçlanma birimi ve Bütçe Bürosu	Çeşitli devlet Kurumları	Finansal planlar ve bütçe bölümü

Kaynak:OECD (Aktaran; Cassard ve Landau, 1997b, s.47.

Not: Yukarıdaki Tablo özet olup, tamamı 19 sorudan oluşan metnin geriye kalanı, orijinal çalışmadan izlenebilir.

Tablo 46a: OECD Ülkelerinde Borç Ofislerinin Kurumsal Yapısı: Hazine İçindeki Borç Ofisleri

	Avusturalya	Belçika	Hollanda
1.Borç Yönetim Ofisinin devlet organizasyonu içindeki pozisyonu	Hazine	Hazine	Hazine
2.Yönetim Kurulunun varlığı	Hayır	Hayır	Hayır
3.Politik güçten bağımsızlık derecesi	Yüksek derecede bağımsız	Bağımsız Değil	Bağımsız
4.Borç Yönetim Ofisi özel performans kriterlerine sahiptir mi?	Evet	Hayır	Vade ve borç maliyeti için genel kriterler
5.Borç Yönetim Ofisi personelinin mukayeseli ücret seviyesi	Sivil hizmetlerle eşdeğer, Merkez Bankasının altında	Sivil hizmetlerle eşdeğer, Özel bankalardan düşük	Sivil hizmetlerle eşdeğer, Özel bankalardan düşük
6.Mali Ajansı	Merkez Bankası	Merkez Bankası ve Finansal araçlar	Hazine içi ajans
7.İstatistiki projeksiyon ve izleme işlemlerini kim elinde tutuyor?	Hazine borç yönetim birimi	Hazine kamu borçları ofisi	Hazine içi ajans

Kaynak:OECD (Aktaran; Cassard ve Landau, 1997b, s.43.

Not: Yukarıdaki Tablo özet olup, tamamı 19 sorudan oluşan metnin geriye kalanı, orijinal çalışmadan izlenebilir.

Tablo 46b: OECD Ülkelerinde Borç Ofislerinin Kurumsal Yapısı: Hazine İçindeki Borç Ofisleri

	Yeni Zelanda	Türkiye
1.Borç Yönetim Ofisinin devlet organizasyonu içindeki pozisyonu	Hazine	Hazine Müsteşarlığı
2.Yönetim Kurulunun varlığı	Danışma kurulu	Hayır
3.Politik güçten bağımsızlık derecesi	Özel bir bağımsızlık yok	Normal Şartlarda Bağımsız
4.Borç Yönetim Ofisi özel performans kriterlerine sahiptir mi?	Evet	Hayır
5.Borç Yönetim Ofisi personelinin mukayeseli ücret seviyesi	Yüksek	Sivil hizmetlerle eşdeğer, Özel bankalardan düşük
6.Mali Ajansı	Merkez Bankası	Merkez Bankası
7.İstatistiki projeksiyon ve izleme işlemlerini kim elinde tutuyor?	Hazine	Hazine içinde Kamu Finansmanı Genel Müdürlüğü

Kaynak:OECD (Aktaran; Cassard ve Landau, 1997b, s.43.

Not: Yukarıdaki Tablo özet olup, tamamı 19 sorudan oluşan metnin geriye kalanı, orijinal çalışmadan izlenebilir.

DÖRDÜNCÜ BÖLÜM

TÜRKİYE EKONOMİSİNDE ULUSLARARASI FİNANSMAN VE DIŞ BORÇLARIN, NET KAYNAK TRANSFERLERİ ÇERÇEVESİNDE TARİHSEL OLARAK İNCELEMESİ

Türkiye ekonomisinin uluslararası finansman ile olan ilişkileri uzun dönemler boyunca sınırlı gelişmeler gösteren bir karakter sergilemiştir. Bu durum, dış borçlanma açısından göreceli olarak hareketli geçen çeşitli dönemlerde dahi uluslararası finansmanın diğer şekillerine olan mesafeli ve ihtiyatlı politikalar nedeniyle 1980’li yıllara dek geçerli olmuştur. İzlenen kalkınma politikalarının politik bir yansıması olarak kabul edilebilecek bu özellik 1980’den itibaren radikal bir değişikliğe uğramış ve uluslararası finansmanın tüm çeşitleriyle harekete geçirilmesine yönelik politikalar uygulanmaya başlanmıştır. Önceki dönemlerin aksine, sadece kamu sektörünün değil, özel sektörün de geniş bir serbesti içerisinde uluslararası finansmanlara yöneldiği görülmektedir. Bu yeni evrenin temel hedefi, finansal akımların ülke ekonomisine sürekli net pozitif kaynak transferi sağlamak olmuştur.

İktisadi büyümeyi hızlandırmak ve gelişme yolundaki Türkiye ekonomisine çeşitli açılardan destek sağlamak amaçlı yeni politikalar neticesinde dış borç stoku hızla artış gösterirken, uluslararası finansmanın diğer şekilleri de benzer bir gelişmeye sahne olmuştur. Çalışmanın bu bölümü söz konusu gelişmeleri ve konu üzerine belirleyici olan temel dinamikleri analiz etmeyi amaçlamaktadır. Bu çerçevede sırasıyla Türkiye ekonomisi açısından uluslararası finansman ve dış borçlanmanın önemi ve bunların dönemsel gelişim trendleri net kaynak transferleri çerçevesinde incelenerek ortaya konulmaya çalışılacaktır. Ayrıca, 1997 yılından itibaren ortaya çıkan global krizin Türkiye’nin dış finansmanları açısından etkileri üzerinde de durulacaktır.

1. Türkiye Ekonomisinde Uluslararası Finansman ve Dış Borçlanmanın Önemi

Türkiye ekonomisinde tüm sosyal, siyasal ve ekonomik boyutlu sorunların temelinde finansal kaynak sorunlarının yattığı görüşü yaygın bir düşüncedir. Buna göre, iç tasarrufların kalkınmanın finansmanında kullanılacak fonları sağlayabilecek düzeyde olmaması kaynak sorununu arttırmaktadır (Minibaş, 1986, s.296). Gelişme sürecinin farklı safhalarında farklı

iktisat politikaların uygulandığı ülkemizde hemen her dönemde en önemli sorunlardan bir tanesi kaynak-financeman yetersizlikleri olmuştur. Özellikle ikinci dünya savaşı sonrasında ekonominin yurtiçi kaynakların ötesinde kaynak kullanımını gerektiren bir büyüme rayına oturturulması ve bu yöndeki bilinçli çabalar Türkiye ekonomisinin uluslararası finansman ihtiyaçlarını arttırmıştır (Berksoy ve Saltoğlu, 1998, s.45).

Çalışmanın üçüncü bölümünde gösterildiği üzere gelişmiş ülkelerin pek çoğu ihtiyaç duydukları finansmanların ya tamamını ya da çok büyük bir bölümünü yurtiçi finansmanlar şeklinde temin etmekte ve genellikle dış borçlanmadan kaçınmayı tercih etmekteledir. Bu sayede dış borçlanmanın getirebileceği her türlü dışsal riskler elimine edilebilmekte, borç idarelerinin temel görevi genellikle iç borçlanma ve yönetimi ile sınırlı olmaktadır. Gelişmiş ülkelerin sahip oldukları geniş ve derinliğe sahip finansal piyasalar bu amaca rahatlıkla hizmet edebilmektedir. Böylece, gelişmiş ülkeler GOÜ'lere kıyasla çok daha yüksek borç stoklarına sahip olmakla beraber, bunları döndürebilmekte (roll-over) genellikle ciddi sorunlarla karşılaşmamaktadırlar.

GOÜ'ler ve bu bağlamda Türkiye ekonomisi, finansal piyasaların sıkı yapıda olmaları sebebiyle düşük miktartlı olsalar dahi borç stoklarını döndürebilmekte önemli güçlüklerle karşı karşıyadırlar.

Tablo 47: Çeşitli Ekonomilerde Finansal Sistem ve Kamu Borçlarının Boyutları (1995 Verileri, % olarak)

Ülkeler	Finansal sistem/Milli Gelir	Kamu Borçları/ Finansal Sistem	Ülkeler	Finansal Sistem/Milli gelir	Kamu Borçları/ Finansal Sistem
Belçika	92	163	Fransa	73	73
Danimarka	42	183	İtalya	61	204
Almanya	57	162	Hollanda	80	102
Yunanistan	55	197	İngiltere	60	58
İspanya	89	64	Türkiye	18	323

Kaynak: TBB, Bankacılık ve Araştırma Grubu, Bankacılar Dergisi, Haziran 1996, s.18.

Not: Yukarıdaki tablonun oluşturulmasında kullanılan finansal sistem verileri M3 olarak alınmış olup, içerisinde bulunan kalemler şöyledir; M3: Dolaşımdaki para + Vadesiz mevduat (resmi mevduat dışında) + Vadeli mevduat (resmi mevduat dışında) + Resmi kuruluşların mevduatı + Merkez Bankasındaki diğer mevduat.

Tablo 47'den görüleceği üzere, Türkiye'deki finansal sistem (M3 olarak), gerek mutlak olarak gerekse finansal sistemin milli gelire oranı olarak dikkate alındığında çok sınırlı bir büyüklüktedir. M3'ün milli gelire oranı Avrupa Birliği ülkelerinde %80 civarında iken, bu oran ülkemizde %18'dir. Türkiye'deki kamu borçlarının (iç ve dış) milli gelire oranı daha düşük düzeylerde olmakla beraber, kamu borçlarının finansal sektörün büyüklüğüne oranı çok yüksek seviyededir. Örneğin, Almanya'da %163, Belçika'da %183, Fransa'da %73, İngiltere'de %58, İspanya'da %64 olan bu oran Türkiye'de %323'tür.

Dolayısıyla, Türkiye ve diğer GOÜ'ler söz konusu borç yükünü belirli seviyelerde tutabilmek için bir yandan borçlanmalarını sınırlamaya çalışmak, diğer yandan da finansal sistemlerini büyütmek ihtiyacı içindedirler. Ancak, bu iki amaca aynı anda ulaşabilmek zordur ve kalkınma arayışları bu ekonomilerin dış borçlanmalara gitmelerini zorunlu kılmaktadır. Bu zorunluluk sadece yurtiçi finansman yetersizliği boyutlarında kalmamakta, ayrıca, dış ticaret ve ödemeler dengesinin finansmanı bağlamında da kendisini hissettirmektedir. Öte yandan, Türkiye ve diğer GOÜ'leri dış borçlanmalara sevk eden bir üçüncü boyut ise, var olan dış borç stoklarının döndürülebilmesinin (refinansmanı) gerekliliği nedeniyle yeni dış borçlanmalara gitme zorunluluğudur.

Türkiye ekonomisini dış borçlanmalara sevk eden diğer bir sebep ise, 1980'li yıllarla birlikte gündeme gelen finansal serbestleşmeye bağlı olarak ortaya çıkan piyasalararası finansman maliyetlerindeki farklılıklardır. Bu sebeble ekonomik birimler, finansman ihtiyaçlarının temininde yurtiçi ve yurtdışı fon maliyetlerini geleceğe ilişkin beklentileri çerçevesinde değerlendirerek dış borçlanmayı tercih edebilir hale gelmişlerdir. Özellikle, 1980'li yılların sonlarından itibaren bu durum Türk ekonomisi için yeni bir dış borçlanma motivasyonu olarak önemini giderek arttırmıştır. Sonuç olarak kalkınma arayışındaki Türkiye'nin kaynak ihtiyacı uzun yıllardır hep olagelmıştır. Bunu, 1950 sonrasında itibaren aşağıdaki Tablo 48'den de görmek mümkündür.

Tablo 48: Türkiye ekonomisinde 1950-1998 Döneminde GSMH Büyüme Hızları, Yurt İçi Tasarruflar, Sabit Sermaye Yatırımları ve Kaynak Dengesinin Gelişimi (Cari Fiyatlarla) (% Olarak)

Yıllar	GSMH Büyüme Hızı	Yurtiçi Tasarruflar	Sabit Sermaye Yatırımları	Kaynak Dengesi	Yıllar	GSMH Büyüme Hızı	Yurtiçi Tasarruflar	Sabit Sermaye Yatırımları	Kaynak Dengesi
1950	12.8	12.1	11	1.1	1979	-0.5	15.7	21	-5.3
1955	7.9	18.1	15.9	2.2	1980	-2.8	16	19.6	-3.6
1960	3.4	16	16.1	-0.1	1981	4.8	18.3	18.7	-0.4
1962	6.2	12.8	15.2	-2.4	1982	3.1	17.1	18	-0.9
1963	9.7	15.1	17	-1.9	1983	4.2	16.5	18.9	-2.4
1964	4.1	16.8	16	-0.8	1984	7.1	16.5	17.9	-1.4
1965	3.1	17.7	17	-0.7	1985	4.3	18.9	20	-1.1
1966	12	18.8	17.7	1.1	1986	6.8	21.9	23.1	-1.2
1967	4.2	20.1	19.3	0.8	1987	9.8	23.9	24.6	-0.7
1968	6.7	21.1	20.9	0.2	1988	1.5	27.2	26.1	1.1
1969	4.3	22.1	22.4	-0.3	1989	1.6	22.1	22.5	-0.4
1970	4.4	22.1	22.2	-0.1	1990	9.4	22	22.6	-0.6
1971	7	20.8	19.7	1.1	1991	0.3	21.4	23.7	-2.3
1972	9.2	21.4	20.8	0.6	1992	6.4	21.6	23.4	-1.8
1973	4.9	21.5	20.4	1.1	1993	8.1	22.7	26.3	-3.6
1974	3.3	19.6	19	0.6	1994	-6.1	23.1	24.5	-1.4
1975	6.1	19.6	21.5	-1.9	1995	8	22.1	24	-1.9
1976	9	22.5	24.6	-2.1	1996	7.1	19.8	25.1	-5.3
1977	3	20.4	25.9	-5.5	1997	8.3	21.3	26.3	-5
1978	1.2	17	22.6	-5.6	1998	3.8	21.2	26	-4.8

Kaynak: DPT, TCMB. (1987 Yılından itibaren DİE yeni milli gelir serisi kullanılmıştır).

Kaynak ihtiyacı hep var olan Türkiye ekonomisinin uluslararası finansman ve bu bağlamda dış borçlanma ile olan ilişkileri süreklilik arz eden tek bir eğilim göstermemiştir. Ekonominin gelişim sürecinde çeşitli dönemlerde çeşitli trendlerin varlığı söz konusudur. Bu durum, ülkemizde izlenen makro ekonomik politikalar ve gelişme konseptlerinin doğrudan veya dolaylı sonuçları olarak karşımıza çıkmaktadır.

Çeşitli dönemlerde izlenen farklı ekonomi politikalarına karşın çoğu kez bunların popülizm içeriği ağır basan gelir ve harcama politikaları olması ve yurtiçi tasarrufları artırma eğiliminden uzak kalmaları genel karakteristik olmuş ve dolayısıyla ülke ekonomisinin uluslararası finansmanlara olan bağımlılığını arttırıcı tesirler yaratmıştır. Bu anlamda iktisat politikalarının Uzak Doğu Asya ülkelerinin genel özelliği olan daha çok tasarruf, daha az tüketim ve daha çok yatırım üçgenindeki politikalarından oldukça farklı olduğunu belirtebiliriz. Söz konusu bu farklılık Tablo 2 ve 48'den izlenilebilmektedir (Uzak Doğu ülkelerinin tasarruf eğilimlerini belirleyicileri için bkz, Gulati ve Thimann, 1997).

Öte yandan, Türkiye ekonomisinin uluslararası finansmanla olan ilişkileri, sermaye akımlarının nitelikleri açısından da farklılıklara sahiptir. Çoğu kez GOÜ'lere yönelik dış finansman akışları ile (özellikle dış borçlanma açısından) örtüşük bir karakter sergileyen bu durum, ülkemiz ekonomisinin diğer GOÜ'ler gibi dış konjonktürel gelişmelerle doğrudan ilişkili bir yapıya sahip olduğuna işaret eder. Bu durumu, 1980 öncesi dönem ve sonrası dönem olmak üzere başlıca iki başlık altında analiz etmek uygun bir inceleme şekli olarak görülmektedir.

2.1980 Öncesi Dönemde Uluslararası Finansman ve Dış Borçlar

Türkiye ekonomisinde uluslararası finansman ve dış borçlanma ilişkileri 1980 sonrası dönemle kıyaslandığında 1923-1979 döneminin göreceli olarak pasif bir yapıda olduğu gözlenmektedir. Bununla birlikte söz konusu dönem kendi içinde de farklı dinamikler ve trendler içermektedir. Çeşitli çalışmalar, bu dönemin incelemesini üç boyutta ele almaktadır. Bunlardan ilki, 1923-1950 arası dönem olup gerek siyasi gerekse ekonomik alanda yeni kurulan bir ülkenin karşılaşılabileceği tüm zorluklar ve transformasyon süreçlerinin özel bir ağırlığı, fakir bir hammadde ekonomisi için dönemin temel belirleyicisi olmuştur. Üstelik bu dönem, ülkenin Lozan anlaşmasından kaynaklanan olumsuz bazı yükümlülükleri ve negatif dış finansman süreçlerini karşılamak zorunluluğunu da kapsamaktadır.

Dönem boyunca gerçekleştirilen millileştirme faaliyetleri bu sürecin hızlanmasına neden olurken net negatif sermaye transferlerine neden olmuştur. Duyunu Umumiye idaresinin olumsuz hatıraları, dünya ekonomik krizi ve 1930'lu yıllardan itibaren izlenen devletçi ekonomik politikalar genç cumhuriyetin kuruluşundan 1937 yılına kadar dış borçlanmalar konusunda aşırı hassasiyet göstermesine neden olmuştur. Bu hassasiyet, hükümetlerce izlenen bütçe politikalarında da kendisini göstermiştir.

Dönemin ilginç özelliklerinden bir tanesi ise 1934-1938 arası dönemde Birinci Beş Yıllık Kalkınma Planının uygulamaya konularak Sovyetler Birliği'nden sonra dünyada ilk planlı kalkınma girişiminde bulunan ülkenin Türkiye olmasıdır (Altan, 1986, s.53). Nitekim, Birinci Beş Yıllık Plan çerçevesinde halen de varlığını koruyan bazı KİT'ler kurulmuş ve bunların finansmanında ikili finansman imkanları işletilmeye çalışılmıştır. Kayseri ve Nazilli mensucat fabrikalarının Sovyetler Birliği'nden, Karabük Demir Çelik Fabrikasının ise İngiltere'den alınan kredilerle kurulması bu çerçevededir (Poyraz, 1995, s.8). 1935-45 yılları arasında ise gerek İkinci Dünya Savaşı yüzünden İkinci Sanayi Planının uygulamaya geçirilememesi ve gerekse bu dönemde sürekli bir seferberlik havasının yaşanması ülke üretiminde gerilemelere, yaygın enflasyonlara ve diğer ekonomik sorunlara neden olmuştur. İkili finansmanlar şeklinde alınabilen bazı krediler ise savunma harcamalarına giden miktar ve kalanlarının verimli alanlarda kullanılamaması sebebiyle ülkeye net katkılar yapmamıştır.

Özetle, 1923'den 1940'lı yılların sonlarına dek Türkiye ekonomisinin uluslararası finansman ilişkileri genellikle son derece sınırlı olmuştur. Yabancı sermaye yatırımlarının engellenmesi ve yapılan millileştirmeler bu alanda önemli kısıtlar olmuştur. Uluslararası finansman ilişkileri asıl olarak siyasi yönü ağır basan ikili finansmanlar şeklinde gerçekleşmiştir. Dolayısıyla, bu dönemde Türkiye ekonomisinin göstermiş olduğu performansın oldukça zayıf kalmasında diğer faktörlerin yanı sıra ülkenin uluslararası finansmanlardan yeterince yararlanma isteğinin olmaması da etkili olmuştur.

İkinci Dünya Savaşı sonrası dönem iki kutuplu yeni dünya düzeninin ve yeni uluslararası kurumların oluşturulduğu bir dönemdir. Bu dönem aynı zamanda Türkiye ekonomisi açısından iç ve dış etkilerin kesişmesi nedeniyle, ülkenin daha liberal adımlar atmasını gündeme getirmiş ve uluslararası finansmanlara olan ilginin artmasına yol açmıştır. Truman doktrini çerçevesinde uygulamaya konulan Marshall Planından yararlanma

abalarının yanısıra, ikili ve çok yanlı finansman arayışlarının bur dönemde yoğunlaştığı ve önemli miktarlarda dış kredi teminine gidildiğı görülmektedir (Açba, 1988, s.194).

Özel sektöre ve uluslararası finansmanlara büyük ümitlerin bağlandığı bu yeni dönemde, dış kaynak için öncelik doğrudan yabancı sermaye yatırımlarına verilmiştir. Bu konuda çeşitli yasal düzenlemelere gidilmiş olmakla beraber, istenilen sonuçlara ulaşılamaması dış borç üzerinde yoğunlaşmaya neden olmuştur. Özellikle ikili ve çok yanlı finansmanlarda bir patlama yaşanmıştır. ABD’den sağlanan önemli miktardaki ikili finansmanlar ve bunların önemli bir bölümünün de bağış şeklinde olması dikkate değerdir. Dış borç stoklarının dönem boyunca yaklaşık %800 civarında artması ve demeler dengesi problemleri sonuçta dış borç krizine neden olmuştur.

Özellikle döviz gelirlerinin istenilen seviyelere ulaşmamış olması bu sonucu kaçınılmaz kılmıştır. Belirtilen dönemde ithalat karşılıklarının ithalatçılar tarafından Merkez Bankasına Türk Lirası olarak yapılması ve karşılığı dövizin Merkez Bankasınca transferi sözkonusu idi. Ancak bu transferler döviz krizine paralel olarak zamanında yapılamamış ve dolayısıyla yeni döviz gereksinimlerini ortaya çıkarmıştır. Transferi gecikmiş borçlara ise gecikmeli anlamına gelen “Ariyere Borçlar” denilmiştir. 1958 yılında ilan edilen moratoryumla birlikte ödenmesi daha da geciken ve 1971’de bitirilebilen bu borçların kur farklarının tümü de devlet hazinesinden karşılanmak durumunda kalınmıştır (Bal, 1998, s.72).

1950’li yıllar bir bütün olarak önceki dönemle kıyaslandığında çok daha liberal bir programın izlenmeye çalışıldığı, fakat borç yönetiminde karşılaşılan sorunlar sebebiyle de önemli açmazlarla karşılaşılan bir dönem olmuştur. Uluslararası finansmanlara verilen özel önem dış borç stoklarındaki hızlı artışların yanısıra, borç stokunun yapısal değişiklikler göstermesine neden olmuştur. Bu dönemde merkezi devlet ve bağlı kuruluşların yanısıra özel sektörün ciddi miktarda dış kredi kullanması sözkonusu olmuştur. Özel sektör bir yandan kendi yaptığı anlaşmalar diğer yandan kamu kesimince alınan krediler yoluyla önemli bir dış kaynak kullanmıştır.

Ancak bu süreçler daha çok üstü örtük bir mekanizma oluşturmuştur. Zira, bu dönemde sıkı kambiyo politikaları nedeniyle sermaye hareketleri (zellikle özel olanları) ok sınırlı kalmak zorundaydı. Dolayısıyla zel sektör, yetkili organlar tarafından onaylanmak ve özel izin almak kaydıyla proje kredileri kullanabilmiştir (Bakanlar Kurulunca onaylanan

Hazine garantili krediler). Ayrıca, devlet tarafından alınan kredilerin bir kısmı da devlete ait yatırım bankaları aracılığıyla özel sektöre kullandırılmıştır (Cangöz, 1994, s.7).

Özetle, 1950’li yıllar Türkiye ekonomisi açısından uluslararası finansmanlara yoğun olarak başvuru bir dönem olmuştur. Dış borçlanmalar ve bağışlar üzerine kurulan bu yapı ülke ekonomisine önemli bir dönüşüm ve yatırım hamlesi imkanı sağlamıştır. Yüksek oranlı büyüme hızları da bu sürecin bir yansıması olarak gerçekleşmiştir. Dönem boyunca alınan krediler ve bağışların geri ödemeleri önemli ölçüde aşıyor olması ve dolayısıyla net pozitif kaynak transferinin varlığı dönemin en temel karakteristiklerinden biridir. Bununla birlikte ekonominin reel döviz gelirlerini arttırıcı yeterli önlemlerin olmayışı ve borç yönetiminin gerek kurumsal gerekse mikro ekonomik yönetim açısından tutarsızlıkları dönemin sonuna doğru önemli olumsuzluklara da neden olmuştur (Detay için bkz, Tözer, 1997, s.48; Açba, 1988, s.196; Altan, 1986, s.90).

1980 öncesi dönemin üçüncü boyutu olarak ifade edilebilecek 1960 ve 1970’li yıllar, Türkiye ekonomisinin gelişim dinamikleri açısından literatürde yaygın bir şekilde planlı dönem tecrübesi olarak değerlendirilmektedir. 1950’li yıllarda izlenen ekonomik politikalara bir tepki olarak şekillenen yeni dönem iktisat politikaları, planlı-programlı ve devletçi bir karaktere sahip yeni bir gelişme konsepti çerçevesinde ortaya konulmuştur. İlk aşamada da kalkınma plan ve programlarını hazırlamak üzere DPT kurulmuştur. Bir önceki dönemde ekonominin karşı karşıya kaldığı döviz darlığı ve dış borç sorunları, yeni dönemde yönetimin uluslararası finansmanlara karşı olan bakış açısında değişikliklere neden olmuştur.

Bu çerçevede öncelikle ekonominin uluslararası finansmanlara bağımlılığının azaltılmasına yönelik makro ekonomik politikalar benimsenmiştir. Ancak bu yaklaşım, dış finansmanı tamamen reddetmek yerine, plan hedefleri çerçevesinde ve etkin kullanımını hedeflemiştir. Planlı dönem aynı zamanda uluslararası finansmanların asıl olarak kamu sektörü eliyle kullanımını amaçlarken, özel sektörün kısıtlanmasına yönelik bakış ve uygulamaları gündeme getirmiştir. Nitekim 1963-1972 arası dönemde özel dış kredilerin kullanımı kısıtlamaya tabi tutulmuştur (Kazgan, 1988, s.285).

Planlı dönemin uluslararası finansmanlar açısından önemli bir boyutu ise, Türk ekonomisine yönelik dış kaynak akışlarının planlı ve koordine bir şekilde temin edilebilmesini sağlamak üzere 1962 yılında OECD bünyesinde “Türkiye’ye Yardım Konsorsiyumu”nun

kurulmasıdır. Konsorsiyum üyeleri bazı gelişmiş ülkeler ve uluslararası mali kuruluşlardır. Yaklaşık olarak 30 yıl görev yapan konsorsiyum, ülkemize yönelik dış finansman akışlarının sağlanması, koordinasyonu ve kredilerin mali koşullarının uyumlaştırılması görevlerinin yanı sıra çeşitli dönemlerde karşılaşılan dış borç ödeme/erteleme görüşmelerinde de etkili olmuştur.

Konsorsiyum aracılığıyla sağlanan kredilerin genel özelliği ise ikili ve çok yanlı finansmanların özellikleri ile ortak bir çizgide gerçekleşmesidir. Konsorsiyum, kalkınma programlarınca belirlenen dış kaynakların temininde en önemli kaynak haline gelmiştir. 1962-69 yılları arasında sağlanan kredilerin %85'inin konsorsiyum kaynaklı olması dikkate değerdir (Pirimoğlu, 1982, s.56).

Kısaca, 1960'lı yıllarda Türkiye'ye yönelik uluslararası finansmanlarda hızlı artışların olduğu görülmektedir. Batılı ülkelerin, sadece 1961 yılında ikili finansman şeklinde 1950'li yıllardaki tüm dış yardımların dörtte birine eşit olan 400 milyon dolarlık yeni kredi açması sözkonusudur (Altan, 1986, s.103). 1960'lı yıllardaki dış kredilerin toplam değeri Tablo 49'da gösterilmektedir.

**Tablo 49: Türkiye Ekonomisinde 1960-69 Döneminde Alınan
Toplam Dış Krediler ve Ödenen Toplam Dış Borçlar**

Alınan Dış Krediler	Milyon Dolar	Ödenen Dış Borçlar	Milyon Dolar
Proje Kredileri	653	Dış Borç Faizleri	330
Program Kredileri	1.301	Dış Borç Anapara Ödemeleri	1.105
İthalatçı Kredileri	91	Dış Borç Ödemeler Toplamı	1.435
U.Kuruluşlar Kredileri	314	Kar Transferleri	126
US.PL.480	364		
Toplam	2.723	Toplam	1.561

Kaynak: Maliye Bakanlığı, Yıllık Ekonomik Rapor, 1977 (Aktaran: Mehmet Altan, 1986, s.119).

Tablo 49'dan görüleceği üzere 1960'lı yıllar aynı zamanda uluslararası finansmanların ülke ekonomisine net pozitif kaynak transferine neden olacak şekilde gerçekleşme gösterdiği bir dönemdir. Buna ilave olarak, bedelsiz ithalat ve işçi gelirleri de yeni birer finansman kaynağı olarak devreye girmiştir. Sağlanan finansmanlar büyük ölçüde ikili ve çok yanlı finansmanlar şeklinde gerçekleşmiş, ticari krediler önemlerini kaybetmiştir.

Aynı durum 1970'li yılların başlarında da devam etmiştir. İkili ve çok yanlı resmi finansmanlarda gelişmeler varlığını sürdürürken, bedelsiz ithalat ve işçi gelirleri hızlı artışlar sergileyerek ülke ekonomisine önemli imkanları sağlamayı sürdürmüştür. Anılan dönemdeki gelişmelere istikrarlı ve yüksek GSMH büyüme oranları eşlik etmiştir. Ödemeler dengesi ise, 1973 yılına gelindiğinde 473 milyon dolarlık bir fazlalıkla sonuçlanmıştır.

1970’li yılların başlangıcındaki bu olumlu gelişmeler, ekonomide bir rahatlamanın doğmasına yol açarken, dış kaynak kullanımını takviye edecek açılımlar yapma olanağını da yaratmıştır. Açılımların en önemlileri şunlardır (Kazgan, 1988, s.284); Özel dış kredilere kolaylık, dövizle çevrilebilir TL mevduat hesapları uygulamaları, döviz tevdiat hesapları uygulamaları ve yetkili bankalara döviz pozisyonu tutma yetkilerinin tanınması.

Kuşkusuz bu enstrümanlar ekonominin dış kaynak giriş imkanını artırıcı oluşumlardı. Ancak bunları asıl olarak harekete geçiren şey ise, 1970’li yılların ikinci yarısına doğru ortaya çıkan ekonomik ve siyasi konjonktürdür. Bunlar başlıklar olarak şöyle sıralanabilir: Yüksek hızlı ekonomik büyüme oranlarını devam ettirme çabaları, ithal ikame sanayileşme modelinin dışa bağımlı gelişen yapısı nedeniyle ortaya çıkan ve hızla artma gösteren ithalat talebi, izlenilen aşırı değerlenmiş kur politikası ve bunun ihracat gelirleri üzerindeki olumsuz etkileri ile tüketim malları ithalatı, turizm ve benzeri döviz talebini artırıcı etkiler, ithalatı kısıtlayıcı bazı önlemlerin (teminatlar, denge vergileri, liberasyon oranı gibi) hızla aşağıya çekilmesi, Kıbrıs Barış Harekatı ve bazı batılı ülkelerce uygulanan ekonomik ambargo uygulamaları ile Türkiye’ye yardım konsorsiyumu kredilerinde hızlı daralma süreçleri, işçi döviz gelirlerinde batılı ülkelerde yaşanan ekonomik kriz nedeniyle ortaya çıkan gerilemeler, tasarruf eğilimlerini olumsuz yönde etkileyen negatif faiz politikaları, kamu yönetiminde istikrarsızlık ve aynı anda çok sayıda projeyi yürürlüğe koymaya yönelik popülist politikalar ile dünya petrol fiyatlarında ortaya çıkan %400 civarındaki ani ve hızlı artışlar.

Ana başlıklar şeklinde ifade ettiğimiz bu süreçler, 1970’li yılların Türkiye’sini ekonomik gelişme ve uluslararası finansmanlar açısından daha önceleri görülmedik bir şekilde hareketlilik içine sokmuştur. Diğer GOÜ’lerin trendleri ile örtüşük bir karakter sergileyen bu oluşumlar sonucunda Türkiye’nin dış borç stoklarında çok hızlı artışlar olmuştur. Borçlanmanın nitelik ve mali koşulları itibarıyla de çok önemli değişiklikler olmuştur.

Borçlanmalar giderek özel-ticari kaynaklar şeklinde bir dönüşüme uğrarken, toplam borçlanmalar açısından vadelerin kısılması, ortalama faiz oranlarının yükselmesi, değişken faizli borçlanmaların toplam borçlar içindeki payının artışı, geri ödemesiz dönemlerdeki gerilemeler sözkonusu olmuştur. Özel dış borçlanmalarda önemli artışlar gerçekleşmiştir. Tablo 50, anılan dönemde Türkiye ekonomisindeki dış borçlanmalar hakkında özet bilgiler sunmaktadır.

Tablo 50: 1970'li Yıllarda Türkiye Ekonomisinde Dış Borçların Gelişimi (Milyon Dolar)

	1973	1974	1975	1976	1977	1978	1979	1980
Orta ve Uzun Vadeliiler	2.984	3.722	3.325	3.838	4.725	6.618	10.048	12.781
-Kamu ve Kamu Garantili	2.869	3.526	3.179	3.590	4.305	6.353	10.980	11.940
-Özel	115	146	146	248	-	-	-	841
Kısa Vadeliiler (*)	279	223	1.155	3.051	6.093	7.176	3.556	2.480
-Özel	225	145	999	1.781	4.407	5.282	2.062	1.031
DÇM'ler	225	145	999	1.036	2.267	2.860	617	573
Ticari	-	-	-	745	2.140	2.422	1.445	481
-Kamu	54	78	156	1.270	1.686	1.894	1.104	1.148
Toplam	3.263	3.495	4.480	6.889	10.818	13.794	13.604	15.261

Kaynak: Ziya Öniş, 1989, s.78. (*) Üç yıldan kısa vadeliileri göstermektedir.

Tablo 50'den görüleceği üzere, dönem boyunca kısa vadeli dış borçlardaki artış önemli boyutlardadır. Kısa vadeli dış borçların toplam borçlara oranı 1970'li yılların başlarında hemen hemen sıfır düzeyinde iken, 1978 itibariyle %51.5'e kadar yükselmiştir (Cangöz, 1994, s.8). Diğer kredi türlerine kıyasla oldukça pahalı olabilen bu tür krediler sürekli refinansman yapılmasına neden olurken, 1970'li yılların sonlarına doğru dış ödemeler dengesinde yaşanan krizle birlikte ödenemez hale gelmiş ve Türkiye ekonomisi hızlı bir şekilde dış borç krizi sorunu ile karşı karşıya kalmıştır.

Türkiye'nin dış ekonomik ilişkileri açısından son derece trajik gelişmelere sahne olan bu dönem çeşitli palyatif tedbirlerle aşılmaya çalışıldıysa da (Kazgan, 1988, s.295) kaçınılmaz bir şekilde dış kreditorlerle borç erteleme müzakerelerinin başlamasına neden olmuştur. Dış borç yönetiminin temel ilkelerinden biri olan borç stoklarına ilişkin gerekli enformasyonun olmadığı bir ortamda yapılan çeşitli görüşmeler neticesinde 1977-82 döneminde dış borç ödemeleri büyük ölçüde ertelenmiştir. Bu dönemde yapılan erteleme anlaşmaları ile özel borçlar da devlet borcu haline dönüştürülmüşlerdir (Pakdemirli, 1985, s.38). Ertelme anlaşmalarıyla ticari borçlar devlet borcu kapsamına alınırken, faizler de kapitalize edilerek ana paraya dönüştürülmüş ve dış borç stokuna eklenmiştir (Cangöz, 1994, s.8).

Türkiye'nin dış borç ertelemelerine girdiği bu dönemde GOÜ'lerin genel dış borç krizi sinyali vermekle birlikte henüz başlamamıştı. Bu sebeple Türkiye'nin diğer GOÜ'lerden daha önce borç krizi yaşamaya başlaması, ülkemizin 1978-82 yılları arasında en çok borç ertelemesine giden ülke ünvanı almasına da yol açmıştır (Bal, 1998, s.81). Tablo 51, sözkonusu süreçte dış borç ertelemeleri ve Türkiye'nin konumu hakkında bilgiler sunmaktadır.

Tablo 51: 1978-1984 Döneminde GOÜ'lerde Yaşanan Dış Borç Ertelemeleri ve Türkiye'nin Konumu (Milyon Dolar ve Yüzde Olarak)

Yıllar	Dış Borcu Ertelenen Ülke Sayısı	GOÜ'lerde Dış Borç Erteleme Tutarı	Türkiye	Türkiye'nin Toplam İçindeki Payı (% olarak)
1978	3	2.195	1.612	73.4
1979	7	6.564	3.898	59.7
1980	6	5.323	4.200	78.9
1981	13	2.757	100	3.6
1982	9	2.382	-	-
1983	21	51.089	-	-
1984	23	116.220	-	-

Kaynak: Ziya Öniş, 1989, s.79.

Türkiye'nin 1970'li yılların sonlarından itibaren gerçekleştirdiği dış borç ertelemeleri oldukça önemli miktarlarda olup, toplam 9.810 milyar dolara karşılık gelmektedir (Ertelenen borçların kreditorleri, tipleri ve erteleme koşullarının detayı için Bkz. Lavy ve Rapoport, 1992, s.324). Ertelenen borçlar içindeki özel sektör borçları devlet borcu haline getirilirken, DÇM borçları ise Merkez Bankası borcu haline dönüştürülmüştür (Evgin, 1996, s.73). Ertelenen borçların vadeleri, 1980'li yılların tamamını kapsayacak şekilde ayarlanmıştır. Bir başka deyişle ertelenen bu borçlar 1980'li yıllara aynı zamanda bir ipotek konulmasına neden olmuştur. Ertelenen dış borçların, Türkiye'nin orta ve uzun vadeli dış borçları içindeki yerinin 1980 yılında %27.4, 1982'de %18, 1985'te %9.7 ve 1988 yılında %1.7'ye karşılık gelmesi kayda değer bir durumdur (Öniş, 1989, s.80).

Dolayısıyla Türkiye ekonomisinin 1970'li yıllardaki kontrolsüz ve hesapsız bir şekilde dış kaynak teminine yönelmesi, bir yandan ekonominin pozitif net kaynak transferleri ile beslenerek 1970'li yıllarda önemli büyüme oranları elde edilmesine yol açarken, diğer yandan da gerçek anlamda bir dış borç birikimine neden olmuştur. Böyle bir mekanizma ise etkileri uzun süre devam edecek ve ileriki yıllarda da dış borç birikimini devamlı kılacak dinamiklerin çalışmasına neden olacaktır.

1970'li yıllarda yaşanan gelişmeler Türkiye'nin uluslararası finansmanın özellikle borçluluk doğurmayan tiplerinden ve diğer şekillerinden uzak kalmasında son derece etkili olmuştur. Bu durumu, 1923-1979 döneminde Türkiye'ye gelen yabancı sermaye yatırımlarının birikimli değerinin sadece 228.1 milyon dolarda kalmasından anlamak mümkündür (Uras, 1981, s.414). Dönem içerisindeki tek olumlu gelişme ise işçi dövizlerinde yaşanan sınırlı artışlardır (Berksu, 1981, s.151).

3.1980 Dönüşümü ve Sonrası Dönemde Türkiye Ekonomisinde Uluslararası Finansman ve Dış Borçların Gelişimi

Türkiye ekonomisi 1980'li yıllara 24 Ocak istikrar programının eşliğinde, iç ve dış taleplerin belirleyici olduğu yeni bir gelişme konsepti ekseninde adım atmıştır. Türkiye Cumhuriyetinin kurulduğu yıldan o güne en radikal ekonomik dönüşümün hedef alındığı program, özü itibarıyla liberal bir ekonomik yapılanmanın şartlarını oluşturmak ve uygulayabilmek üzere hazırlanmıştır.

Türkiye ekonomisi 1980'li yıllara, 1970'li yılların neden olduğu olumsuz borç mirası sebebiyle başlangıç yapmak zorunda kalmıştır. 1980 dönemi ekonomik politikaları bu sorunu aşmak için öncelikle çeşitli borç erteleme operasyonlarını uygulayarak, ardından da yeni finansman imkanlarını harekete geçirecek arayışlar dönemidir. Atılan adımların ilk sonucu dış borçların yeniden yapılandırılması olmuştur. Böylece, bir yandan dış borçlar içerisindeki en sıkıntılı kalem olan kısa vadeli borçların toplam borçlara oranı %10'a çekilirken (1982 yılı için) (Evgin, 1996, s.83), diğer yandan da ileri tarihlere aktarılan borçlar ölçüsünde ekonomiye dış kaynak girişi sağlanmıştır (Şenel, 1994, s.23).

İkinci adım ise ekonomiye ikili ve çok yanlı finansmanlar şeklinde taze kaynak girişinin sağlanması noktasında atılmıştır. Bu dönemde Türkiye gerek IMF, gerekse Dünya Bankası kredilerinin en yoğun kullanıcıları arasındadır. Ayrıca OECD Türkiye'ye Yardım Konsorsiyumu çerçevesinde önemli miktarlarda finansman imkanları kullanımına sunulmuştur. Dönemin siyasi ve ekonomik konjonktürünün özel etkileri ile Türkiye'nin bir NATO üyesi olarak Orta Doğu'daki özel konumu bu tür desteklerin emsali görülmedik bir şekilde harekete geçirilmesinde, temel belirleyici faktör olmuştur (Celasun ve rodrik, 1989, s.208).

Aynı zamanda ekonominin mevcut borç stokuna yeni ilaveler gelmesine yol açan bu gelişmeler neticesinde Türkiye'nin toplam dış borçları 1979 yılında 13.9 milyar dolar iken, 1984 yılı itibarıyla yaklaşık olarak 21 milyar dolara ulaşmıştır. Bu gelişmede resmi kaynakların yanı sıra 1982 yılından itibaren temin edilmeye başlanabilen sendikasyon kredileri, kısa vadeli dış borçların yenilenmesi ve yenilerinin alınması, ihracat kredileri ile Dresdner Bank operasyonları etkili olmuştur.

Dresdner Bank aracılığıyla sağlanan krediler bu süreçte oldukça etkindir ve 1982-1986 yılları arasında 3.8 milyar dolar (Bu dönemdeki Türkiye'nin özel borçlarının %27'sine

karşılık gelmektedir) kredi sağlanmıştır. Dresdner Bank ile Türkiye arasında yapılan bir anlaşma gereği, Türk işçilerinin açtıkları vadeli mevduat hesaplarındaki dövizlerin %1 ilave faizle düzenli olarak TCMB'ya aktarılmasını sağlayan bu gelişme dönemin temel bir finansal enstrümanıdır (Lavy ve Rapoport, 1992, s.325).

Türkiye ekonomisinin 1980'li yılların başlangıç dönemlerinde uluslararası finansmanlarla olan söz konusu ilişkileri ekonominin diğer alanlarında sürdürülen reformların hayata geçirilmesinde belirleyici olurken, aynı zamanda uluslararası finansmanlar alanında da radikal bir dönüşüme yol açmıştır denilebilir. Buna göre, daha önceki dönemlerde uluslararası finansmanın genel olarak sakınılması gereken ve ancak yardımcı bir faktör olarak değerlendirilmesi gerektiğine ilişkin anlayış, yerini ekonomik gelişmenin biraz da zorunlu olarak vazgeçilmez bir unsuru olduğu anlayışına terk etmiştir (Sönmez, 1998, s.492).

1980 sonrası izlenen dönüşüm programının genel yapısı ile içsel tutarlılığa sahip olan yeni yaklaşım, uluslararası finansmanın sadece sınırlı bir kaç kalemle değil, tüm çeşitleriyle harekete geçirilmesini arzu eden ve ekonominin döviz ihtiyaçlarından kaynaklanan sıkıntılarının tamamen ortadan kaldırılmasını hedefleyen bir yaklaşıma sahiptir. 1984 yılında kurulan hükümet tarafından çok daha yoğun bir şekilde ve liberalizmin diğer alt unsurlarıyla bezenen sözkonusu politikalar bu yönde güçlü adımlar atılmasını sağlamış ve uluslararası kurumların da yoğun desteğini sağlamıştır. Nitekim, Türkiye'nin 1980'li yıllarda dış ticaret ve diğer döviz kazandırıcı alanlarda gösterdiği yüksek performans çeşitli çalışmalarda Türkiye'nin önemli başarıları arasında gösterilmektedir (Bkz, Wijnberger ve diğ, 1992).

1984 yılından itibaren Türkiye ekonomisi, öncülüğünü kamu sektörünün yaptığı bir süreçte yeniden yüksek oranlı büyüme rotasına oturacak şekilde yatırım hamlesine sahne olmuştur. 1980 reformlarının temel felsefesi çerçevesinde devletin özellikle oto yollar, enerji ve iletişim gibi alt yapı faaliyetlerine yönelmesinin söz konusu olduğu bu dönemde uluslararası finansmanların yoğun bir şekilde kullanımı sözkonusudur. Sağlanan finansmanlar içerisinde program kredilerinin giderek azaldığı, proje kredilerinin ise yoğunluk kazandığı görülmektedir. Yoğunlukla ikili ve çok yanlı finansmanlardan oluşan bu kredilerin en uygun koşullara sahip olanlarının alt yapı yatırımlarına verilen kredilerde yoğunlaştığı görülmektedir. Tablo 52, 1984-1989 döneminde alınan program ve proje kredilerinin boyutları hakkında özet bilgiler vermektedir.

Tablo 52: 1984-1989 Döneminde Sağlanan Program ve Proje Kredileri (Milyon Dolar)

Yıllar	Proje Kredileri	Program Kredileri	Toplam
1984	1.938	964	2.902
1985	3.374	833	4.207
1986	3.938	1.082	5.020
1987	5.507	1.023	6.531
1988	3.346	2.435	5.781
1989	1.908	1.648	3.556

Kaynak: Bahran, 1990, s.18.

Aynı durum, uluslararası ticari banka kredilerinde de gözlenmektedir. Açılan proje kredilerinin bu açıdan büyük ölçüde alt yapı yatırımlarına yönelik olması, sağlanan sendikasyon kredilerinin ülkemizin tercihlerinin yanı sıra kreditorlerin ilgilerine göre tesbit edildiği şeklinde genel bir kanaat oluşturmaya imkan sağlamaktadır (Fedder ve Mukherjee, 1992, s.82). Bu eğilim, kreditorlerin politikalarının yansız olmadığını ve güçlü bir sektörel taban üzerine oturarak sektörel gelişmede belirleyici olmayı hedefledikleri şeklinde değerlendirilmektedir (Öniş ve Özmucur, 199, s.64).

Kamu sektörünün dış borçlanmaya olan bu ilgisi neticesinde dış borç stoklarında önemli artışlar başlamıştır. Ayrıca 1986 yılından itibaren önceki dönemlerde ertelenmiş olan dış borç geri ödemelerinin başlaması ve bunları karşılamak üzere özellikle ticari dış borçlanmalara gidilmesi de aynı türden etkilere yol açmıştır. 1984 yılında kambiyo mevzuatında yapılan liberalleştirmeler ve ticari bankaların döviz tevdiat hesapları açabilmelerine yetki verilmesi ve özel sektörün de dış kredi arayışlarına girişmesi neticesinde toplam dış borç stoklarındaki artışlar önemli miktarlara ulaşmıştır.

Sonuçta Türkiye, artan kredibilitesine paralel olarak dönem boyunca geleneksel finansmanların dünya çapında daraldığı bir süreçte dış finansman kaynaklarını ve enstrümanlarını çeşitlendirebilmiştir. Bu başlangıç, bir çok GOÜ gibi ülkemizin de dış borçlarının menkul kıymetleşmesinin ilk adımları olmuştur. Türkiye'nin 1980'li yıllarda uluslararası tahvil piyasalarındaki ilk deneyimi, Türkiye Sınai Kalkınma Bankası aracılığıyla Japon Shibosai piyasasında ihraç edilen tahviller ile yaşanmıştır. Bunu ihraç edilen diğer tahvil partileri izlemiş ve zamanla diğer piyasalara da girilmeye başlanmıştır. Böylece, 1985-1988 döneminde çeşitli piyasalarda 17 parti tahvil ihracı gerçekleştirilmiştir (Bal, 1998, s.89).

Tüm bu gelişmeler neticesinde Türkiye'nin toplam dış borç stoku 1984 yılında %8, 1985 yılında %23, 1986 yılında %26, 1987 yılında %25 ve 1988 yılında %1 oranında artma

göstererek 20.8 milyar dolardan 1989 yılı itibariyle 41.8 milyar dolara kadar artma göstermiştir. Tablo 53, bu dönemdeki gelişmeleri özetlemektedir.

Tablo 53: 1984-1989 döneminde Dış Borç Stokunun Gelişimi (Milyon Dolar)

	1984	1985	1986	1987	1988	1989
Dış Borç Stoku	20.823	25.660	32.206	40.326	40.722	41.751
-Orta ve Uzun Vade	17.643	20.901	25.857	32.703	34.305	36.006
-Kısa Vade	3.180	4.759	6.349	7.623	6.417	5.745
Dış Borç Stoku (% Olarak)	100	100	100	100	100	100
-Orta ve Uzun Vade	85	81	80	81	84	86
-Kısa Vade	15	19	20	19	16	14
Dış Borç Stoku (% Artış)	8	23	26	25	1	3
-Orta ve Uzun Vade	4	18	24	26	5	5
-Kısa Vade	39	50	33	20	-16	-10

Kaynak: Tülay Evgin, Dış Borçlarımız, Hazine Dergisi, Ekim 1986, s.84.

1980'li yıllarda Türkiye'nin dış borçlarında yaşanan hızlı artışlar dönem boyunca yoğun eleştirilere sahne olmuştur. Bu eleştirilerden en önemlisi bir dış borç krizini çağrıştırması sebebiyle uzun süre kamuoyunu meşgul eden TÜSİAD Raporundan gelmiştir. Çiller ve Kızılyalılı (Aralık 1987) tarafından hazırlanan rapor, çeşitli senaryolar eşliğinde dış borç stoklarındaki hızlı tırmanışa dikkatleri çekerken, yeni dış borç temininin sekteye uğraması halinde bu durumun ekonomiye maliyetlerinin çok yüksek olabileceğini ifade etmekteydi.

Söz konusu çalışmada ifade edilen olumsuz senaryo, ekonomideki gerek yüksek büyüme oranları, gerekse döviz gelirlerini arttırıcı diğer olumlu gelişmeler neticesinde gerçekleşmemiş, dış borç servisleri düzenli olarak yerine getirilebilmiş ve Türkiye net pozitif kaynak transferi sürecini devam ettirebilirken, borçluluk göstergeleri açısından da tehlike sınırından uzak kalabilmiştir. Bu dönemde diğer GOÜ'lerin genel olarak önemli miktarlara ulaşan (yaklaşık olarak 50 milyar dolar) net negatif kaynak transferi sorunuyla karşı karşıya olduğu ve ekonomik gelişmede çok önemli açmazları bir arada yaşadığı düşünülürse, ülkemizin bu açıdan 1980'li yıllarda önemli bir atılım gerçekleştirdiği ifade edilebilir. Ülkemizin dönem boyunca diğer bazı GOÜ'lerden daha iyi bir pozisyonda olmasının nedenlerinin ise başlıca şu unsurlardan oluştuğu ifade edilmektedir (Wijnberger ve diğ., 1992, s.150'den aktaran Bal, 1998, s.93);

-1980'lerde Türkiye'de ihracat büyük bir atılım yapmıştır. İzlenen gerçekçi kur politikası ve teşvik sisteminin önemli ölçüde etkin olduğu bu süreçte ihracat/dış borçlar oranı çok önemli boyutlarda iyileşme göstermiştir.

-1980'li yıllarda gerçekleştirilen borç konsolidasyonu sonrasında Türkiye'ye yönelik sermaye hareketleri doyurucu bir şekilde devam etmiştir. Yurtdışındaki Türk işçilerinin tasarruflarını Türkiye'ye yöneltmeyi cazip kılacak tedbirlerin alınması ve uluslararası finansal organizasyonların desteğinin sürekliliğinin sağlanması çok faydalı olmuştur.

-İstikrar kararlarının uygulamasının geliştirilerek devamının sağlanması, ekonomik performansın hızla iyileşmesine, bu da uluslararası ticari kredi piyasalarından finansman temininin güçlü bir tabanda devamını sağlamıştır.

-Türkiye'den sermaye kaçışları önemli boyutlara ulaşmamış, olumlu yatırım ortamının etkisiyle DYSY'ları ve özel sektör sermaye girişleri geniş olarak gerçekleşmiştir.

-Çok borçlu GOÜ'lerden farklı olarak büyüme oranlarının önemli boyutlarda devam etmesi, borçların artmasına rağmen, Borç-GSMH oranının ciddi seviyelere ulaşmasını en azından borç ödeme probleminin oluşmamasını sağlamıştır.

1980'li yıllarda Türkiye'nin hızla artan dış borç stokları dönemin sonlarına doğru giderek artan bir şekilde eleştirilmeye ve sürdürülebilirliği konusunda endişelere yol açarken, ekonomi yönetimi de bir yandan bu hızlı artışı yavaşlatabilmek, diğer yandan da ekonominin ihtiyaç duyduğu net pozitif kaynak transferini sürdürebilmek yönünden çabalar göstermekteydi. Yabancı sermaye yatırımlarını hızlandırmak için mevcut mevzuatın bir kararname ile daha serbest hale getirilmesi, işçi gelirlerini, ihracat ve turizm gelirlerini artırmaya yönelik çabalar bu çerçevede düşünülmelidir.

Bununla beraber, toplam borç servislerinde başgösteren hızlı artışlar amaçların bir arada gerçekleştirilmesini güçleştirmekteydi. Ayrıca, uluslararası mali kurumlardan önceki yıllarda alınan krediler aynı şekilde genişletilememekte ve servisler alınan yeni kredileri aşmaya başlamaktaydı. Bu konudaki tek alternatif olan ikili finansmanların da benzer bir trende sahip olması sebebiyle kamu sektörünün özel-ticari dış borçlanma imkanlarını zorlaması ve özel sektörün dış borçlanma ile ilgili daha aktif politikalar izlemesi gerekmektedir.

Nitekim, 1989 yılından itibaren bu alanda iki önemli adım atıldığı görülmektedir. Bunlardan birincisi dış borç stokundaki artışı durdurabilmek amacıyla kamu sektörü dış borçlanmasının yıllık dış borç servisini aşmayacak şekilde planlanmasıydı. Hazinesinin dış borçlanmasına bir limit getiren bu uygulama yeni borçlanmaların sadece var olan borç stokunu döndürebilecek kadar olmasını öngörmekteydi. Öte yandan, yeni borçlanmaların

ticari finansmanlar vasıtasıyla elde edilebilmesini temin için hükümet yıllık dış finansman ihtiyacını ve yeni borçlanma politikasını deklare eden bir dökümanı bu dönemde Londra, New York, Frankfurt ve Tokyo'daki önemli ticari bankalara göndermekteydi. Buna göre hazinenin 1989-1991 arası yıllık 5 milyar dolar dış borçlanmaya ihtiyacı bulunmaktadır (Balkind ve diğ., 1990, s.38).

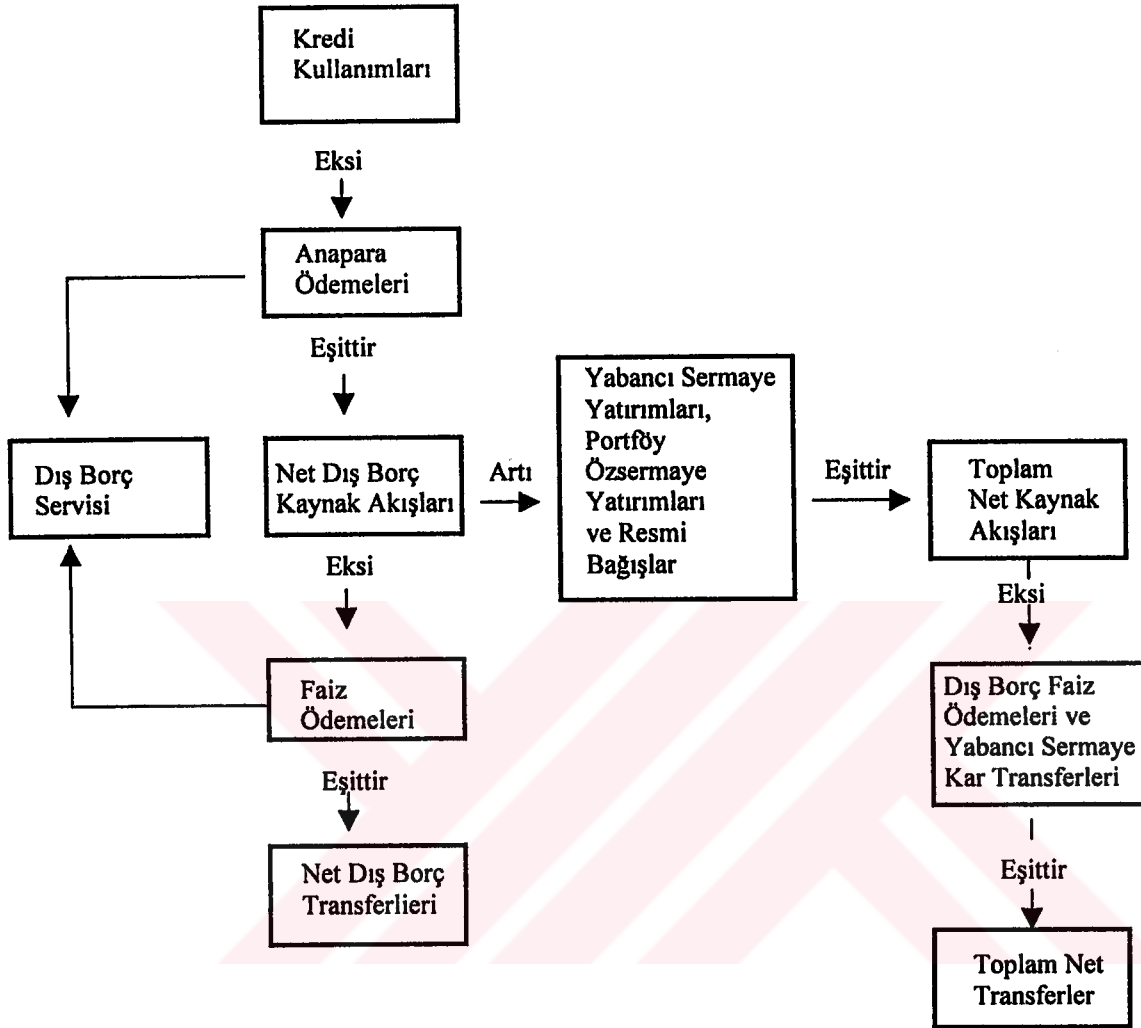
İkinci adım 1989 yılında atılmıştır. Asıl olarak Mart 1990'da fiilen başlayan yeni uygulama, Türkiye ekonomisindeki en önemli dönüşümlerden bir tanesi olan ve o dönemde özellikle zamanlama açısından çok yoğun eleştirilerle karşılaşan (bkz. Boratav, 1994, s.28) sermaye hareketlerinin tamamen serbestleştirilmesi uygulaması olmuştur. Bu uygulama, Türkiye'deki finansal piyasalarla uluslararası finansal piyasaları bütünleştirme yönünde bir beklenti ile oluşturulurken, aynı zamanda ülkemize yönelik her türden özel sermaye akımlarının da teşvik edilmesine yol açacak bir altyapı hazırlamaktaydı.

Kuşkusuz bu sayede Türkiye ekonomisine yönelik sermaye hareketlerinin hızla artma göstermesi ve özel sektörün de bu alanda önemli adımlar atmasıyla var olan trend içinde kaçınılmaz bir şekilde net negatif kaynak transferlerine yol açacak oluşumların önüne geçilmek arzusu bulunmaktaydı. 1987 yılında kısmen başlayan 1988 yılında ise cari işlemler dengesinde ekonomideki daraltıcı politikalar (Şubat 1988 kararları) sebebiyle bir fazla vererek ertelenebilen bu süreç 1989 yılında cari işlemlerde devam eden fazlaya rağmen zaten başlamıştı. Bu gelişmeler Tablo 54'te izlenebilmektedir. Şekil 11 ise söz konusu net kaynak transferlerinin elde ediliş mekanizması hakkında açıklayıcı bilgileri teşhir etmektedir.

1989 yılında 32 sayılı kararla gerçekleştirilen sermaye hareketlerinde serbesti ve konvertibilite uygulaması bu boyutuyla genellikle üzerinde durulan bir olgu olmamıştır. Halbuki bu politika değişikliği 1980'li yılların başlarıyla birlikte uygulanmaya başlanan ve ülkemize yönelik uluslararası finansmanların gelişiminin net pozitif kaynak transferi sağlayacak şekilde devam ettirebilmesinin en önemli adımlarından birisidir.

1990'lı yıllarla birlikte etkilerinin yoğun bir şekilde ortaya çıkmaya başladığı bu yeni dönüşüm, Türkiye'de bir döviz krizinin bir daha ortaya çıkmamasını, çıktığı takdirde ise bunun daha kolay aşılabilmesini sağlayacak yönde ekonomiye esneklikler kazandırma amaçlarını gütmekteydi (Sermaye hareketlerinde serbestleşmeye gitmenin GOÜ'lere yönelik

sermaye hareketlerini büyük ölçüde artırdığına ilişkin örnekler çoktur. Bu konuda Önder ve diğ., 1987, s.90-118 ve Boratav, 1993'e bakılabilir).



Şekil 11: Toplam Net Kaynak Akışları ve Net Transferlerin Belirlenmesi (Uzun Dönemli)

Kaynak : Global Development Finance 1997, s: XII, World Bank 1998.

Tablo 54: Türkiye Ekonomisine Yönelik Toplam Net Kaynak Akışları ve Net Transferler (Uzun Dönem) (Milyon Dolar)

	1985	1986	1987	1988	1989	1990	1991	1992	1993	1994
Net Kaynak Akışları	635	2.007	1.864	3.863	1.940	2.753	2.769	4.233	7.286	1.293
U. Vadeli Net Dış Borç Akımı	422	1.731	1.707	3.460	1.126	1.230	754	3.117	5.659	-683
Yabancı Sermaye Yatırımları	99	125	115	354	663	684	810	844	636	608
Portföy Özsermaye Yatırımları	0	0	0	0	56	35	0	0	534	1.059
Bağışlar	115	151	42	49	95	804	1.205	272	457	309
Teknik İşbirliği Bağışları	26	37	93	107	111	149	159	179	176	176
Net Transferler	-784	426	-116	1.329	-817	-285	-281	624	3.683	-2.348
U. Vadeli Dış Borç Faizleri	1.322	1.496	1.900	2.446	2.653	2.877	2.882	3.190	3.184	3.211
Kar Transferleri	98	84	80	88	104	161	168	420	419	430

Kaynak: World Debt Tables ve Global Development Finance (Çeşitli Yıllar).

4. Türkiye Ekonomisinde 1990'lı Yıllar ve Uluslararası Finansmanda Dönüşümün Dinamikleri

1990'lı yıllar çalışmanın birinci bölümünde detaylı olarak incelendiği üzere, GOÜ'ler bağlamında uluslararası finansmanın son derece dinamik olduğu bir dönemdir. GOÜ'ler dış borç krizinin genel olarak aşılması ve bu ülkelere yönelik sermaye hareketlerinin hızlı bir

şekilde genişlemesi sözkonusu olup, uluslararası faiz oranlarındaki olumlu gelişmeler ve dış borçlanmalar için olumlu bir dış konjonktür oluşmuştur. Ekonomik ve mali alanlarda hızlanan küreselleşme rüzgarları ve bunların etkisi altında aralarında Türkiye'nin de bulunduğu GOÜ'lerin sermaye hareketlerini serbestleştirmeye yönelik politikaları sözkonusu dönemin şekillenmesinde önemli bir katalizör görevi görmüştür. Bu durum aynı zamanda GOÜ'lere yönelik ticari borçlanmalar ve portföy yatırımları şeklinde önemli bir atılım fırsatını da ortaya çıkarmıştır.

1980'li yıllarla kıyaslandığında 1990'lı yıllarda ortaya çıkan sözkonusu dış konjonktür bu açıdan çok önemlidir. Türkiye ekonomisinin 1980'li yılların sonlarına doğru uluslararası finansmanlar açısından giderek zorlanmaya başladığı ve yukarıda belirtilen adımları atmasına yol açan gelişmeler sırasında ortaya çıkan dış konjonktürdeki bu değişiklikler ülkemiz ekonomisi açısından istenilir türden yeni bazı oluşumların doğuşuna zemin hazırlamıştır. Hiç kuşkusuz bu oluşumların en önemlisi, ülkemiz açısından yeni atılım hamlelerine zemin hazırlayacak ve var olan finansman sorunlarının aşılmasına yol açacak türden dış borçlanma ve diğer finansman imkanlarında ortaya çıkan pozitif gelişmelerdir.

Türkiye ekonomisi 1990'lı yıllara önceki dönemlerin neden olduğu önemli miktarlara ulaşan borç birikimlerini miras alarak başlangıç yaparken, ekonominin kaynak gereksiniminin hızla artışına yol açan ekonomide yüksek oranlı büyüme hedeflerini ileriki yıllarda da devam ettirmek şeklinde özetlenebilecek politik bir tercihle başlangıç yapmıştır. 1991 sonrası sık aralıklarla değişimler gösteren koalisyon hükümetlerinin bu açıdan genel olarak benzer bir ekonomik politika çizgisini takip etmesi, bu durumun 1994 krizi bir yana bırakılırsa 1990'lı yılların genel karakteristiği olarak değerlendirilmesine imkan vermektedir.

Sermaye hareketlerine getirilen serbestinin yanısıra, yeni dönemde ekonomiye kaynak gereksiniminde artışlara yol açan çok önemli sayılabilecek çeşitli türden gelişmeler sözkonusudur. Bu gelişmelerin en önemlilerinden biri dış ticarete liberalleşmenin çok hızlı bir şekilde devam ettirilmesidir. Bu çerçevede, Mayıs 1989'da başlayan ve ileriki yıllarda da devam eden süreçte bir çok ithal mal grubunda gümrük vergisi ve eş etkili diğer bazı önlemlerde büyük ölçüde indirimlere gidilmiş, ithalat teminatları kaldırılırken ithali serbest mallar listesi yerine sınırlı sayıda ithali yasak veya izne tabi mallar listeleri getirilmiş, altın ve diğer kıymetli madenler ithalatı da serbest bırakılmıştır. Bu sürecin en önemli halkası ise, 1996 yılı ile birlikte Türkiye'nin AB ile gümrük birliği anlaşmasını yapması ve ortak gümrük tarifesi rejiminin uygulanmaya başlanmasıdır.

Sermaye hareketlerine getirilen serbesti ise, her türden sermaye hareketlerinde (portföy yatırımları ve dış borçlanmalar başta olmak üzere) geniş bir özgürlük ortamı sağlamıştır. Bu çerçevede finansal araçlar çeşitlenmeye başlamış, tüketici kredileri ve benzeri finansman imkanları hızlı bir şekilde genişletilmiştir. Kamu sektöründe ücret ve maaş gelirleri reel olarak önemli ölçüde arttırılırken, bu durum aynı şekilde özel sektörde de benzer etkilere yol açmış ve ekonominin toplam talep seviyelerinde önemli artışlara neden olmuştur.

Kamu harcamalarında artışlar genel olarak hızlanmış, izlenilen genişletici para ve maliye politikalarına paralel olarak kamu kesimi finansman açıkları büyük ölçüde artmıştır. 1993 yılında en yüksek seviyesine çıkan Kamu Kesimi Borçlanma Gereği (KKBG), 1994 ve 1995 yıllarında gerilemeler gösterirken, ileriki yıllarda yeniden yükselme göstermiştir. Ayrıca, bu dönemde kamu açıklarında yapısal bir değişiklik söz konusudur. Buna göre, konsolide bütçe açıkları sebebiyle oluşan borçlanma ihtiyacının toplam borçlanma gereği içindeki payı 1990 yılında %40.6 iken, 1993 yılında %55.8'e, 1995 yılında %77.5'e, 1996 ve sonraki yıllarda ise %90'ların üzerine yükselme göstermiştir.

Kamu kesiminin kaynak gereksinimindeki bu önemli yapısal değişim, finansman ihtiyaçlarının ve bunların kullanım şekillerinin de değişme göstermesinde önemli bir faktördür. Konunun dış borçlanma açısından önemli boyutu ise, iç finansmanlarla dış finansmanlar arası farklılıkların azalması boyutlarında kendisini göstermiştir. Böylece Boratav (1993)'ın ifadesiyle ekonomik büyüme ile dış borç arasında var olan doğrudan ilişkiler azalmaya yüz tutmuş ve dış borç birikiminde önemli gelişmelere neden olmuştur. Tablo 55, bu çerçevede 1990'lı yıllarda KKGB ve detayları hakkında özet bilgiler sunmaktadır.

Tablo 55: 1990'lı Yıllar Türkiye Ekonomisinde Kamu Kesimi Borçlanma Gereği ve Bunu Oluşturan Unsurların Toplam İçindeki % Payları

	1990	1991	1992	1993	1994	1995	1996	1997	1998*
Kamu Kesimi Borçlanma Gereği	100	100	100	100	100	100	100	100	100
Konsolide Bütçe	40.6	52	40.6	55.8	49.6	77.5	92.3	92	94.4
Kit'ler	51.4	30.9	31.1	20.4	17.9	-3.7	-5.7	-6.8	3.6
-İşletmeciler KİT'leri	53.7	32.9	35.6	23	15.4	-11.8	-4.6	7.1	5.1
-Tasarruflu KİT'ler	-2.3	-1.9	-4.5	-2.6	2.5	8.1	-1.1	-13.9	-1.5
Mahalli İdareler	0.5	2.7	7.4	6	5.2	4.1	3.9	4.2	0.9
Döner Sermayeler	-0.2	0.1	0.06	0.03	0.08	0.8	-0.1	-0.1	-0.1
Sosyal Güvenlik Kuruluşları	-3.7	1.4	2.2	4.8	7.4	12.1	3	1.3	1.5
Fonlar	8.2	9.2	11.9	7.1	11.4	11.7	1.3	3.9	-2.3
Özel Kapsamlı Kuruluşlar	3.1	3.7	6.6	5.8	8.5	-2.5	5.5	5.5	2.1
KKBG / GSMH	7.4	10.2	10.6	12.0	7.9	5.2	9.0	8.2	8.6

Kaynak: TCMB İnternet veri dağıtım sisteminden (www.tcmb.gov.tr) yararlanılarak derlenmiştir. (*) Ocak-Eylül Dönemi.

1990'lı yıllarda benimsenen ve yukarıda değinilen politikalar neticesinde kamu kesimi finansman dengesinin giderek bozulması ve kamunun yatırımlarından ziyade tüketiminden kaynaklanan mali disiplin bozulmaları dış denge üzerinde de bozucu etkilerde bulunmuştur. Kamu tüketimi ile özel tüketimin tamamlayıcı nitelikleri, yani kamusal tüketiminde meydana gelen artışların özel tüketimi de uyarıcı bir rol oynaması dış dengeyi daha da kötüleştirici etkilere yol açmıştır. Bu yöndeki etkiler, ekonominin toplam tasarruf hacminde daralmalara da yol açması sebebiyle dışlama etkisinin yaygınlaşmasına neden olurken, bu etkiler bir defalık olmaktan uzak ve kalıcı yapılar haline gelerek dış dengenin bozulmasını sürekli bir hale getirmiştir (Selçuk ve Rentanen, 1996, s.30,89).

Kamu kesimi tüketim harcamalarındaki hızlı artış trendinin kalıcı hale gelmesine ilişkin olarak örnek vermek gerekirse, kamu kesimi tüketim harcamaları/kamu kesimi harcanabilir gelir oranının 1987 yılında %68 iken, 1991'de %96'ya çıktığını ve ileriki yıllarda da %100'ün oldukça üzerlerine çıktığını, 1994 yılında uygulanan istikrar programına rağmen %100'ün altına çekilememiş olmasını gösterebiliriz. Belirtilen durum sebebiyle, önceki dönemde pozitif değerlere sahip olan kamu tasarrufu/GSMH oranı yeni dönemde (1990'lı yıllarda) sürekli olarak negatif değerler almıştır. Özel kesim tasarruf / GSMH oranlarında yaşanan artış eğilimi (1987'de %15.8 iken, 1994'de %24'e çıkan) bu açığı kompanse edememiş ve ekonominin genel tasarruf / GSMH oranlarında gerilemeleri kaçınılmaz hale getirmiştir (Özatay ve diğ., 1996, s.29). Sözü edilen sorunlar Tablo 48'den de izlenebilmekte ve bütün olarak 1990'lı yıllarda Türkiye ekonomisinde izlenen genişletici politikalara paralel olarak dış dengenin bozulmasının boyutlarına ilişkin veriler gözlenebilmektedir.

Kamu sektöründe yaşanan mali disiplindeki bozulma eğiliminin neden olduğu sorunlar sadece kendi içinde kalmamış, özel sektörün de olumsuz etkilenmesine yol açarak finansman açısından çeşitli açmazlarla karşılaşmalarına neden olmuştur. Finansman yetersizliklerinin yanı sıra finansmanın iç ve dış piyasalar arasındaki fiyat, miktar ve vade farklılıkları özel sektörün bu anlamda politika değişikliklerine gitmelerini zorunlu hale getirmiştir.

Kamu kesimi konsolide bütçe açıklarında yaşanan gelişmeler kamunun diğer birimlerinde de söz konusudur. Mahalli idareler, KİT'ler, Döner Sermayeli Kuruluşlar ve Fonlar izlenen politikalara paralel olarak önemli miktarlara ulaşan finansman açıkları ile karşı karşıya kalmış ve dış kaynağa yönelmişlerdir. İzlenen genişleyici politikalara ilave bir destek

ise döviz kuru politikalarından gelmiştir. Asıl itibariyle arz ve talep koşullarına göre belirlenen döviz kurları, kısa vadeli sermaye hareketlerinin etkisiyle aşırı değerlenme göstermiş ve kamu otoritesinin oluşan suni dengeleri benimsemesiyle beraber aşırı değerlenmiş kurların sebep olabileceği tüm etkilere yol açmıştır (Cari işlemler dengesinde artan açıklar, sıcak para hareketleri, yurtiçi toplam talepte hızlı artışlar ve dış kredi kullanımında artma gibi) (Bkz., Kurdaş, 1994). Kamu kesimindeki gelişmeler kendi içinde farklılıklar göstermiştir. Konsolide bütçe finansman ihtiyaçlarının giderek tırmanması sebebiyle iç borçlanmanın yanısıra yoğun olarak dış borçlanma da kullanır hale gelmiştir. Dış borçlanma kaynakları da bu çerçevede yapısal bir değişikliğe uğrayarak özel ticari finansmanlar (tahvil ihraçları, sendikasyon kredileri vb.) ön plana çıkmaya başlamıştır.

Esas olarak ekonomik kredibilite ile ilişkili olan tahvil finansmanları 1980'li yılların ortalarından başlayarak körfez krizi dönemi hariç 1994 krizine kadar olan dönemde kullanılmıştır. 1994 ve 1995 yıllarında göreceli olarak uzak kalınan sözkonusu piyasalar ileriki yıllarda yeniden ve önemli miktarlara ulaşan ihraçlarla kullanılmıştır (Bkz., Bal 1998 ve Erden, 1993). Sözkonusu piyasalar aynı zamanda 1985 yılından itibaren bireysel tabanda finansman ihtiyaçlarını giderme konusunda serbest bırakılan ve bu ihtiyaçlarının birikimli değerleri 1990'lı yıllarda yoğunlaşan diğer kamu kurumları tarafından da (KİT'ler, Mahalli İdareler, Kalkınma bankaları gibi) yoğun olarak kullanılmıştır (Altınok ve diğ., 1993, s.14). Bu ihraçlar, piyasaların kredibiliteye önem vermeleri ve garantör istemleri sebebi ile çoğu kez hazine garantisi altında kullanılabilmektedir (Danışman, 1993). Türkiye'nin uluslararası finansmanın bu en zor ulaşılabilir türden şekli ile ilgili gösterdiği performans dönemin en ilgi çekici gelişmeleri arasında bulunmaktadır. Kuşkusuz bu gelişmede 1990'lı yılların, dış finansman-GOÜ'ler ilişkileri açısından olumlu bir konjonktür sergilemesi de önemli bir etkiye sahiptir.

Kamu kesiminin 1990'lı yıllarda izlediği genişleyici programlar ve 1993-1996 yılları arasında olduğu üzere bazı dönemlerde iç borçlanmada yaşanan sorunları azaltmak amacıyla iç borçları dış borçlara dönüştürme planları kapsamında (Uygur, 1996, s.11) yoğun olarak başvurduğu dış borçlanmalar sadece tahvil ihraçları ile sınırlı kalmamıştır. Bunun yanısıra ikili ve çok yanlı finansmanlar ile sendikasyon kredileri de önemli miktarlarda kullanılmıştır. Böylece, bir yandan daha önceki dönemlerden kaynaklanan borç servisleri düzenli olarak ödenmeye devam edilirken, diğer yandan da net pozitif kaynak transferi sürecinin kalıcılığı sağlanmaya çalışılmıştır.

Ancak, özellikle çok yanlı finansmanlarda servislerin yeni finansmanları aşması sebebiyle bu açıdan önemli zorluklar söz konusu olmuştur. Bu önemli zorlukların temel sebeplerinden birisi önceki yıllarda oluşan borç birikimi ve bunların neden olduğu önemli miktardaki borç servisleri ile, kamunun istediği ölçüde dış borçlanmaya gidememesi olmaktadır. 1994 yılından itibaren kamu ekonomisinin devam eden net dış borç ödeyici konumu bu zorluğun temel sebeplerinden olup, 1994-1997 arası dönemde genel bütçeden 13.7 milyar dolar net dış borç ana para ve faiz geri ödemesi gerçekleştirilmiştir. 1997 yılı net dış borç ödemesi ise yaklaşık 3 milyar dolar tutarındadır. Böylece kamu sektörünün yeterince dış borçlanma yapamaması bütçe açığının üzerinde bir kısıt oluşturmakta ve özellikle iç borçlanma üzerinde ilave bir baskıya da neden olmaktadır (Erçel, 1999, s.82).

Yeni dönemde yapılan borçlanmaların 1980'lerin aksine giderek daha çok önceki dönemlerden kaynaklanan borç servislerini karşılamak ve konsolide bütçe açıklarını finanse etmek şeklinde, yani asıl itibariyle kamu tüketim harcamalarına ilave finansman imkanları sağlamak amacıyla kullanılır hale gelmesi ise başlı başına yeni türden sorunlar oluşmasına neden olmuştur. Gerçekten de 1980'li yıllarda önemli projeler için yoğun olarak kullanılmaya başlanan uluslararası finansmanların 1990'lı yıllarda bu fonksiyonlarında önemli ölçülerde gerilemeler söz konusu olmuştur.

Ekonominin kamu kesiminde dış borçlanmalar açısından bunlar yaşanırken, net pozitif kaynak transferi sürecinin 1990'lı yıllarda asıl olarak özel sektör tarafından üstlenilmeye başlanması dikkat çekicidir. Çeşitli türden finansman şekilleri ile gerçekleşen bu durumun alt unsurları hakkında önemli bazı saptamalar yapabiliriz. Bunlardan en önemlisi, özel sektörün kısa, orta ve uzun vadeli dış borçlanmalara gitmesidir. Bu finansmanlar dış ticaretin finansmanı, işletme finansmanı, yatırım ve modernizasyon amaçlı finansmanlar, refinansman ve ticari bankaların kredi kapasitelerini genişletebilmek amaçlı finansmanları üzerinde yoğunlaşma göstermektedir. Asıl olarak, iç finansman yetersizliği, finansman maliyetleri arası göreceli farklılıklar ve ithalat kapasitesini arttırmak amaçlı olarak temin edilen bu krediler genellikle kısa ve orta vadeli ticari krediler olup, mali koşullarda kamu dış borçlanmasına göreceli olarak daha yüksek olmaktadır.

Finansal liberalizasyon bu süreci belirleyen temel unsurdur. Özellikle, 20.06.1991 tarihi itibariyle işletme kredilelerinde bir yıl olan vade sıralamasının kaldırılması ve iki yıldan uzun vadeli kredilerin bir çeşit dış borç kredisi olan KKDF kesintilerinden muaf tutulması

sonucu özel sektörün dış kredi kullanımları hızla artmaya başlamıştır (Dış Borçlar Bülteni, 1992, s.7). Borçlular itibariyle orta-uzun vadeli dış borç stoku incelendiğinde konsolide bütçenin toplam dış borç stoku içindeki payı 1988'de %50.9 iken, 1993'te %42.1'e düşmüştür. Aynı durum, kamu sektörü için de geçerli iken, özel sektörün payı ise %3.7'den %8.9'a çıkmıştır (Dış Borçlar Bülteni, 1993, s.2). İleriki yıllarda ise, 1994 krizi hariç, bu gelişme trendi varlığını korumuş ve toplam dış borçlar içinde özel sektörün payı hem oran, hem de miktar olarak hızla artmayı sürdürerek 1998 yılı itibariyle toplam dış borçlar içinde %48.8'e kadar çıkmıştır.

Kısa vadeli dış borçlar ise çok daha önemli gelişmelere sahne olmuştur. İthalat finansmanı, işletme sermayesi ve ticari bankaların arbitraj amaçlı kredi kullanımları hızlı bir şekilde genişlemiştir. Yurtiçi reel faiz oranlarındaki yüksek seviyeler ve döviz kurlarındaki ılımlı artışların motive etmesiyle şekillenen bu süreçler kısa vadeli borçlar/orta ve uzun vadeli borçlar oranı 1988 yılında %15.9 iken, 1993 yılında %37.9 gibi kritik bir değere yükselme göstermiştir. Bu dönemde kabul kredileri %355, prefinansman kredileri %723 ve bankaların sağladığı döviz kredileri ise %586 oranında artmıştır. İzlenen kur-faiz politikalarının bir yansıması olan bu durum, aynı zamanda bankacılık sektörünün önemli ölçüde kur riski üstlenmesine de yol açmıştır (Uluğbay, 1994, s.35). Burada belirtilmesi gereken önemli bir durum ise, 1990'lı yıllarda bankacılık sektörünün temin ettiği dış kredileri yoğun olarak hazine borçlanma ihalelerinde kullanması olmuştur. Bir anlamda dış borçlanmanın şekil değiştirmesi olan bu durum sebebiyle iç-dış borçlanma arasındaki temel farklılıklar giderek azalmaya yüz tutmuştur denilebilir.

1990'lı yıllarda Türkiye ekonomisine yönelik net pozitif kaynak transferi sürecini destekleyen özel kaynaklı uluslararası finansmanların unsurlarından birisi de kısa vadeli sermaye akımlarıdır. Eleştirilere maruz kalan finansmanlardan birisi olan ve daha çok sıcak para akımları olarak bilinen bu tür finansmanlar çoğu kez kısa vadeli dış borçlanmaları çağrıştırmakla birlikte önemli farklılıklara sahiptir. Bu sürecin ana unsurunu ulusal piyasalarda faiz ve döviz kuru arasındaki dengesizliklerden kaynaklanan arbitraj ögesine dayanan sıcak para akımları oluşturmaktadır.

Sıcak paranın literatürde genel kabul gören kesin bir tanımı olmamasına rağmen, spekülatif, kısa vadeli ve aşırı dalgalanma ile akışkanlık gibi unsurlar içerdiği bilinmektedir. Bu akımlar ulusal piyasalardaki göreceli olarak yüksek reel faize yönelirken, kısa dönemli bir

döviz birikimi sağlamakta, bu da ulusal paranın yabancı paralar karşısında aşırı değer kazanmasına yol açmaktadır. Böylece dış ticaret olumsuz yönde etkilenirken cari işlemler dengesi açıkları tırmanmakta ve ekonomi istikrarsızlıklara hassas bir yapıya bürünmektedir (Yeldan, 1996, s.49). Söz konusu süreç ticarete açık sektörlerin olumsuz etkilenmesine ve rezerv birikimlerine neden olurken, ulusal tasarruf hacminin de daralmasına yol açabilmektedir. 1990'lı yılların en tipik özelliklerinden birisi olan bu durum Türkiye ve diğer GOÜ'ler açısından finansal kısıtları ve döviz kısıtlıklarını ortadan kaldırma şeklinde geçici ve hassas olabilen dengelere yol açabilirken, siyasi karar alıcıları rahatlatmakta ve ekonomide yapısal önlemler almak gibi radikal karar değişikliklerinin sürekli olarak ertelenebilmesine de zemin hazırlamaktadır (Ersel, 1997).

Çeşitli açılardan yoğun eleştirilere konu olabilen ve bu bağlamda zaman zaman Türkiye'de 32 sayılı kararın askıya alınmasının dahi önerilmesine yol açan (Türel, 1994), sıcak para hareketlerinin ekonomideki boyutları ve dış borç birikimine katkıları konusunda yapılan araştırmalara rağmen net tahminler yapmada önemli zorlukların olduğu kesindir. Bu konuda elde edilen en önemli ampirik bulgular, sıcak para hareketlerinin döviz kurlarının aşırı değerlenmesi ve cari işlemler dengesi üzeri negatif etkileri konusundadır (McDermott ve Diğ.,1997).

Tablo 56, Boratav (1998) tarafından Türkiye'ye yönelik sıcak para hareketlerini tahmin etmeye çalışan bir yapı üzerine kurulmuştur. Dışardan kısa vadeli borçlanıp içerideki finansal aktiflere yatırılan söz konusu fonlar net giriş-çıkış etkileri itibariyle ekonomide sermaye giriş-çıkışlarına ilave katkı yapmaktadırlar.

Tablo 56: Türkiye Ekonomisine Yönelik Sıcak Para Hareketleri (Milyon Dolar)

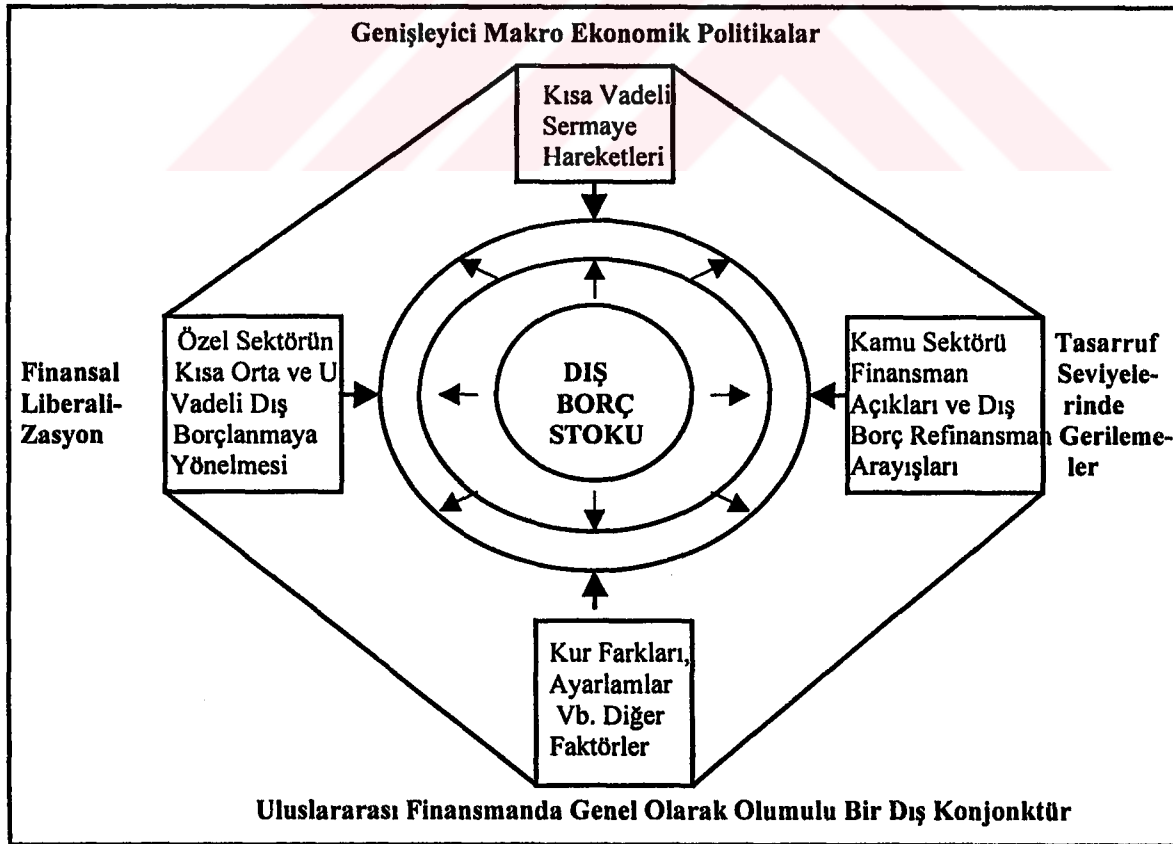
	1993	1994	1996	1997
Kısa vadeli sermaye hareketleri	3.054	-5.127	5.945	1.761
(-) Ticari Krediler	2.244	-816	3.419	2.084
(=) Sıcak para (a)	810	-4.311	2.526	-323
Portföy yatırımları	3.917	1.158	570	1.834
(-) Tahvil ihraçları	3.727	99	1.331	1.774
(=) Sıcak para (b)	190	1.059	-761	60
(a + b)	1000	-3.153	1.765	-263
Net hata ve noksan	-2.222	1.769	-1.781	-2.593

Kaynak: Korkut Boratav, Sıcak Para Bilançoları, Cumhuriyet Gazetesi, 28.10.1998.

Buna göre kısa vadeli dış borçlanmalar, kısa vadeli sermaye hareketlerinden çıkarıldığında en basit anlamdaki sıcak para miktarına ulaşılmaktadır. Uzun vadeli sermaye hareketleri içinden tahvil ihraçları çıkarıldığında ise portföy yatırımlarının kısa vadeli unsuruna ulaşılmaktadır. Bu ise menkul kıymet alım ve satımları olup, genel olarak borsa

işlemlerinden oluşur. Her iki sıcak para miktarı toplandığında geniş anlamda sıcak paraya ulaşılmaktadır. Ödemeler dengesi net hata ve noksan kalemi ise kayıt dışı bir sıcak para olarak nitelendirilirse bu kez daha önemli rakamlar ortaya çıkmaktadır. Tablo 56'daki rakamlar net değerler olması sebebiyle küçük gözükmeyle beraber aslında çok daha önemli boyutlardadır. Sadece 1993 yılındaki işlem hacminin 122 milyar dolar giriş, 118 milyar dolar çıkış olması kayda değer bir durumdur (Boratav, 1998). Eski Merkez Bankası Başkanlarından Rüştü Saraçoğlu bu durumla ilgili olarak 1997 yılı aylık ortalama kısa vadeli sermaye hareketlerinin 15 milyar dolar civarında olduğunu ifade etmiştir.

Yukarıda sıralanan açıklamalardan anlaşılabileceği üzere 1990'lı yıllar Türkiye ekonomisi-dış borçlanma ilişkileri açısından son derece dinamik ve yoğun bir dönem olarak karşımıza çıkmaktadır. Kamu sektörünün yanı sıra özel sektöründe etkili olduğu bir süreçte, 1994 kriz dönemi hariç, dış borç stokları dönem boyunca hızlı ve kalıcı artışlara sahne olmayı sürdürmüştür. Uluslararası finansman açısından olumlu bir dış konjonktürün varlığı altında izlenen makro ekonomik politikaların da etkisiyle gerçekleşen bu durumu, dış borçlanmada sürekli genişleyen halkalar çerçevesinde bir şekil ile de gösterebiliriz.



Şekil 12: 1990'lı Yıllarda Türkiye Ekonomisinde Dış Borçların Artış Dinamikleri
Kaynak : Tarafımızdan Düzenlenmiştir.

1990'lı yıllarda Türkiye ekonomisinde dış borç stoklarında yaşanan hızlı genişleme süreçlerinin detaylarını, bu dönemde kullanılan ve Tablo 57'de gösterilen kredi kullanımları ve tahvil ihraçlarının gelişimlerine bakarak izleyebilmek mümkündür.

Tablo 57: 1990'lı Yıllarda Türkiye Ekonomisinde Kredi Kullanımları ve Tahvil İhraçları (Milyon Dolar) (Borçlanıcılara Göre)

	1991	1992	1993	1994	1995	1996	1997	Toplam
Toplam Kredi Kullanımları	3.784	3.523	4.857	3.349	4.126	6.048	9.784	35.471
Kamu Sektörü	1.862	1.092	525	365	723	775	1.062	6.404
Dünya Bankası	241	193	201	232	292	366	225	1.750
AKSKF	508	471	267	52	157	137	50	1.642
Japon Eximbank	64	50	6	0	0	64	109	293
OECE	433	33	29	19	29	37	14	594
Sendikasyon	286	321	0	57	245	0	0	909
Diğer	330	24	22	5	0	171	664	1.216
Bankalar	937	554	682	352	500	1.439	2.478	6.942
Diğer (KİT ve Özel Sektör Dahil)	985	1.877	3.650	2.632	2.903	3.834	6.244	22.125
Proje Kredileri	531	335	224	418	149	0	0	1.657
Leasing	99	469	1.089	716	775	601	427	4.176
Sendikasyon	355	1.073	2.337	1.498	1.979	3.233	5.817	16.292
Sermaye Piyasaları Kullanımı	618	3.229	3.968	721	2.313	2.864	3.481	17.194
Hazine	493	2.539	3.759	721	2.311	2.804	2.898	15.525
Belediyeler	125	439	0	0	0	0	0	564
Bankalar	0	251	209	0	2	60	583	1.105

Kaynak: TCMB, Ödemeler Dengesi İstatistikleri (Çeşitli Sayılar).

Orta ve uzun vadeli dış kredi kullanımlarına ilişkin olarak verilen Tablo 57'deki veriler dönem boyunca kamu sektörünün yanısıra özel sektörde uluslararası finansman kullanımı eğilimlerinin hızla artışına dikkat çekmektedir. Söz konusu döneme ait dış kredi kullanımına ilişkin veriler hazine Müsteşarlığının en son yayınladığı Aralık 1996 tarihli dış borçlar bültenindeki verilerden farklı olmakla beraber, her iki tablonun da aynı eğilimlere sahip olduğunu belirtebiliriz. Bu çerçevede değinilebilecek bazı dikkat çekici temel özellikler ise şunlardır;

- Dış kredi kullanımında kamu kesiminde ve özellikle özel sektörde artan bir hareketlilik,
- Dış kredi kullanımlarında özel ticari finansmanların hızla ön plana geçmesi ve sermaye piyasalarındaki aktif katılımcılığın sürdürülmesi,
- Resmi kaynaklı finansmanlarda önemli gerilemeler,
- Kamu kesimince konsolide bütçe finansman ve refinansman amaçlı dış kredi kullanımlarında hızlı artışlar,
- Bankacılık sektörünün uluslararası para ve sermaye piyasalarıyla olan entegrasyonunu arttıracak şekilde dışa açılma sürecinin hız kazanması.

Türkiye ekonomisinde yaşanan bu gelişmelerin doğal sonucu ise sözkonusu dönemde toplam dış borç stoklarının %100'ün üzerinde bir artışa sahne olmasıdır. Bu durum Tablo 58'de detayları ile birlikte özetlenmektedir.

Tablo 58: 1990-1998 Döneminde Dış Borç Stokunun Gelişimi (Milyon Dolar ve % Olarak)

Milyon Dolar	1990	1991	1992	1993	1994	1995	1996	1997	1998
Dış Borç Stoku	49.035	50.489	55.592	67.356	65.601	73.278	83.941	91.030	102.651
Orta ve Uzun Vadeli	39.535	41.372	42.932	48.823	54.291	57.577	63.424	68.396	75.415
Kamu Sektörü	37.737	39.120	39.748	42.855	48.147	49.958	51.352	49.960	51.630
Özel Sektör	1.798	2.252	3.184	5.968	6.144	7.619	12.072	18.436	23.786
Kısa Vadeli	9.500	9.117	12.660	18.533	11.310	15.701	20.517	22.634	27.236
Artış Oranı (% Olarak)	1990	1991	1992	1993	1994	1995	1996	1997	1998
Dış Borç Stoku	17.5	3.0	10.1	21.2	-2.6	11.7	14.6	8.5	12.8
Orta ve Uzun Vadeli	9.8	4.6	3.8	13.7	11.2	6.1	10.2	7.8	10.3
Kamu Sektörü	9.7	3.7	1.6	7.8	12.4	3.8	2.8	-2.7	3.3
Özel Sektör	12	25.3	41.4	87.4	2.9	24	58.5	52.7	29
Kısa Vadeli	65.4	-4.0	38.9	46.4	-39	38.8	30.7	10.3	20.3
Dağılım (% Olarak)	1990	1991	1992	1993	1994	1995	1996	1997	1998
Dış Borç Stoku	100	100	100	100	100	100	100	100	100
Orta ve Uzun Vadeli	80.6	81.9	77.2	72.5	82.8	78.6	75.5	75.1	73.5
Kamu Sektörü	76.9	77.4	71.5	63.6	73.4	68.2	61.2	54.9	50.3
Özel Sektör	3.6	4.4	5.7	8.8	9.4	10.4	14.4	20.3	23.2
Kısa Vadeli	19.4	18.1	22.7	27.5	17.3	21.5	24.4	24.9	26.5

Kaynak: Hazine Müsteşarlığı verilerinden derlenmiştir.

Not: 1996 yılı ve sonrası yeni seri dış borç verilerine, 1995 yılı ve öncesi ise eski seri dış borç verilerine aittir.

Tablo 58, 1990'lı yıllar Türkiye ekonomisi açısından uluslararası finansmanın dış borçlar anlamında çeşitli boyutlarını özetlemektedir. Tablo 58'in en ilginç boyutu dış borçlanmanın yapısal bir değişikliğe uğraması ve özel sektörün sadece kısa vadeli değil orta ve uzun vadeli dış borçlar anlamında da önemli bir dönüşüme uğrayarak hızla artış göstermesidir. Bu boyutuyla özel dış borçlanmalar 1989 yılında sermaye hareketlerinde getirilen serbestleşme politikasının amaçlarına uygundur. Ayrıca, sözkonusu politika değişikliğinin yapılmadığı takdirde net negatif kaynak transferlerine yol açarak Türkiye ekonomisini bir durgunluğa sevketmesi de bu sayede önlenebilmiştir. 1994 krizi dahi bu sürecin önemli bir kesikliğe uğramasına neden olamamış ve ileriki yıllarda ekonomi hızlı büyüme sürecini devam ettirebilmiştir.

Kuşkusuz bu dönüşüm olmasaydı 1994 krizi (özellikle kamu kesiminin dış borçlanma imkanlarının hızla daraldığı bir süreçte) Türkiye ekonomisi açısından çok daha tahripkar bir hal alabilirdi. 1994 yılında kamu kesimi dış borç servislerinin yapılmasında iç borçlanmaya da başvurulması, yani iç borçlanmanın bütçeye kaynak sağlayan bir araç olmasının yanısıra dış borç geri ödemelerinde de kullanılır hale gelmesi (Cangöz, 1996, s.6), özel sektörün bu anlamda gerçekleştirdiği dönüşümün net negatif kaynak transferi sürecinin hızla aşılabilmesinde çok önemli bir rol oynadığını ortaya çıkarmaktadır. Bu durum ileriki yıllarda

devam etmiş olup, 1998 yılına gelindiğinde özel sektörün payı toplam dış borçların yaklaşık olarak %50'sine karşılık gelen 50 milyar dolar civarına ulaşmıştır. Bu rakamın yaklaşık olarak yarısı orta ve uzun vadeli iken, diğer yarısı ise kısa vadeli dış borçlardan oluşmaktadır.

Türkiye ekonomisinin uzun dönemler boyunca ulusal tasarruf oranlarında önemli artışlar olmamasının yanısıra 1990'lı yıllardan bu tarafa sürekli azalışlar göstermesine (bkz, Tablo 48) ve kamu ekonomisinin finansman açıklarının ulaştığı yüksek boyutlar ile yapılan dış borçlanmaların önemli bir kısmının dahi, etkinlikten uzak kamu tüketim harcamalarına aktarıldığı bir konjonktürde, bazı yıllarda kesiklik göstermekle beraber, dönemin çok büyük çoğunluğunda önemli büyüme oranlarının sağlanabilmesinde, vurguladığımız net pozitif kaynak transferi sürecinin önemi çok büyük olmuştur.

Sözkonusu bu yapıyı destekleyen ve ilave finansman imkanları sağlayan süreçler de dönem boyunca aynı şekilde etkili olmaktadır. Bu kalemler şunlardan oluşmaktadır; ihracat gelirlerinde ortaya çıkan önemli artışlar, işçi ve turizm gelirlerindeki sürekli artış eğilimleri, yurtdışı müteahhit hizmetleri ve faiz gelirlerinden oluşan yatırım gelirlerinin beklenilenin çok üzerine çıkması, navlun gelirleri, bavul ticareti ve diğer bazı gelir getirici kalemlerdeki önemli artıştır. Bunlara ilave olarak düşünülebilecek diğer iki önemli kalem daha vardır. Bunlardan birincisi doğrudan yabancı sermaye yatırımları olup, beklenilenden daha yavaş bir gelişme göstererek yıllık 800 milyon dolar civarında bir girişe yol açmaktadır. Son dönemlerde etkili olmaya başlayan ikinci kalem ise portföy yatırımları olmaktadır. Her iki kalemde genel olarak orta ve uzun vadeli bir yatırım stratejisinin ürünü olarak Türkiye'ye gelmesi açısından büyük öneme sahiptir ve ileriki yıllarda bu kalemlerden oluşabilecek gelirlerin artma göstereceği düşünülmektedir.

1990'lı yıllarda Türkiye ekonomisine ilave finansman süreçleri sağlamaları ve aynı zamanda dış borç servislerinin de düzenli olarak yerine getirilebilmesinde büyük öneme sahip bu kalemlerin gelişimini ödemeler bilançosu vasıtasıyla izlemek mümkün olup, Tablo 59, bu verileri detaylı olarak özetlemektedir.

Tablo 59: Türkiye Ekonomisinin Dış Borçlanma dışında Diğer Uluslararası Finansman Gelirleri (Milyon Dolar)

	1985	1987	1989	1991	1992	1993	1994	1995	1996	1997
İhracat	8.255	10.322	11.780	13.667	14.891	15.611	18.390	21.975	32.446	32.631
Hizmet Gelirleri	3.162	4.195	7.098	9.307	10.419	11.788	11.691	16.094	14.628	21.273
Navlun	609	617	771	936	924	999	1.037	1.426	1.413	1.768
Turizm	1.094	1.476	2.557	2.654	3.639	3.959	4.321	4.957	5.650	7.002
Yatırım Gel.	544	675	1.266	1.648	1.967	2.277	2.153	3.351	3.544	4.355
Müt. Gel.	246	293	582	713	955	1.142	1.263	1.863	1.967	2.455
Diğer (Faiz)	298	382	684	935	1.012	1.135	890	1.488	1.577	1.900
Diğer	854	1.328	2.308	3.907	3.677	4.311	3.996	6.074	3.678	7.723
Karşılıksız Transferler	2.022	2.456	3.597	5.131	4.075	3.800	3.113	4.512	4.466	4.909
Özel	1.782	2.088	3.171	2.879	3.147	3.035	2.709	3.425	3.892	4.552
Göçmen Trans.	0	0	23	0	0	0	0	0	0	0
İşçi Gelirleri	1.714	2.021	3.040	2.819	3.008	2.919	2.627	3.327	3.542	4.197
Bedelsiz İthalat	68	67	108	60	139	116	82	98	350	355
Resmi	240	368	426	2.252	928	765	404	1.087	574	357
Hibeler	100	20	61	1.884	506	403	175	756	306	49
NATO	80	247	242	250	299	238	115	189	106	153
Diğer	60	101	123	118	123	124	114	142	162	155
Toplam Cari İşl. Gel.	13.199	16.605	22.049	25.853	28.457	30.434	32.790	41.494	50.966	58.456
Toplam Cari İşl. Gid.	14.434	17.735	21.511	29.102	30.343	37.600	30.542	44.904	53.958	61.449
Cari İşlemler Dengesi	-1.013	-806	961	250	-974	-6.433	2.631	-2.339	-2.437	-2.679
Doğr. Yatırımlar (Net)	99	106	663	783	779	622	559	772	612	554
Giriş	158	171	739	910	912	797	637	935	937	873
Çıkış	-59	-65	-76	-127	-133	-175	-78	-163	-325	-319
Menkul Kıymet Gelir.	-	-	-	-36,7	151,4	753	1.298	1.653	619	570

Kaynak: TCMB Ödemeler Dengesi İstatistiklerinden Derlenmiştir.

Tablo 59'dan görüleceği üzere Türkiye ekonomisine ilave uluslararası finansman imkanı taşıyan çeşitli kalemler ulaştıkları büyüklük açısından son derece önemli olup, çoğu ülke ekonomisi açısından en önemli gelir kalemi olan ihracat gelirleri kadar, hatta daha fazlasıyla ülke ekonomisine katkılarda bulunmaktadır. 1980'li yılların ikinci yarısı ve 1990'lı yıllarda büyük bir atılım sergileyen bu kalemler genellikle istikrarlı bir artış trendi sergileyen yapıları nedeni ile de gelecek açısından Türkiye ekonomisine güven veren unsurlardır.

5. IMF Yakın İzleme Anlaşması, Asya Krizi ve Dış Borçlanmadaki Gelişmeler

1990'lı yıllar GOÜ'ler bağlamında uluslararası finansmanlar açısından genel olarak parlak geçen bir dönemdir. Çalışmanın ilk bölümünde detaylı olarak işlenen bu dönem 1997 yılına kadar aralıksız bir genişleme evresine sahne olmuş ve aralarında Türkiye'nin de bulunduğu orta ve üst gelirli GOÜ'lere daha önceleri pek görülmedik boyutlarda sermaye akımı gerçekleşmiştir. Türkiye ekonomisi bu finansman genişletmelerinden önemli ölçüde pay almıştır. Böylece net pozitif kaynak transferi süreci devam ettirilirken, 1994 yılı hariç Türkiye ekonomisi çok önemli sayılabilecek oranlarda hem de tasarruf oranlarında reel gerilemelerin yaşandığı bir süreçte ekonomik büyüme gerçekleştirebilmiştir. 1995-1997 dönemi ortalama büyüme oranının %7.8 olması bu açıdan kayda değerdir.

Kesintisiz devam etmesi beklenen GOÜ'lere yönelik bu sermaye akımı süreci, 1997 yılında patlak veren Güney Doğu Asya ülkeleri dış borç krizi ile birdenbire duraklamış ve

hızla gerileme göstermeye başlamıştır. Sadece bölge ülkelerini değil tüm GOÜ'leri ve hatta gelişmiş ülkeleri de önemli ölçüde negatif olarak etkileyen süreç, esas olarak GOÜ'lere yönelik sermaye akımlarının hızla daralmasına ve mali koşullarının bozulmasına yol açarken, Türkiye ekonomisi de özellikle 1998 yılından itibaren bu süreçten önemli ölçüde etkilenmek zorunda kalmıştır. Bu dönemde ülkemizde izlenilmeye başlanılan daraltıcı makro ekonomik politikalara ilave olarak ortaya çıkan söz konusu dış konjonktür ekonomik daralmaya ilave katkılarda bulunmuştur.

Türkiye ekonomisinin hızla daralma süreci içerisinde girmesinde Asya krizi nedeniyle ortaya çıkan dış finansman imkanlarının daralması ve mali koşullarının bozulmasının yanısıra yurt içinde izlenilen makro ekonomik politikaların da çok önemli bir katkısı olmuştur. GOÜ'lere yönelik sermaye akımlarındaki ani daralmanın yanısıra 1997 yılının ikinci yarısından itibaren ekonomide istikrarı sağlamak, kamu açıklarını kontrol altına alabilmek ve çeşitli reform programlarını uygulamaya koyabilmek amacıyla örtük bir karakter sergileyen anti enflasyonist bir istikrar programının uygulanmaya konulması ülkemiz ekonomisinde son dönemlerde görülen duraklama ve gerilemelerin temel sebepleridir.

Asıl olarak Hazine Müsteşarlığı ve Merkez Bankasının ortak olarak hazırlayıp 30 Temmuz 1997 tarihli bir protokol ile uygulamaya koydukları program, enflasyonla mücadelede aşamalı stratejiyi benimseyen bir yaklaşıma sahipti. 1998 yılı içerisinde ekonomik politikalar bildirgesi olarak kamuoyuna deklare edilen ve IMF ile bir yakın izleme anlaşmasına baz teşkil eden program, ülkemizdeki kronik enflasyonun en büyük sebebinin yüksek bütçe açıkları ve bunun finansman politikaları olmasından hareket etmektedir. Özü itibarıyla ekonomiyi daraltıcı sıkı para ve maliye politikalarını benimseyen ve yakın izleme anlaşması yapılarak IMF desteğini de arkasına alan programın şu unsurlara sahip olduğu görülmektedir (Parasız, 1998, s.444; Hazine Müsteşarlığı, 1998);

-Sıkı para politikası: Para politikasında daraltıcı önlemler; Merkez bankasının iç varlıklarının arttırılmasına denetim getirilmesi, Hazineye verilecek avansın %3 sınırını aşmaması, ek bütçe yapılmaması, bankacılık sektöründe denetimin arttırılması ve açık pozisyonlara sınır getirilmesi, mali piyasaların yeniden düzenlenmesi ve gözetimin arttırılması, tarım sektörüne açılan kredi faiz oranlarının Ziraat Bankası ortalama fon maliyetlerine eşitlenmesi, para ve döviz kuru politikasının enflasyonu 1998 yılı sonunda %50,

1999 yılı sonunda ise %20'ye çekilmesi hedefleriyle tutarlı bir şekilde yürütülmesi ve kredi genişlemelerinde tavanların gözetilmesine yönelik politikalardan oluşmaktadır.

-Sıkı maliye politikası: Maliye politikasında daraltıcı önlemler; kamu harcamalarının kısıtlanmasıyla ilgili önlemler, bütçe faiz dışı fazlasının arttırılmasına ilişkin önlemler ve bunu sağlamak üzere kamunun cari yatırım ve transfer harcamalarında sınırlamalar, kamu sektörü ücretleri ve maaşları ile tarımsal desteklemelerin hedeflenen enflasyona göre ayarlanması, kamu gelirlerini arttırıcı önlemler, enflasyona ve dövize endeksli iç borçlanma enstrümanlarını arttırarak, iç borçlanma maliyetlerini azaltıcı önlemlerden oluşmaktadır.

Sözkonusu program bu unsurların yanı sıra, vergi reformu, özelleştirmenin hızlandırılması, bankacılık ve sosyal güvenlik reformu gibi yapısal önlemler de almayı içermektedir. 1997 yılının üçüncü çeyreğinden itibaren uygulamaya konulan ve asıl olarak 1998 yılının ikinci çeyreğinden sonra kendini göstermeye başlayan program neticesinde enflasyon ve ekonomik büyüme oranlarında aşamalı olarak bir gerileme başlamış ve ilerleyen dönemlerde ise belirtilen daralma hızlanmıştır. Sözkonusu istikrar programının global krizle aynı döneme rastlaması ve her iki unsurun etkilerinin birleşmesi neticesinde ekonomik daralma çok daha hızlı bir şekilde devam ederken 1998 yılı ekonomik büyüme oranı %3.8'e gerilemiş, 1999 yılı ilk çeyrek verileri ise %-8.4'lik bir daralmaya işaret etmiştir.

Efektif talepte ani düşüslere yol açan ve makroekonomik çarpan-hızlandıran mekanizmalarının negatif olarak etki yapmasına yol açan bu süreçler ülkemizde yaşanan resesyonun temel sebepleridir. İç talebin yanı sıra dış talepteki gerileme de bu süreci beslemiştir. Zira, dış ticaret/GSYİH oranı 1980 yılında %17 iken, 1996 yılında %49'a çıkmıştır (World Development Report, 1999, s.229). Belirtilen dönemde toplam talep seviyesindeki gerilemeler Tablo 60 aracılığıyla izlenebilir.

**Tablo 60: 1996-1998 Dönemi Türkiye Ekonomisinde Talep Unsurlarındaki Gelişmeler
(Bir Önceki Yılın Aynı Dönemine Göre % Değişim)**

	1996	1997/1	1997/2	1997/3	1997/4	1997	1998/1	1998/2	1998/3	1998/4	1998
Özel Tük.	8.5	8.2	9.8	8.9	6.6	8.4	7.8	-0.9	0.6	-6.5	0.1
Kamu Tük.	8.6	-3.9	0.6	5.9	9.9	4.1	8.7	10.9	-5.7	7.6	5
S.Ser. Olş.	14.1	8.4	15	12.9	21.6	14.8	9.6	-0.8	-2.9	-11.4	-2.4
-Kamu	24.4	39	20.3	29	30.6	28.4	32.4	-0.1	4.0	28	15.1
-Özel	12.1	5.9	13.9	9.4	18.5	11.9	7.1	-1.0	-4.6	-26.5	-6.7
T.Yurtiçi T	7.6	8.4	8.2	8.6	10.9	9	7.5	2.1	0.7	-6	0.7
İhracat	22	10.3	27.8	23.9	14.1	19.1	22.4	13.5	4.6	5.1	10.5
İthalat	20.5	14.5	22.2	23.7	28.7	22.4	15.2	8.2	-1.7	-9.9	2.2
GSYİH	7.4	6.8	8.4	8.3	6.6	7.6	8.8	3.1	2.5	-1.4	2.8

Kaynak: Konjunktur Değerlendirme Raporu, Sayı:16, Nisan 1999, DPT, Ankara 1999.

Tablo 60'den görüleceği üzere, 1996 ve 1997 yıllarında hızlı artışlara sahne olan Türkiye ekonomisindeki talep unsurları 1998 yılının Nisan ayından itibaren duraklamaya başlamış ve ilerleyen dönemlerle birlikte hızla negatif değerler haline gelmiştir. Aynı durum, kapasite kullanım oranları ve imalat sanayii üretim endekslerindeki gelişmelerde de gözlenebilmektedir. Öte yandan, Rusya krizi de kaçınılmaz olarak bu süreci hızlandırırken, artan ekonomik ve siyasi belirsizliklerle birleşen olumsuz bekleyişler ve hemen tüm ekonomik birimlerin karar alma davranışlarını bekle-gör şeklinde belirlemeleri de resesyonu arttırıcı etkiler yapmaktadır. Ekonomi yönetiminin artan siyasi belirsizlikler neticesinde olumsuz bekleyişleri kıramaması ise bu süreci tırmanmaya sevk etmiştir.

Söz konusu bu olgular, Rusya krizinin de verdiği ivme ile yurtdışına yaklaşık olarak 7 milyar dolarlık fon çıkışına neden olurken, (mali milat uygulaması bir ölçüde bu durumu dengeleyici bir şekilde 4 milyar dolar civarında girişe neden olmuştur), uluslararası finansman imkanlarının giderek daralması neticesinde Hazine'nin iç borçları dış borçlara dönüştürme planları engellenmiş ve likidite sıkışıklığının da etkisiyle nominal faiz oranlarında çok hızlı sıçramalar yaşanmaya başlanmıştır.

Faiz ile enflasyon bekleyişleri arası ilişkiyi ortadan kaldıran ve reel faizleri %40-50 aralığına kadar yükselten gelişmeleri perde arkasında artan belirsizliğin neden olduğu aşırı risk primleri, yeni vergi düzenlemelerinin neden olduğu belirsizlik ve kamu bankalarının tarımsal destekleme için finansal piyasalardan aşırı likitide talepleri de büyük ölçüde etkili olmuştur (Binay ve Salman, 1998, s.17).

Özetle, 1998 yılında Türkiye ekonomisi, bir yandan global kriz, diğer yandan da yurtiçi sıkı para ve maliye politikalarının neden olduğu bir ekonomik resesyon yaşanmaya başlamış ve 1999 yılının ilk dönemlerinde de bu etki varlığını korumayı sürdürmüştür. Her iki etkinin bir arada olması ekonomik daralmayı çok hızlı hale getirirken kamu finansmanında özellikle uluslararası finansman imkanlarındaki hızlı daralmalar nedeniyle önemli bozulmalar yaşanmıştır. Dış borçlanma imkanları hızla daralırken mali koşullar da önemli ölçüde bozulmaya uğramıştır. Bunun en iyi göstergesi ise, kendini risk primlerindeki büyük artışlarla göstermiştir. Sadece Türkiye için değil, diğer GOÜ'ler içinde geçerli olan bu durum Tablo 61 aracılığıyla izlenebilmektedir.

**Tablo 61: Dış Borçlanma Maliyetlerinde 1998 Yılındaki Artışlar
(Spread, Baz Puan Olarak)**

	2 Ocak 1998	22 Eylül 1998	22 Ocak 1999
Türkiye	410	868	717
Brezilya	559	1151	1049
Meksika	365	746	570
Arjantin	483	821	686
Polanya	105	200	168
G. Afrika	261	650	475
Macaristan	95	179	163
Rusya	527	4723	3465

Kaynak: Deutsche Bank Research-Emerging Europe Weekly'den aktaran DPT, Ankara 1999.

(Ekonomik ve Sosyal Konseyin 8 Şubat 1999 tarihli toplantısından önce üyelere sunulan bilgi notu)

1998 yılında Türkiye ekonomisinin dış borçlanma ilişkileri bu çerçevede olumsuz etkilenirken gerek kamu sektörünün gerekse özel sektörün dış kredi arayışları da yoğunlaşmıştır. Özellikle borç servisi gereksinimi nedeniyle artan ihtiyaçlar, mali koşulları daha ağır olan dış kredilerin zorunlu olarak tercih edilmesini gerektirmiştir. Bu açıdan kamu sektörünün önemli ölçüde zorluklarla karşılaştığı bilinmektedir. Uzun bir süreden bu yana net dış borç ödeyicisi konumunda olan kamu kesimi, iç borçlanmanın da bir ölçüde dış borçlara dönüştürülmesinin planlandığı bir evrede, tam tersi bir durum olarak dış borç servislerini dahi iç borçlanmaya başvurarak yerine getirmeye çalışmaktadır.

Kuşkusuz bu durum iç borçlanma piyasalarındaki nominal faiz oranlarının geriye doğru esnekliğini azaltıcı etkilerde bulunarak reel faizlerin yüksek seviyelerde kalmasına ilave katkılarda bulunmaktadır. Zaman zaman gerçekleştirilen küçük mountanlı ve yüksek maliyetli tahvil ihraçlarında belirgin başarılar gösterilmişse de, bu adımlar yeterli olmaktan uzak kalmıştır. Nitekim, Temmuz-Aralık 1998 döneminde kamu kesimi dış borç servisinin yüklü bir bölümü Merkez Bankası rezervlerinden yapılmak zorunlu kalınmıştır (TCMB, 1999, s.118).

Bu dönemde en çok zorlanan kesimlerden bir tanesi de, ticari bankalardır. Önceki sayfalarda işaret edildiği üzere 1990'lı yıllarda önemli ölçüde kısa vadeli dış borçlanmaya giden ticari bankalar 1998 yılında bu açıdan büyük güçlüklerle karşılaşmışlardır. Bu dönemde bir çok banka geri ödemeleri gereken tutarın altında taze dış kaynak bulabilirken, geri ödemesi gereken miktarın üzerinde yeni sendikasyon kredisi imzalayan bir tek banka vardır (Garanti Bankası) (Asomedy, 1999, s.31). Ayrıca yeni temin edilebilen dış kredilerdeki mali koşullarda da ciddi bozulmalar olmuştur. Özel sektörün orta-uzun vadeli ve özellikle dış ticaret finansmanı amaçlı dış kredi teminleri de benzer şekilde zorluklarla karşılaşmakla beraber ithalat finansmanı için sağlanan ticari koşullu krediler ise artışlar göstermeyi sürdürebilmiştir.

Diğer yandan, ticari bankaların bu zorluğu aşmak üzere çeşitli girişimlerde bulundukları da bilinmektedir. Ülke içi yüksek fonlama maliyetleri nedeniyle dış kredilere yönelen bankalar bu sürecin de tıkanma işaretleri vermesiyle beraber yurtdışı mali merkezlerde şubeler açmaya yönelirken, kıyı bankacılığı uygulamalarını genişletmeye çalışmışlar ve zaman zaman da ilginç finansman teknikleri geliştirmeye çalışmışlardır. Bunlardan bir tanesi “Club Deal” (Klüp Modeli) uygulaması olmuştur. Asıl itibarıyla ticari ilişkilerin yoğun olduğu yabancı bankalara başvurmak ve dış ticaret işlemlerini bu bankalar aracılığıyla gerçekleştirmek taahhüdü ile elde edilen bu tür kredi arayışları 1998 yılının ikinci yarısında artma göstermiştir (Çetinkaya, 1998).

Kamu sektörünün dış kredi girişlerini teşvik etmek üzere dış kredilerden alınan KKDF kesintilerinde önemli oranlarda indirimle gidilmesi de bu çerçevede sağlanan farklı boyuttaki bir teşvik olmuştur. Ancak bu uygulama ticari bankaların dış kredi net maliyetlerini azaltıcı etkiye bulunurken, daha yüksek faiz oranlarını da kabul etmeleri sebebiyle Türkiye’ye dış kredi veren bankaların genel Türkiye spread (ilave risk primi)’ni yükseltmeleri sebebiyle kamu sektörü dış borçlanması üzerinde de negatif dışsallıklara yol açmış bulunmaktadır (Bkz, Uras, 1999).

Kuşkusuz bu gelişmeler sadece Türkiye ekonomisine özgü olmayıp, konjonktürel olarak tüm GOÜ’leri olumsuz etkilemektedir. Ekonomide yaşanan daralma süreçlerini de besleyen bu durum, uzun yıllardır net pozitif kaynak transferi ile yaşamaya alışmış ve genişletici politikaları genellikle bu ekseninde yürütebilmiş Türkiye ekonomisi için sözkonusu kaynakların ne kadar hayati hale geldiğini göstermesi açısından kayda değerdir.

BEŞİNCİ BÖLÜM

TÜRKİYE EKONOMİSİNDE DIŞ BORÇLARIN YÖNETİMİ: TARİHSEL, KURUMSAL VE RİSK YÖNETİMİ ÇERÇEVESİNDE BİR ANALİZ

Dünya Bankasının standart sınıflandırma kriterlerine göre Türkiye ekonomisi orta seviyede, yüksek-orta gelirli dış borçlu GOÜ'ler arasında bulunmaktadır. Önemli miktarlara ulaşan dış borç stokları bunların etkin bir şekilde yönetimini gerekli kılmaktadır. Bu sebeble Dış borçların kurumsal, organizasyonel ve mali riskler anlamında yönetimi gerçekleştirilmek durumundadır. Türkiye ekonomisinin bu yönde organize ve bilinçli gayretler içine girmesi ise bir çok GOÜ'de olduğu gibi oldukça yeni olup, asıl olarak 1980'li yıllardan itibaren sözkonusu olmuştur.

Türkiye'de dış borç yönetimine ilişkin temel fonksiyonları (politika tespiti, düzenleme, muhasebe ve istatistiksel analiz gibi) esas alan düzenlemeler esas itibariyle pasif bir dış borç yönetimini gerçekleştirmek amacını taşımaktaydı. Sözkonusu düzenlemeleri yerine getirmek üzere dış borç yönetimi ile ilgili temel birimler oluşturulmuş ve görev bölüşümleri yapılmış durumdadır. Özellikle dış borçların izlenmesine yönelik olarak Merkez Bankasının (kısa vadeli borçlar için) ve Hazine Müsteşarlığının (orta ve uzun vadeli borçlar için) son dönemlerde yoğunlaşmış faaliyetleri dikkatleri çekmektedir.

1990'lı yıllarla birlikte GOÜ'ler dış borç yönetim yapıları uluslararası kurumlar tarafından yeniden gözden geçirilmiş ve orta-üst gelirli başta olmak üzere GOÜ'lerin dış borç yönetim yapılarının aktif bir karakter sergilemesine yönelik tavsiyeler yoğunlaşmaya başlamıştır. Var olan pasif dış borç yönetiminin ikamesi olmaktan çok, geliştirilmesi ve risk yönetim amaçlı uygulamalarla zenginleştirilmesi gayesini güden bu çabalar ülkemizi de ilgilendirmekte olup, bazı ileri adımların atılması sözkonusudur.

Çalışmanın bu bölümü pasif ve aktif dış borç yönetim yapıları açısından ülkemizdeki uygulamaları incelemekte ve dış borç yönetimi ile ilgili hukuksal, örgütsel ve kurumsal yapıyı sorgulamaktadır. Bunun yanısıra borç servisi kapasitesi ölçümlerinin Türkiye ekonomisi

açısından mevcut durumun ve bu çerçevedeki bazı sorunları ortaya koymaya çalışmaktadır. Dış borç stokunun fiili kullanımlar haricinde ciddi artışlar içinde olması ise bu faktörleri detaylı olarak analiz etmeyi gerektirmektedir. Bu çerçevede mali risk yönetiminin gerek kamu, gerekse özel sektör açısından önemi ve var olan uygulamaları ortaya konulurken, Euro'nun bu süreçteki yeri, önemi ve etkileri de detaylı olarak incelenmektedir. Çalışmanın bu bölümü mevcut şartlar altında Türkiye'de dış borç yönetimini geliştirmeye yönelik bir eylem planı sunmakta ve yeni bazı açılımların gerekliliğine dikkatleri çekmeye çalışmaktadır.

1.Türkiye Ekonomisinde Dış Borç Yönetiminin Kapsamı ve Artan Önemi

Genelde borç yönetimi, özelde ise dış borç yönetimi asıl olarak ekonominin karşı karşıya kaldığı borç stoklarının büyüklüklerine paralel olarak önem kazanmaktadır. Hiç dış borcu bulunmayan veya çok sınırlı miktarda dış borcu bulunan ülkeler için borç yönetiminin öneminden bahsedilmez. Bu sebeple GOÜ'lerin dış borç yönetimi konusundaki bilinçli çabaları fazla geriye götürülememektedir. Çalışmanın ikinci bölümünde gösterildiği üzere GOÜ'ler asıl olarak borç stoklarındaki hızlı artışlar ve sonrasında bunların neden olduğu çeşitli türden borç ödeme sorunları sebebiyle borç yönetim konularına önem vermeye başlamışlardır.

Dolayısıyla 1970'li yılların ikinci yarısından sonraki dönem ile 1980'li yıllar, GOÜ'lerin özellikle uluslararası mali kurumların yol göstericiliğinde dış borç yönetimleri oluşturmak ve geliştirmek anlamındaki bilinçli çabaların yoğunlaştığı bir dönem olarak karşımıza çıkmaktadır. Asıl itibarıyla pasif dış borç yönetimi unsurlarının oluşturulduğu bu dönem, 1990'lı yıllarda bir yandan geliştirilmeye çalışılırken diğer yandan da aktif bir dış borç yönetim yapısı oluşturma yönündeki çabaları yoğunlaşmaya sevk etmiştir.

Türkiye ekonomisi açısından da durum farklı olmayıp, yukarıda değinilen temel eğilimler ülkemiz içinde sözkonusudur. Asıl olarak 1970'li yıllarda ortaya çıkan dış borç birikimi neticesinde etkin bir dış borç yönetiminin gerekliliği ortaya çıkmasına rağmen, bu olgu uzun bir süre boyunca ihmal edilmiştir. Bunun sonucunda ülke dış borçları hakkında sağlıklı bir enformasyon yapısı ortaya konulamazken, bir yandan borç stoklarında önlenemez artışlar yaşanmış, diğer yandan borçlarla ilgili gerekli veri tabanları ve analizleri yeterince yapılamamıştır. 1978-1982 döneminde gerçekleştirilen dış borç erteleme görüşmeleri bu anlamda en ikna edici kanıt olup, kime ne kadar borcun bulunduğu saptanmasında önemli

güçlüklerle karşılaşmıştır. Nitekim bu dönemde soruna çözüm bulabilmek amacıyla TCMB bünyesinde yabancı uzmanlardan yararlanma yoluna dahi gidilmek durumunda kalınmıştır (Kazgan, 1988, s.292). DÇM borçları ve garantisiz ticari borçlar bu açıdan en çok sorun yaşanan borçlanma kalemleri olarak ortaya çıkmıştır.

Dolayısıyla, 1980 öncesi dış borç yönetimi açısından Türkiye'nin gerek kurumsal gerekse makro ekonomik yönetim anlamında önemli sorunların var olduğu görülmektedir. 1980 öncesindeki ekonomik ve kurumsal yapıdaki farklılıklar ise bu sorunun tırmanmasına neden olan unsurlardır. Özellikle kambiyo kontrolü uygulamaları bu açıdan belirleyici olmuş; dış borçlanma ve yönetimi asıl itibariyle Merkez Bankası'nın uhdesinde kalmıştır. Buna paralel olarak özel sektörün dış borçlanmaları genellikle kısıtlanmış, kamu sektörü dış borçlanmaları ise daha çok Türkiye'ye yardım konsorsiyumu aracılığıyla sağlanmıştır. Sağlanan finansmanlar daha çok resmi (ikili ve çok yanlı) finansmanlardan oluşmuştur.

Dış borçların yönetim konusu da genellikle bilinçli çabalardan uzak kalmıştır. Bu yöndeki kurumsal ve örgütsel düzenlemelerin yetersizliği dikkat çekici olup, çeşitli kurumlar arası bir koordinasyonun varlığından da yeterince söz edilememektedir. 1970'li yılların sonlarında ortaya çıkan dış borç sorunları ülkemizin dış borç yönetimi anlamında bilinçli adımlar atmasına yönelik gerekli motivasyonu sağlaması itibariyle özel bir öneme sahiptir. Yaşanılan kriz, dış borç yönetiminde, dış borçların iyi bir şekilde kaydı, vade analizi, ortalama faiz analizleri, sabit-değişken faiz bileşimi analizleri, kısa vadeli borçların toplam içindeki yerinin analizi, kur riskleri ve çeşitli analizlerin önemini ortaya çıkardığı gibi aynı zamanda dış borç yönetiminin temel fonksiyonları olan politika, düzenleme, operasyon, muhasebe, istatistiksel analiz gibi unsurlarının da yerine getirilmesini sağlamak üzere bir örgütsel ve kurumsal yapı oluşturulmasının yolunu açmıştır (Bkz. Öktem, 1985, s.299).

1980'li yıllardan itibaren dış borçlarda görülen hızlı artışlar, borçlanma enstrümanlarındaki yapısal değişiklikler, hızla artan özel sektör dış borçlanması, artan faiz ve kur riskleri, yeni finansal teknikler ile benzeri süreçler, yukarıda belirtilen anlamda dış borç yönetimine ilişkin kurumsal ve örgütsel yapı ile ilgili çalışmalarda yoğunlaşmalara neden olmuştur. Dış borç yönetiminin organizasyonuna ilişkin çabalar asıl itibariyle veri toplanması, borç servisi tahminleri, dış borç düzeyi ve kompozisyonunun kontrolü, özel ve/veya kamu sektörü dış borçlanmalarının seçimi gibi çeşitli işlemleri kapsamaktadır (Cangöz, 1994, s.99).

Türkiye ekonomisinde dış borç yönetiminin çalıştırılmasında kurumsal yapının güçlendirilmesi ve organize bir şekilde çeşitli görevleri yerine getirmesi, konunun önemli bir tarafıdır. Konunun diğer bir önemli boyutu ise makro ekonomik yönetimdir. Makro ekonomik yönetim, asıl olarak ekonominin uluslararası finansmanlar ve bu kapsamda dış borçlanma ile olan ilişkilerini belirlemekte, hem ülkenin büyüme hızını hem de bunu finanse edecek iç ve dış kaynakları belirlemesi açısından önemli bir işlevi üstlenmektedir.

Türkiye ekonomisi uzun yıllar boyunca dış borçlanmayı arttırıcı politikalar izlemiştir. Özellikle 1980'den sonra bu durum süreklilik arz etmiştir. 1980 sonrası döneme özgü politikalar neticesinde dış borçlanmada geniş bir serbesti sağlanırken ekonominin net pozitif kaynak transfer sürecinin aksamadan devam ettirilmesi ve hızlı ekonomik büyümeyi finanse etmesi politikası benimsenmiştir.

Bu çerçevede bir makro ekonomik yönetim sürecinin belirleyiciliği ortaya çıkarken, bunun ayrılmaz parçaları olarak ödemeler bilançosu yönetimi ve dış borçların kurumsal yönetimi konuları gündeme gelmiştir. Kuşkusuz bu gelişmeler kaynak analizleri ve dış borçların sürdürülebilirlik analizlerinin de yaygınlaşmasına neden olmuştur.

Dış borç yönetiminin kapsamının değerlendirilmesinde üzerinde durulması gerekli bir önemli nokta da özel sektör borçlarının yönetimidir. Özel sektör borçları kamu sektörünün aksine genellikle kısa ve orta vadeli ticari kredilerdir. Bu tür borçlar 1984 öncesindeki kambiyo rejimine bağlı olarak önemsiz bir seviyede idi. 1984-1989 arası uygulanan yarı açık kambiyo rejimi döneminde de pek fazla gelişme göstermeyen özel sektör dış borçları 1990 yılından itibaren geçilen serbest kambiyo rejimiyle beraber hızlı bir gelişme göstermiştir. 1990'lı yılların tamamına özgü bu durum neticesinde toplam dış borçlar içinde özel sektörün payı yaklaşık %50'ye çıkmıştır. Özel sektör dış borçları devlet dış borç yönetimi ile doğrudan ilişkili olmayıp daha çok makro ekonomik yönetim süreci ile ilişkilidir.

Ancak, özel sektör dış borçlarının devlet dış borç yönetimi ve kapsamı ile doğrudan ilişkili olmaması, bu tür borçların ülke dış borç yönetimi açısından ihmal edilmesine yol açmamalıdır. 1980'li yılların başlarında Şili ekonomisinde 1990'lı yılların sonlarına doğru ise Uzak Doğu Asya ülkelerinde ortaya çıkan dış borç krizlerinde özel sektör dış borçlarının belirleyici olması, ülke dış borç yönetimi açısından bu tür borçların da yönetim kapsamı

içinde değerlendirilmesini zorunlu kılmaktadır. Ayrıca bu tür borçların neden olabileceği pozitif veya negatif yöndeki dışsallıklar da bu çerçevede değerlendirilmek zorundadır.

Dolayısıyla, Türkiye ekonomisinde borç stoklarına paralel olarak her geçen gün dış borç yönetiminin önemi artarken, kapsam olarakta sürekli bir genişleme ve fonksiyon artışı sözkonusu olmaktadır. Bu çerçevede, bir yandan makro ekonomik yönetim, bir yandan kurumsal yönetim ve diğer yandan da tüm ülke dış borçlarının ortak bir çerçevede ve sürdürülebilir bir tabanda yönetimi ön plana çıkmaktadır.

2.Türkiye’de Dış Borç Yönetiminin Hukuksal ve Örgütsel Yapısı

Dış borç yönetiminin kapsamındaki genişlik ve sınırlarının çizilmesindeki zorluklara karşın, asıl olarak iki önemli boyutunun varlığı vurgulanmaktadır. Bunlardan ilki makro ekonomik boyut idi ve bir ülkedeki dış borçların seviyesinin ve kompozisyonunun asıl belirleyicisi olarak karşımıza çıkmaktaydı. Bunun kadar önemli bir diğer boyut ise kurumsal yönetimdir. Kurumsal yönetim devletin örgütsel yapısı tarafından şekillendirilmektedir. Öte yandan bir ülkedeki hukuksal yapı da bu sürecin ayrılmaz bir parçası olmak durumundadır. Gerek özel sektörün gerekse kamu sektörünün dış borçlanmaya gidebilmesinin sınırlarının çizilmesi hukuksal yapı içinde Anayasadan başlayarak çeşitli yasal düzenlemelerin varlığı altında sözkonusu olabilmektedir.

Türkiye açısından bakıldığında mevcut hukuksal yapının dağınık bir görünüm arz etmekle beraber dış borçlanmaya engel teşkil edici bir karakterinin olmadığı ifade edilebilir. Ülkemizde esas itibarıyla tek bir borçlanma (iç ve dış) kanununun olmayışı bu dağınık yapının devam etmesine neden olmaktadır. Bu bağlamda ülkemizde dış borçlanmaya yetki veren kanunlar beş ana grupta toplanabilmektedir. Bunlar şunlardan oluşmaktadır (Derdioyok, 1993, s.50);

-244 sayılı Milletlerarası anlaşmaların yapılması, yürürlüğü ve yayınlanması ile bazı anlaşmaların yapılması için Bakanlar Kuruluna yetki verilmesi hakkında kanun,

-1211 sayılı TCMB Kanunu,

-Genel Bütçe Kanunları,

-1567 sayılı Türk Parasının Kıymetini Koruma Hakkında Kanun ve bu kanuna istinaden çıkarılan kararlar (30 sayılı karar, 32 sayılı karar gibi),

-Yabancı sermaye teşvik kanunu.

Türkiye ekonomisinde dış borçlanmaya yasal alt yapı imkanları sunan yukarıdaki kanunlardan ilk üçü kamu sektörü dış borçlanmasını düzenlemektedir. Bu yasalara ilave bir destek ise Hazine Müsteşarlığı kuruluş kanunundan gelmektedir. Sıralanan diğer yasalar ise özel sektör dış borçlanmalarını düzenlemektedir. Esas itibariyle Türk Parasının Kıymetini Koruma Kanununa dayalı olarak Bakanlar Kurulu tarafından çıkarılan Kanun Hükmünde Kararnamelerle düzenlenen özel sektör dış borçları çeşitli dönemlerde sınırlamalara uğrarken, 1980'li yıllardan itibaren kambiyo rejimine getirilen liberalizasyon ile serbest hale dönüştürülmüştür. 18 Ocak 1984 tarihinde 28 sayılı karara istinaden yurtdışından kredi temin edebilecek bankaların belirlenmesiyle şekillenen süreç, ileriki dönemlerde çıkarılan 30 ve 32 sayılı kararla birlikte tamamen serbest hale getirilmiştir (Bkz., Taşdelen, 1995, s.21, 23, 50).

Ancak, bu uygulama, Kaynak Kullanımı Destekleme Fonu'na bazı kesintiler yapılmasına ilişkin kararla özellikle kısa vadeli dış borçlanmayı caydırıcı olarak belirli ölçülerle sınırlandırılmaktadır. Bir vergi gibi işleyen bu kesintiler ekonominin ihtiyaçlarına paralel olarak çeşitli dönemlerde arttırılmakta veya azaltılmaktadır. Sadece kısa vadeli dış kredilerden değil, aynı zamanda bir çok işlemlerden de alınması sebebiyle sözkonusu kesintilerin sıklıkla kaldırılması talep edilmekle beraber fon varlığını korumaktadır.

Bu konuda son olarak 1998 yılında yapılan bir düzenlemeyle 1 Ocak 1999 tarihinden itibaren geçerli olmak üzere bankalar ve finansman şirketlerinin yurtdışından sağladıkları bir yıldan kısa vadeli krediler için oran %4'ten %sıfıra, bankalar ve finansman şirketleri dışında Türkiye'de yerleşik kişilerin yurtdışından sağladıkları kredilerde ise oran %6'dan, %3'e indirilmiştir. Ayrıca Türkiye'de yerleşik kişilerce yurtdışından sağlanan döviz kredilerinin fon muafiyetinden yararlanması için gerekli olan 2 yıllık ortalama vade de bir yıla çekilmiştir (TCMB, 1999, s.112, 113).

1998 yılında özel sektörün dış borçlanmada yaşadığı zorlukları azaltmak ve dış sermaye girişindeki tıkanıklığı bir ölçüde aşmak amacıyla yapılan bu tür düzenlemelerin kısa vadeli dış borçlanmayı hızlandırması beklenmektedir. Kuşkusuz bu düzenlemenin (özellikle vade ile ilgili düzenlemenin) kısa vadeli dış borçlanmaları caydırıcı kılmak için bir sermaye vergisi olması sebebiyle fon kesintisini kaldırması eleştirilebilmektedir. Ancak, sözkonusu fon kesintisinin uluslararası para piyasaları işlemcileri tarafından fon maliyetlerini belirlemede de kullanıldıkları düşünülürse, anlamını kısmen yitirdiği de bir gerçektir.

Şöyle ki, uluslararası piyasalardan kredi kullanmak isteyen özel sektör, fon maliyetlerini sıfırlamak için aldıkları kredinin vadesini ortalama iki yıl olacak şekilde ayarlamaya çalışırken, kredi veren kuruluşlar bu tür bir vade uygulamasının kredi talep edene kazandırdığı fon kesintisi tasarrufunu genellikle bilmekte ve bu tasarrufu spread'lere ilaveler yaparak bölüşmeye çalışmaktaydılar (Rota, 1998, s.112). Dolayısıyla, yapılan yeni düzenlemeler kısa vadeli dış borçlanmayı azaltmak gayesiyle yapılan fon kesintileri ortadan kaldırılırken bu tür borçlanmalar için asıl belirleyici olan makro ekonomik yönetim süreçlerinin önemini bir kez daha ön plana getirmiştir.

Özel sektörün dış borçlanması için düzenlemeler bu çerçevede iken kamu sektörünün dış borçlanmayı çeşitli yasalar eşliğinde yaptığı görülmektedir. Bu düzenlemelerden 1211 Sayılı Kanun TCMB'ye ilişkin olup, bağımsız bir şekilde dış borçlanma yetkisi sağlamaktadır. Dolayısıyla diğer kamu sektörünün dış borçlanması 244 sayılı kanun, genel bütçe kanunları ve Hazine Müsteşarlığı kuruluş kanunu çerçevesinde olmaktadır. 244 sayılı kanun asıl itibarıyla ikili ve çok yanlı dış kredi anlaşmaları ile ilişkiliyken, diğer iki kanun uluslararası para ve sermaye piyasaları kredileri ile ilişkilidir.

Burada asıl dikkat çekici olan, bütçe kanunlarının her yıl yenilenen bir yapı şeklinde devlete dış borçlanmada ve borç servislerinin yapılmasında bir yetki kanunu olarak kullanılır hale gelmesidir. Kuşkusuz devletin dış borçlanmasıyla ilişkili bu dağınık yasal altyapı eleştirilere açıktır ve bir eksiklik olarak değerlendirilmektedir. Hazine Müsteşarlığında fikirlerini aldığımız bazı yetkililer bu durumun giderek ciddiyet kazanan bir şikayet konusu haline geldiğini belirtirken, Anayasa mahkemesinin de bu konuda yasal düzenlemelere gidilmesi yönünde talepte bulunduğunu ve bir iptale dahi yol açabileceğini ifade etmişlerdir. Devletin hesaplarını denetleme yetkisine sahip olan Sayıştay'ın 1996 yılına ilişkin Hazine İşlemleri Raporunda da bu durum belirtilmekte ve şöyle denilmektedir; "Hazine, borçlanma görevini her yıl yenilenen bütçe kanunlarıyla yürütmektedir. Ancak bu durum, istikrarlı borç politikalarının oluşturulması ve uygulanması açısından sakıncalıdır. Kamu kurumlarının bütçelerine kıyasla ne kadar borçlanabilecekleri belirtilmemiştir. Kamunun bir yılda yapabileceği borçlanmanın da limiti yoktur. Uzun ve kısa vadeli borçlanmaların özel olarak hazırlanmış bir Borçlanma Kanununa göre tanımlanması ve yönetilmesi gereklidir"

Her yıl hazırlanan ve meclisin onayıyla yürürlüğe giren bütçe kanunlarının dış borçlanmaya yasal taban teşkili, aynı zamanda borçlanma ile ilişkili bazı kararların

alınmasında aracı görevi yapmasına da neden olmaktadır. Buna ilişkin son yıllarda yaygınlık kazanmaya başlayan bir uygulama Hazine'nin garanti vereceği dış kredilere ilişkin limit uygulamasıdır. Buna göre Hazine, mahalli idareler ve diğer kamu kurumlarının dış kredi uygulamalarında talep ettikleri garanti miktarına ilişkin limitleri bütçe kanunlarına birer madde ile eklemeye başlamıştır. Bu uygulama ile kamu sektörünün de kredi kullanımları sınırlanırken (kamu kurumlarının garantisiz dış borçlanma imkanları genellikle zor bir durumdur) limitlerin arttırım veya azaltımlarına ilişkin kararlar Bakanlar Kuruluna bırakılmaktadır.

1998 yılı için belirlenen limit 700 milyon dolar iken (daha sonra %50 arttırıldı) 1999 yılı için ise 500 milyon dolar olarak belirlenmiştir (Dünya, 22.10.1997, Yeni Yüzyıl, 24.7.1998, Dünya, 2.11.1998). Söz konusu bu uygulama özellikle mahalli idarelerin borçlarını ödemeyerek Hazine'ye bırakmaları ve bu uygulamanın yaygınlık kazanması nedeniyle esas olarak kamu sektörünün dış borçlanmasını düzenleyen yasal tabandaki eksiklik ve dağınıklıkların bir sonucu olarak karşımıza çıkmaktadır. Tablo 62, bu konuyla ilgili olarak Hazine tarafından üstlenilmek zorunda kalınan garantili dış borçlara ilişkin 1992-1998 dönemi verilerini özetlemektedir.

Tablo 62: Hazine Tarafından Üstlenilen Garantili Dış Borçlar (Milyon Dolar)

	1992	1993	1994	1995	1996	1997	1998	(1992-1998)
1-KİT'ler	0	66.6	127.6	354.2	73.9	39.2	401.3	1.063
a)İşletmecî KİT'ler	0	66.6	127.6	304.9	64.9	39.2	189.6	793
b)Mali Kurumlar	0	0	0	49.3	8.9	0	211.7	270
2-Mahalli İdareler	44.1	81.1	191.5	469.5	511	888.1	716.7	2.902
3-Üniversiteler	0	0	5.9	9.3	7.4	9.1	5.5	37.4
4-Fonlar	0	0	80	113	81.6	90.7	89.4	454.9
Toplam	44.1	147.8	405.1	946.1	674	1.027	1.213	4.457

Kaynak: Hazine Müsteşarlığı, İnternet Web Sitesi (www.treasury.gov.tr), Ankara 1999.

Yukarıda sıraladığımız açıklamalar Türkiye'de kamu kesiminin hukuksal açıdan dış borçlanmasıyla ilişkili olarak var olan dağınık yapısı hakkında bilgiler vermektedir. Bu yapı bize Türkiye'de dış borçlanmanın kamu kesimi açısından temel olarak 244 sayılı kanun ve bütçe kanunlarıyla düzenlendiğini göstermektedir. Ancak, kamunun dış borçlanmasıyla ilişkili olarak çeşitli devlet organlarının da fonksiyonları söz konusu olup tüm bunları toplu olarak sıralayabiliriz (Sayıştay, 1997);

TBMM: 244 sayılı kanunla, milletlerarası anlaşmaların akdedilmesi, anlaşmanın bir kanunla TBMM tarafından uygun bulunması şartına bağlanmıştır. Ancak, getirilen istisnalar

ve bunların kapsamının zamanla genişletilmesi neticesinde hibe ve kredi teminine dönük anlaşmalarda bu uygun bulma mekanizması kullanılmamaktadır.

Bakanlar Kurulu: Türkiye Cumhuriyetine hibe ve kredi sağlama gayesini güden anlaşmaları, başka milletlerarası anlaşmalara ve kanunlara dayanılarak yapılan anlaşmaları ve NATO ile ilgili anlaşmaları onaylama yetkisi Bakanlar Kurulu'na verilmiştir. Bütçe kanunları ile bu yetki, savunma borçlanmalarına ilişkin kredi anlaşmaları ile bütçe kanunlarına dayanılarak yapılan diğer kredi anlaşmalarını da kapsayacak şekilde genişletilmiştir.

Hazine Müsteşarlığı: Devlet borçları Hazine Müsteşarlığınca yönetilir. Yabancı ülke ve kuruluşlardan borç ve hibe almak, borçlanmalarla ilgili müzakereleri yapmak ve sonuçlandırmak, borçlanma ile sağlanan imkanları kamu ve özel sektör kurumlarına kullandırmak, kamu kurumlarının borçlanmalarında garantör olmak, borç geri ödemelerini yapmak ve takip etmek, borç yönetiminin hesabını tutmak ve dış borç kütüğü oluşturmak Hazine Müsteşarlığının görevleri arasındadır.

Maliye Bakanlığı: Devlet borçlarının yönetimi ve muhasebesi ile ilgili esas ve usuller Maliye Bakanlığı ile Hazine Müsteşarlığı tarafından ortaklaşa düzenlenir. Proje kredisi olarak mali yıl içinde elde edilen imkanları bütçeleştirmeye, dış borçlanma imkanları ile satın alınacak malzeme ve hizmetlere ait taahhüt evrakı ve sözleşme tasarılarını vize etmeye Maliye Bakanlığı yetkilidir. Vize yapılmadan satın alma işlemleri gerçekleştirilemez.

Devlet Planlama Teşkilatı: Yatırımların dış kredi ile finanse edilmesi, bunların DPT tarafından uygun bulunması ve yatırım planına alınması ile mümkün olur.

Sayıştay: Devlete ait borç alma, verme ve taahhütlerle çeşitli kaynaklardan bağış ve yardım suretiyle elde edilen nakdi ve yani kıymetleri, Hazine bonolarını, bütün kefalet, kredi ve Hazine avanslarını kaydedip denetlemek Sayıştay'ın görevidir.

Görüleceği üzere ülkemizde kamu kesiminin dış borçların yönetimindeki hukuksal ve örgütsel yapı çeşitli devlet organlarının fonksiyonları eşliğinde yerine getirilmektedir. Bu yapılanma şekli dış borç yönetimi açısından yol gösterici olmakla beraber, ekonominin bir bütün olarak dış borç yönetimi yapısını göstermekten uzaktır.

Ekonominin kamu kesiminde dış borçlanmayla ilişkili olan cari hukuksal yapı doğrultusunda Hazine ve diğer kamu kurumlarının dış borçlanmasının işleyişi şu şekildedir. Hazine Müsteşarlığı devletin nakit dengesini sağlamak görevi çerçevesinde bütçe açıklarının finansmanını yapmaktadır. Bu çerçevede devletin yıllık finansman açıklarının karşılanmasında iç ve dış borçlanmayı belirli ölçülerde bir formülasyona tabi tutarak karar

vermektedir. Bunu yaparken DPT ve Merkez Bankası ile yakın ilişki ve bir koordinasyon sağlanmasına çalışılır. Bu süreçte DPT'nin görevi yıllık programlar hazırlamak suretiyle makro ekonomik dengelerin belirlenmesi şeklindedir.

Hazine, finansman ihtiyaçlarını tespit etmekte ve bunun ne kadarının iç ve ne kadarının dış borçlanmayla sağlanacağına karar vermektedir. Bu süreçte merkez bankasının sağlayabileceği ilave iç ve dış borçlanma imkanları da önceden belirlenerek bütçe yönetimi sağlanmaya çalışılmaktadır. Hazine Müsteşarlığının ihtiyaç duyulan dış borçlanmayı kendi adına yapma yetkisi vardır ve bunun için çeşitli dış borçlanma imkanları çerçevesinde ve izlediği dış borçlanma stratejisi bağlamında hareket etmesi sözkonusudur. Hazinenin son dönemlerde izlediği dış borçlanma stratejisinin temel unsurları ise şu şekildedir:

-Dış borçlanma piyasalarını çeşitlendirmek: Bu amaçla çeşitli piyasalardan çeşitli enstrümanlar (tahvil ihraçları, sendikasyonlar gibi) eşliğinde borçlanabilme imkanları genişletilmeye çalışılmaktadır. Böylece, sınırlı piyasalardan borçlanmak yerine çeşitlendirilmiş bir yapıda borçlanma imkanı sağlanmaya çalışılmakta ve ülke kredi limitlerinin zorlanmamasına çalışılmaktadır.

-Yatırımcı tabanını genişletmek ve istikrarlandırmak: Özellikle tahvil ihraçları için gerekli olan bu strateji çerçevesinde yurtdışı borçlanma piyasalarındaki Türk tahvillerine ilişkin yatırımcı tabanı güçlü tutulmak istenilmekte ve borçlanma senetlerinin likit hale gelmesine yönelik istikrarlı ihraçlar planlanmaktadır.

-Yeni piyasalara giriş yapabilmek: Çeşitli piyasalar ile ilgili sürekli analizler ve araştırmalar yapılarak borç portföyü çeşitlendirilmeye çalışılmaktadır.

-Tanınmış uluslararası finansal kuruluşların tecrübelerinden ve kredibilitelerinden yararlanmak: Özellikle son yıllarda bu yöndeki eğilimler artmakta olup, belirli komisyonlar karşılığında tanınmış finansal kuruluşlara Türkiye adına borçlanma yetkisi verilmektedir.

-Borçlanmanın mali koşullarını uyumlaştırmak: Özellikle vade, faiz ve döviz kompozisyonu gibi konularda en uygun yapıyı kurmaya çalışılmaktadır.

-Borç servisi kadar borçlanma yapmak: Dış borç stokundaki hızlı artışları engelleyebilmek üzere getirilen bu prensip kararı sürekli uygulanmakla beraber faydalı bir çerçeve olarak düşünülmektedir.

-Risk yönetim araçlarından daha fazla yararlanabilmek: Dış borç stokunun çeşitli dışsal ilişkilerden korunmasını sağlamak amaçlı uygulamalar olup son dönemlerde bu konudaki çabaların artması sözkonusudur.

-Uluslararası borçlanma piyasalarındaki gelişmeleri yakından takip etmek: Borç maliyetlerini azaltabilmek ve en uygun finansmanlara ulaşabilmek amaçlı analizlerin yaygınlaştırılmasıdır.

Hazine yönetiminin dış borçlanma stratejileri tipik bir borç yönetim ofisinin ilkeleri ile tutarlı ve faydalı olmakla beraber, bu konudaki en önemli güçlük bütçe ve maliye politikalarının karşılaştıkları sorunlardır. Kamu kesimi mali politikalarının temel metni olan bütçe kanunlarının ve uygulamalarının pratikte karşılaştıkları sorunlar, hazinenin borçlanma ile ilgili önceden kesin sınırları çizilmiş uygulamalar yapmasına engel olmaktadır.

Artık geleneksel hale gelen ek bütçe uygulamaları ve genişleyici mali politikalar ne tür açığın nasıl finanse edileceğine karar vermek zorunda olan ve bu açıdan büyük açmazlar yaşayan Hazinenin temel sorunları arasındadır (Dedeoğlu, 1998, s.24). Bu durumu 1990'lı yıllardaki bütçe uygulamalarından gözlemek mümkün olup, Tablo 63 aracılığıyla izlenebilmektedir.

Tablo 63: Türkiye’de Devlet Bütçelerinin Başlangıç ve Ek Ödenek Yapıları (% Fark Olarak)

	1993	1994	1995	1996	1997
Toplam Harcamalar Açısından					
Başlangıç ve Yıl Sonu Ödenekleri Arası % Fark	%27.9	%16.9	%35.9	%16.6.	%33.7
Cari Harcamalar Açısından					
Başlangıç ve Yıl Sonu Ödenekleri Arası % Fark	%19.1	%16.4	%23.9	%29.1	%38.4
Yatırım Harcamalar Açısından					
Başlangıç ve Yıl Sonu Ödenekleri Arası % Fark	%41.1	%3.6	%41.1	%19.4	%45
Transfer Harcamalar Açısından					
Başlangıç ve Yıl Sonu Ödenekleri Arası % Fark	%33.2	%20.2	%44.7	%10.4	%29.5

Kaynak: Ercan Kumcu, Devletin Bütçesi, Yeni Yüzyıl, 3 Mayıs 1998’den Derlenmiştir.

Tablo 63, Türkiye’de bütçelerin giderek politikasızlaşan yapısı nedeniyle öneminin azalmasına yol açarken mali disiplinsizliğin bir gelenek haline gelmesi ile borçlanma stratejisinin uygulanma şansının da giderek azalmasına işaret etmektedir. Devletin borçlanma ile ilgili uygulamalarını düzenleyen temel bir borçlanma kanununun olmadığı şartlarda bu durum daha da önem kazanmaktadır.

Türkiye ekonomisinde Hazine dışındaki kamu sektörünün dış borçlanmaya gitmesi ve bunun işleyişi Hazinenin kendi uygulamaları gibi değildir. 1985 yılından itibaren kamu kesiminin borçlanma kararlarında ilgili birimlere bir otonomi sağlanmış olmakla beraber

(Altınok ve diğ., 1993, s.14) bu durum özellikle dış borçlanma açısından bazı prensiplere bağlanmış durumdadır. Kamu kurumlarının dış borçlanması ya doğrudan kendilerinin girişimiyle ya da Hazine aracılığıyla (devirli kredi) olabilmektedir. Ancak her iki uygulama biçimi için de ilgili kamu kurumlarının hangi yatırımlarını dış kredi ile finanse edeceklerine kendileri karar verdikten sonra uymaları gereken esaslar vardır. Bunun için ilgili kurumlar, projelerinin yatırım programına alınabilmesini teminen DPT'ye müracaat etmek ve Hazinenin onayını almak zorundadırlar. Hazine'den onay alma zorunluluğu 9.1.1993 tarihinde getirilmiş olup, sözkonusu tebliğin ilgili maddeleri şu şekildedir:

-Kamu kurum ve kuruluşları ile belediyelerin yurtdışından her türlü nakdi kredi sağlaması ve çeşitli borçlanma araçları ihraç etmesi Hazine Müsteşarlığının ön iznine bağlıdır.

-Ön izin alınmadan sağlanan dış krediler borç kütüğüne kaydedilmez ve bunlara ait borç servis transferleri yapılamaz.

Kamu kurumlarının dış borçlanmasıyla ilgili sorunları azaltmak ve disipline etmek amaçlı bu uygulama, 3 Şubat 1998 tarihinde "Dış Borç Kullanımlarını İzleme Komitesi" kurulması kararı ile daha sağlıklı esaslara bağlanmıştır. Böylece kamu kurumlarının dış kredi kullanımlarında ortaya çıkabilen, borç kaydı, muhasebe, kullanım bilgileri gibi bazı sorunların da aşılması amaçlanmıştır.

Türkiye ekonomisinde kamu kurumlarının dış kredi kullanımlarının genellikle sınırlamalar içeren çeşitli düzenlemelere sahip olduğu görülmektedir. Bu konuda son yıllardaki eğilimler, artan sorunlar sebebiyle çözüme yönelik girişimlerde bulunmaktan çok, (bir ölçüde zorunluluktan doğan) genellikle ve daha kolay bir yöntem olan sınırlamalara başvurmaktır denilebilir. Her bir kredi dilimi için Hazine onayının alınması, satın alma işlemlerinde ise Maliye Bakanlığının vize uygulamaları sözkonusudur.

Kredilerin kullanılması ve yapılan kullanımların takip edilmesinde de sorunlarla karşılaşmaktadır. Bir çok kredinin kullanımında resmi işlemlerin uzaması, yurtiçi finansman katkılarının zamanında ve yeterli miktarda sağlanamaması ve kurumların hazırlıksız olmaları sonucu gecikmeler yaşanmaktadır. Kredilerin etkin kullanılmamasına yol açan bu gecikmeler, taahhüt komisyonları ödenmesi zorunluluğu sebebiyle, sık sık dış kredilerin kısmen veya tümüyle iptal edilmesiyle sonuçlanmaktadır (Dış kredi iptaline ilişkin örnekler için Bkz. Sayıştay, 1997).

Türkiye’de kamu kesiminin yaşadığı genel sorunların bir yansıması olan bu durum yaygınlık arz etmektedir. Sadece uluslararası mali kurumlardan alınan dış kredilerde değil, finansmanın bir kısmı dış, geriye kalanı da iç finansmanlarla yürütülen tüm kamu projelerinde de bu tür sorunlar vardır (Cenk, 1996, s.32).

Türkiye’de Dünya Bankası kaynaklı kredilerle yürütülmekte olan projelerin uygulama aşamasında karşılaşılan sorunları belirlemek amacıyla 1996 yılında Hazine Müsteşarlığı ve Dünya Bankası Türkiye temsilciliği tarafından ortak bir çalışma yapılmıştır. Kamu kesiminde dış kredili proje yürütmekte olan tüm birimleri de ilgilendiren bu araştırmanın ortaya koyduğu üç temel bulgu vardır. Bunlar; iç finansman sorunları, satın alma sorunları ve personel sorunlarıdır. Özellikle iç finansman sorunları can alıcı bir nokta olup, projelerin zamanında bitirilememesinin önündeki en önemli engeldir (Cenk, 1996, s.36). Bu sorun, konuyla ilgili başka araştırmaların da temel bulguları arasındadır. Bu çalışmalara örnek olarak Baştüzel (1996) ve Öniş ve Özmucur (1991) gösterilebilir.

Hiç kuşkusuz bu sorunun temelinde kamu yatırımlarının ekonominin önceliklerinin belirlenerek bir konsantrasyon süreci içinde gerçekleştirilmesi arayışı yerine, aynı anda birbirlerinden bağımsız ve çok sayıda proje yürütülmesi şeklindeki popülist bir takım eğilimlerin etkili olması sözkonusudur. Dolayısıyla, projelerin başlama ve bitiş süreleri arasında hedefler hedefler arasında sapma olmakta ve kullanılan dış kredilerin maliyetlerinde önemli ve başlangıçta görülemeyen ilave artışlar olmaktadır. Her yıl DPT tarafından ilan edilen yıllık programlar içerisinde gösterilen bu projelerin sayısı ve finansman ihtiyaçları çok yüksektir. Doğal olarak iç finansman sıkıntıları, dış finansman bulunsa dahi projelerin gerçekleştirilmesine engel olabilmektedir (Kamu kesiminin dış kredi kullanımları konusundaki detay için Bkz., Derdiyok, 1993, Sayıştay, 1997).

3.Türkiye’de Dış Borç Yönetiminin Fonksiyonları Çerçevesinde Kurumsal Yönetimi

Ülkemizde dış borçların yönetiminin kapsamı ve artan önemi karşısında dış borç yönetim fonksiyonlarını (politika tespiti, düzenleme, operasyon ve istatistiksel analiz gibi) yerine getirmek üzere bir kurumsal yönetimin oluşturulabilmesi amacıyla 1980’li yılların başlarından itibaren önemli adımlar atılmıştır. Bu konuda evrensel olarak kabul edilmiş standart bir yapının olmadığına ve her ülkenin bu yapılanmayı kendi tarihsel birikimi, kurumsal yapılanması ve devlet örgütlenmesi çerçevesinde yerine getirmeye çalıştığına

önceki bölümlerde değinilmişti. Bu olgu Türkiye ekonomisi için de geçerli olup, çeşitli dış borç yönetim fonksiyonlarının uygulamaya geçirildiği ve bu konuda bir hayli mesafe alındığı görülmektedir. Dış borçların sayı ve işlem hacminin büyüklüğü gözönüne alınarak, uygulama safhasında komputерizasyon olanaklarından da büyük ölçüde yararlanma çabaları sözkonusudur (Akçay, 1988, s.46).

Her bir GOÜ'nin dış borç yönetim yapılanması kendi tecrübeleri ve sorunlarının bir sonucu olarak ortaya çıkmaktadır. Önceki bölümlerde incelenen ülke örneklerinden de görüldüğü üzere bu yapı Latin Amerika ülkeleri için genel olarak yeni dış borçlanma imkanlarının elde edilmesi ve dış borçların sürekli olarak yeniden yapılandırılması boyutuyla ön plana çıkmaktadır. Dolayısıyla kurumsal yapı da asıl olarak bu şekilde örgütlenmektedir. Uzak Doğu ülkeleri uygulamaları ise, genellikle dış borçlanmayı bir araç olarak görüp geçici bir süre için kullanımını ve var olan borç stoklarını da risklerden koruma yönündeki çabalarda yoğunlaşmaktadır. Ayrıca, ülkenin en uygun finansman şekillerinden faydalanabilmesi yönünde (ticari veya resmi) yoğun gayretlerin olduğu görülmektedir. OECD üyesi bir çok ülke ise, dış borçlanmayı (kamu kesimi borçlanması olarak) giderek terketme yönünde politikalar izlerken, aynı zamanda profesyonel ve bağımsız borç yönetim ofisleri kurmaya çalışmakta ve var olan stokların risklerden korunması amacı ile finansal mühendislik konularında yoğunlaşma göstermektedirler.

Ülkeler düzeyindeki bu farklılık borç sorunlarının boyutlarıyla ilişkili olmanın ötesinde asıl olarak kurumsal yönetimin yapısını belirlemesi sebebiyle önem kazanmaktadır. Türkiye ekonomisi tüm bu örneklerin ve farklılıkların ortaya koyduğu sınırlar sebebiyle doğal olarak bir ölçüde farklı kurumsal yönetim ve önceliklere sahip olmuştur. Kurumsal yapıyı belirleyen sözkonusu önceliklerden ilki, Türkiye ekonomisi açısından dış borçların izlenmesi alanında ortaya çıkmaktadır. İkinci öncelik dış borçlanma akışını net negatif kaynak transferine neden olmayacak şekilde düzenli olarak devam ettirebilmek olurken, üçüncü öncelik ise borç servislerinin düzenli olarak yerine getirilebilmesi ve borç stokunun sürdürülebilir bir yönetiminin sağlanması noktalarında odaklanmaktadır.

Bu önceliklere ilave olarak düşünülebilecek bir uygulama dış borçların makro ekonomik politikalarla uyumlaştırılması iken, diğer bir uygulama da uluslararası rezervlerin yönetimi alanında odaklanmaktadır. Son yıllarda bu öncelikler içerisine risk yönetim unsurunun da dahil olması sözkonusudur.

Türkiye ekonomisinde sözkonusu öncelikleri hedef olacak şekilde etkin bir dış borç yönetimini gerçekleştirebilmek için temel kurumsal yapı Hazine Müsteşarlığı olarak belirlenmiştir. Geçmiş olduğu gerilere giden ve 1960-1983 döneminde Maliye Bakanlığı içinde yer alan kurum 13.12.1983 tarihinde 188 sayılı kanun hükmünde kararname ile bakanlıktan ayrılıp, yine Ticaret Bakanlığından ayrılan dış ticaret dairesi ile birleştirilerek Başbakanlığa bağlı bir müsteşarlık haline getirilmiştir (Hazine ve Dış Ticaret Müsteşarlığı adı altında). 20 Aralık 1994 tarihinde yayınlanan 4059 sayılı kanun ile sözkonusu birimler yeniden ayrılmış, yetki ve görevler genişletilerek yine başbakanlığa bağlı iki ayrı müsteşarlık haline getirilmiştir.

Bu düzenleme ile Hazine Müsteşarlığının dış borç yönetimi konusundaki görevleri genişletilirken, yeni birimler kurulması ve daha aktif bir yapıya dönüştürülmesi de sağlanmaya çalışılmıştır (Detay için bkz., Güven, 1993, s.2, Eğilmez, 1997, s.29; Hazine Müsteşarlığı Tanıtım Kitabı, 1992 ve 1996).

Hazine Müsteşarlığı, kuruluş kanununun verdiği yetki ve görevler sebebiyle dış borç yönetimi için merkezi devlet organı haline getirilmiş olmakla beraber, bu görevi yerine getirme süreci içerisinde DPT ve Merkez Bankası ile de yoğun bir etkileşim içinde bulunmaktadır. Dolayısıyla dış borç yönetimi asıl itibariyle Türkiye ekonomisinde bu üç birimin doğrudan ve dolaylı işbirliği süreçleri içerisinde gerçekleştirilmektedir. Bu süreç içerisinde DPT'nin temel görevi kalkınma planları ve bu çerçevede makro ekonomik dengeleri belirleme ve yıllık programların hazırlanması aşamaları ile kamu sektörünün dış finansman ihtiyaçlarının belirlenmesi noktalarında yoğunlaşmaktadır.

Merkez Bankası, 1980 öncesi Türkiye ekonomisinde dış borçlar ve yönetiminden sorumlu temel kurum olması nedeni ile önemliyken günümüzde bu görev alanı gerileme göstermiştir. 1980 öncesi dönemde dış borçların sağlanması ve geri ödemelerin yapılması Merkez Bankasının yanı sıra Maliye Bakanlığı bünyesindeki Milletlerarası İktisadi ve İşbirliği Teşkilatı (MİİT) aracılığıyla yürütülmekle beraber (Forum, 1999, s.17) sorumluluklar büyük ölçüde Merkez Bankasında toplanmış durumdaydı.

Esas itibariyle, o dönemde izlenen kambiyo rejimini yönetmekle sorumlu olmasından kaynaklanan bu güç günümüzde büyük ölçüde Hazineye ait hale gelmiştir. Bununla beraber Merkez Bankasının dış borç yönetim sürecindeki önemi ortadan kalkmamıştır. Asıl

yükümlülük Hazineye geçmekle beraber Merkez Bankası dış borç yönetim sürecinde aldığı çeşitli görevler sebebiyle önemini korumaktadır. Merkez Bankası Dış İlişkiler Genel Müdürlüğü tarafından yerine getirilen bu kapsamdaki görevler şunlardır;

- Bankanın uluslararası kuruluşlar ile kurumsal ilişkilerini düzenlemek,
- Bankanın orta ve uzun vadeli dış kredi anlaşmalarına ilişkin işlemleri yürütmek,
- Hazine adına devletin dış borçlarını izlemek ve bu borçların geri ödemelerini yapmak (mali ajanlık görevi gereği),
- Hazine adına devletin aldığı dış kredilerin kullanımını yönetmek,
- Hazinenin yurtiçi ve yurtdışı finans çevreleri ile ilgili kurum ve kuruluşlar ile olan ilişkilerinde danışmanlık yapmak ve bu kapsamda gerekli faaliyetleri yürütmek,
- Dünyadaki ekonomik gelişmeleri ve uluslararası piyasalardaki yeni oluşumları izleyerek kısa ve uzun dönemde raporlamak (dış borç analizleri dahil),

Görüldüğü üzere, Merkez Bankasının dış borçlar ile ilgili temel görevlerinden birisi dış borç servisi işlemleridir. Merkez Bankası kanununun 41 nci maddesine göre hükümetin hazinedarı olan banka, bu sıfatının gereği olarak devletin gerek yurtiçindeki gerekse yurtdışındaki tahsilat ve ödemeleri ile tüm hazine işlemlerini, ayrıca her türlü para nakil ve havale işlemlerini ücretsiz olarak yapmakla yükümlüdür. Merkez Bankasınca transferi gerçekleştirilen dış borç ödemeleri şunlardan oluşmaktadır (Merkez Bankası, 1997);

- Merkez Bankasının borçlu sıfatı ile doğrudan sağladığı krediler (Dresdner vb.),
- Hazinenin borçlu sıfatı ile doğrudan sağladığı krediler (uluslararası sermaye piyasası kredileri ve sendikasyonlar),
- Çeşitli kamu kuruluşlarınca doğrudan sağlanan, ancak, Hazinenin garantör olduğu krediler,
- Kamu Ortaklığı İdaresinin (Özelleştirme İdaresi Başkanlığı) otoyol projelerinin dış finansmanını teminen sağladığı dış krediler,
- Savunma sanayi fonundan karşılanan askeri amaçlı krediler ve
- Diğer askeri amaçlı kredilerdir.

Merkez Bankasının Türk dış borç yönetim sürecindeki yeri servislerin yapılmasının ötesinde olup, her şeyden önce ülkenin dış varlıklarının yönetimi boyutlarıyla uluslararası rezervleri yönetmek ve bu amaçla dış kredi temin etmek (Dresdner Projesi vb) boyutlarıyla da

büyük öneme sahiptir. Hazinesinin dış borç servislerini yerine getirmede Hazinesinin Merkez Bankası nezdindeki hesaplarında (85 sayılı döviz hesabı) (Hazine hesapları ve işleyişi hakkında detay için bkz., Çelebi, 1994, s.9), yeterli döviz olmadığı hallerde Merkez Bankası rezervlerinin kullanılması bu açıdan büyük öneme sahiptir ve kurumlar arası karşılıklı işbirliğini gerektiren bir uygulamadır.

Öte yandan Merkez Bankasının dış borç yönetimi ile ilgili yukarıdaki fonksiyonlarının yanısıra temel görevlerinden birisi de kısa vadeli dış borçların monitörü (izlenmesi)'dür. Önemi her geçen gün artan bu fonksiyon, kısa vadeli dış borçların izlenmesindeki güçlükler sebebiyle kurumsal ve finansal enformasyon açısından çok güçlü bir kuruluş olan Merkez Bankasına bırakılmıştır. Merkez Bankası, bu tür bilgileri ticari bankalardan ve dış ticaret amaçlı kredi işlemlerinin takibi aracılığıyla yerine getirmektedir. Sermaye hareketlerini izleme ve ödemeler bilançosunu hazırlama görevi gereğince tüm detaylı bilgilere sahip olması, bankaya bu anlamda bir kolaylık sağlamaktadır.

Türkiye ekonomisinde dış borç yönetimi açısından DPT ve Merkez Bankasının birer kurumsal yapı olarak göreceli önemleri Hazine kadar değildir. Bu durumun temel sebebi, ikinci bölümde incelenen dış borç yönetim fonksiyonlarının büyük çoğunluğunun cari uygulamada doğrudan veya zımni olarak Hazine tarafından yürütülüyor olmasından kaynaklanmaktadır. Esasen Hazinesinin, kamu kesimi borçlanma gereğinin %78'ini finanse etmek durumunda olması, borç yönetimi açısından giderek temel sorumluluğa sahip kurum olmasına neden olmaktadır (Emil ve Gelberi, 1996, s.56). Hazine Müsteşarlığı ülkemizde dış borç yönetiminin yanısıra ekonomi yönetimi ile ilgili bir çok fonksiyona sahiptir.

Hazine'nin Türkiye'de ekonomi yönetimi ile ilgili bir çok görevi üstlenmesi ve Hazinecilik işlemlerinin yanısıra çok sayıda fonksiyona sahip olması kurumu güçlü kılmakla beraber, eski Merkez Bankası başkanlarından Yaman Törüner (1998)'in ifadesiyle dağınık ve etkinliğini zayıf bir kurum haline de getirmektedir. Bağımsızlık açısından zayıf bir görünüme sahip olan ve Müsteşar görev sürelerinin siyasi bilirsizliğe paralel olarak oldukça kısıtlı olduğu kurum, personel ve ekipman açısından ise şanslı devlet kurumları arasındadır. Hazine'nin borç yönetimi de bu belirsizliklere paralel olarak çoğu durumda, asıl itibarıyla (nasıl olursa olsun açısı finanse etmek diyebileceğimiz) teknisyenlik sınırlarında kalmaktadır. Borç yönetimi ile ilgili birimler çoğu kez bir borçlanma genel kanununun da olmayışı sebebiyle öngörülebilir bir borç yönetimi sağlamakta zorlanmaktadır.

Hükümetler tarafından izlenen politikaların gerekli finansman ihtiyaçlarını karşılamaya yönelik bu yapı nedeniyle çoğu kez dönem başlarında finanse etmesi gerekli büyüklüğü dahi bilmeyen Hazine iç ve dış borçları belirsizlikler altında yönetmektedir. Hazine yönetimi 1997'nin ikinci yarısından itibaren bu konuda önemli adımlar atmış ve iç borçlar ile ilgili düzenli ve öngörülebilir borçlanma programları yayınlamaya başlamıştır. Ancak bu konudaki belirsizlikler yaygın bir sorun olmayı sürdürmektedir. Bu konudaki şikayetler borç yönetim birimi yöneticileri tarafından bizzat dile getirilmektedir (Bkz. Dedeoğlu, 1998).

Hazine Müsteşarlığı dış borç yönetim görevini yaygın belirsizlikler ve geniş bir alana yayılmış fonksiyonel görev yapısı altında asıl olarak iki genel müdürlüğü aracılığıyla yönetmektedir. Her iki genel müdürlükte çok sayıda profesyonel alt birimlerle donatılmıştır. Bunlardan ilki Kamu Finansman Genel Müdürlüğü (KAF) olup, görevleri kısaca şöyledir (dış borç yönetimi ile ilgili olarak);

- Hazine işlemlerini yürütmek,
- Devletin genel bütçe ile ilgili yurtdışı ödemelerini yapmak,
- Dış ödemeler saymanlıkları kurmak ve yönetmek,
- Devlet borçlarının yönetimine ilişkin olarak her türlü ödeme, erken ödeme ve kayıt işlerini yürütmek,
- Borç yönetiminin hesabını tutmak,
- Türkiye'nin dış borç veri tabanını oluşturmak, bu amaçla dış borç kütüğü tutmak,
- Borçlanmalarda garanti işlemlerini ve gerektiğinde ödemelerini yapmak.

KAF'ın bu görevleri yerine getirmek için kurulmuş bulunan bir Borç İdaresi birimi olup, alt birimleri şunlardır; Dış Borç İzleme Dairesi (Dış Borç Yönetim Şubesi, Garantili Borçlar Şubesi ve Dış Borç Tescil ve Analiz Şubesi bağlı birimleridir). Devlet Borçları Dairesi (İkili krediler şubesi, uluslararası krediler şubesi, savunma borçları şubesi, bağlı birimleridir), Devlet Borçları Saymanlığı (dış borç ödemeleri şubesi bağlı birimidir). Konumuz açısından 1984 yılında kurulan (Balkind ve diğ., 1990, s.43) dış borç izleme dairesi alt birimleriyle beraber büyük öneme sahiptir. Söz konusu alt birimler ve görevleri şu şekildedir;

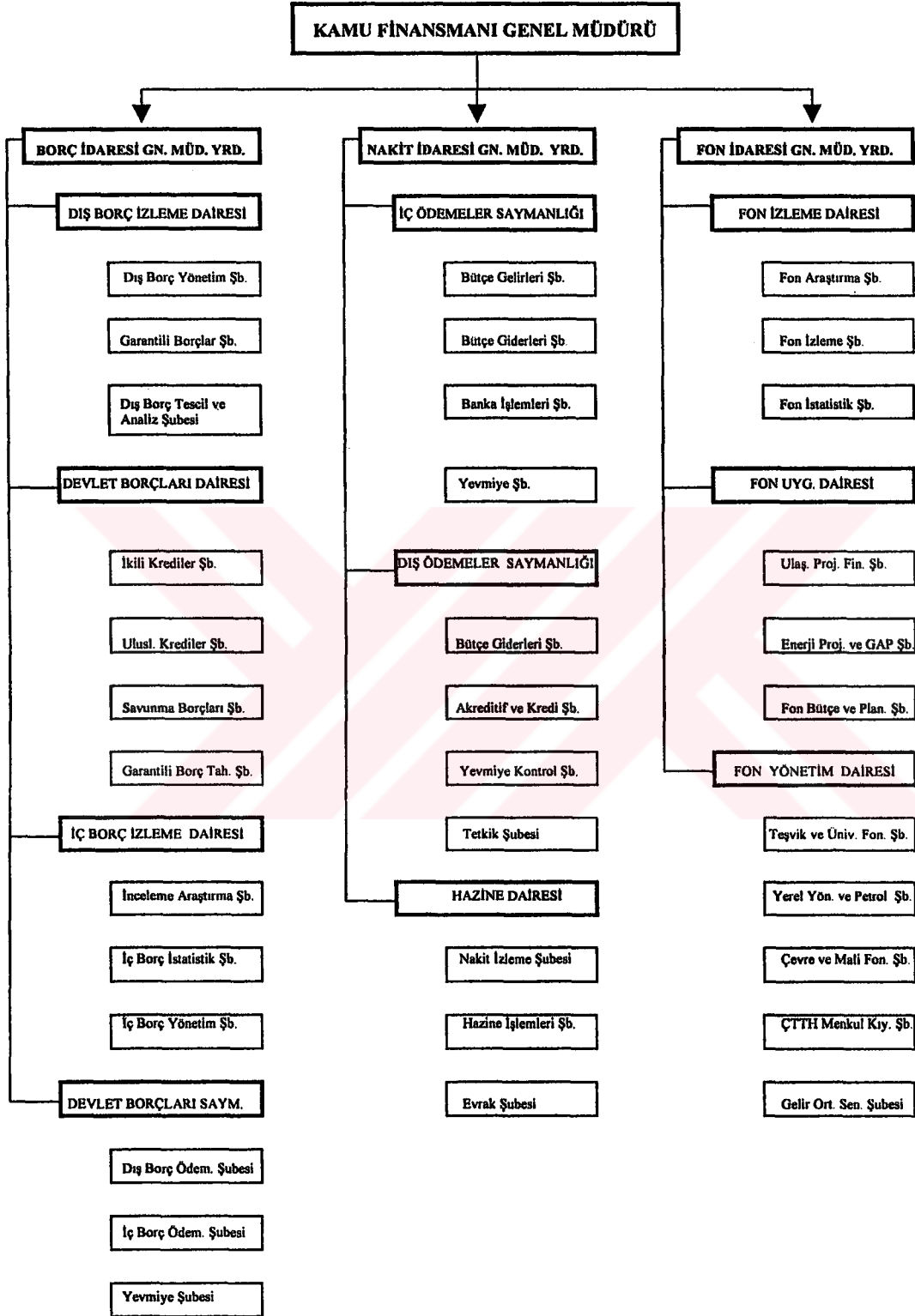
Dış Borç Yönetim Şubesi: Dış borç veri tabanına dayalı istatistik işlemleri yapmak, konsolide bütçe kapsamındaki kuruluşların borç kayıtlarını tutmak, dış borçlar bültenini çıkarmak, dış borç stokunun yapısı, faiz ve kur risklerine ilişkin analitik çalışmalar yapmak, dış borç projeksiyonlarını yapmak.

Garantili Borçlar Şubesi: Hazine garantili borçların hazinece ödenmesine ilişkin hazırlıkları yapmak, Hazine garantili dış borçların kayıtlarını tutmak, ilgili bültenleri çıkarmak,

Dış Borç Tescil ve Analiz Şubesi: Özel sektör dış borçlarının kayıtlarını tutmak (orta ve uzun vadeli), tahakkuk bazındaki tüm dış borçların tescilini yapmak ve bununla ilgili yazışmaları yürütmek, Hazinece verilen dış kredilerin takibini yapmak, dış borçlara ilişkin inceleme ve araştırmaları yürütmek.

Türkiye’de dış borç yönetiminin çeşitli fonksiyonlarını yerine getirmek üzere organize olmuş olan Hazine Müsteşarlığı Kamu Finansmanı Genel Müdürlüğü’nün fonksiyonel örgütlenme yapısı Şekil 13’te gösterilmektedir.

**HAZİNE MÜSTEŞARLIĞI KAMU FİNANSMANI GENEL MÜDÜRLÜĞÜ
(KAF)**



Şekil 13: Hazine Müsteşarlığı Kamu Finansmanı Genel Müdürlüğü Fonksiyonel Örgütlenme Yapısı
Kaynak: Hazine Müsteşarlığı

Hazine Müsteşarlığı bünyesinde dış borç yönetimi ile ilgili faaliyet gösteren ikinci genel müdürlük ise Dış Ekonomik İlişkiler Genel Müdürlüğü (DEİ)'dür. DEİ'nin dış borç yönetimi çerçevesindeki temel görevi ülkemize yönelik dış borçlanma imkanlarını kullanmak olarak belirtilebilir. Bu çerçevede, her türlü dış kamu borçlanmalarının hazırlık, akit, kefalet ve garanti işlemlerini yürütmek ve dış kamu borçlanmaları için her türlü temas, müzakere ve gerekli işlemleri yürütmek, uluslararası kuruluşlara üyelik ve temsil gibi işlemleri yürütmek, yabancı ülkeler ve bu ülkelerdeki kurum ve kuruluşlar ile mali piyasalardan devlet adına veya garantör olarak borçlanma işlemlerini yapmak, uluslararası mali piyasalarda mevcut finansman araçlarını kullanmak suretiyle dış borç yükünü hafifletici her türlü işlemi yapmak, DEİ'nin görevidir.

DEİ, bu görevleri yerine getirmek üzere tam uzmanlaşmaya yöneltilmiş çok sayıda alt birime sahiptir. Bu alt birimler şunlardır: Dünya Bankası Projeleri Dairesi, IMF-IBRD Grubu İşlemleri, Çok Uluslu Kuruluşlar Dairesi, Avrupa Topluluğu Dairesi, İkili Finansman Dairesi, Uluslararası Sermaye Piyasaları Dairesi, Çok Taraflı Finansman Kuruluşları Dairesi, Özel Projeler Dairesi ve Dış Finansman Yönetimi Dairesi. Söz konusu bu birimler kendi içlerinde uzmanlaşmaya yönelmiş olup, her biri üçten az olmayan şubeye sahiptir. Söz konusu ana birimler isimlerinden de anlaşılacağı üzere kamu ekonomisinin ihtiyaç duyduğu dış finansmanları tam bir uzmanlaşmaya giderek elde etme yönünde organize olmuşlardır. Bu kurumlardan iki tanesi özellikle önem taşımaktadır.

Bunlardan ilki, 1989 yılında kurulan (Balkind ve diğ, 1990, s.193) Uluslararası Sermaye Piyasaları Dairesi olup, görevi Hazine'nin ülke adına bütçe finansmanı amacına yönelik olarak yabancı ülkelerdeki kurum ve kuruluşlar ile uluslararası sermaye piyasalarında borçlu veya garantör sıfatıyla tahvil ihraç etmek veya banka kredisi sağlamak yoluyla borç almak ve bunlara ilişkin akit ve garanti işlemlerini yürütmek, hibe almak ve söz konusu borçlara ilişkin müzakere ve temasları yapmaktır.

Sendikasyon kredileri, tahvil ihraçları, kredi değerlilik analizleri ve "road show"lar (tanıtımlar) yapılması veya ülke adına dışarıdaki finans kuruluşlarına borçlanma yetkisi verilmesi gibi işlemler tamamiyle bu birimin görevleri arasındadır. Kuşkusuz tüm bu işlemler uluslararası finansmanla ilgili profesyonel bir ekip oluşturmak, çeşitli analizler yapmak ve piyasaları sürekli takip etmek gibi sorumluluklara da neden olmaktadır.

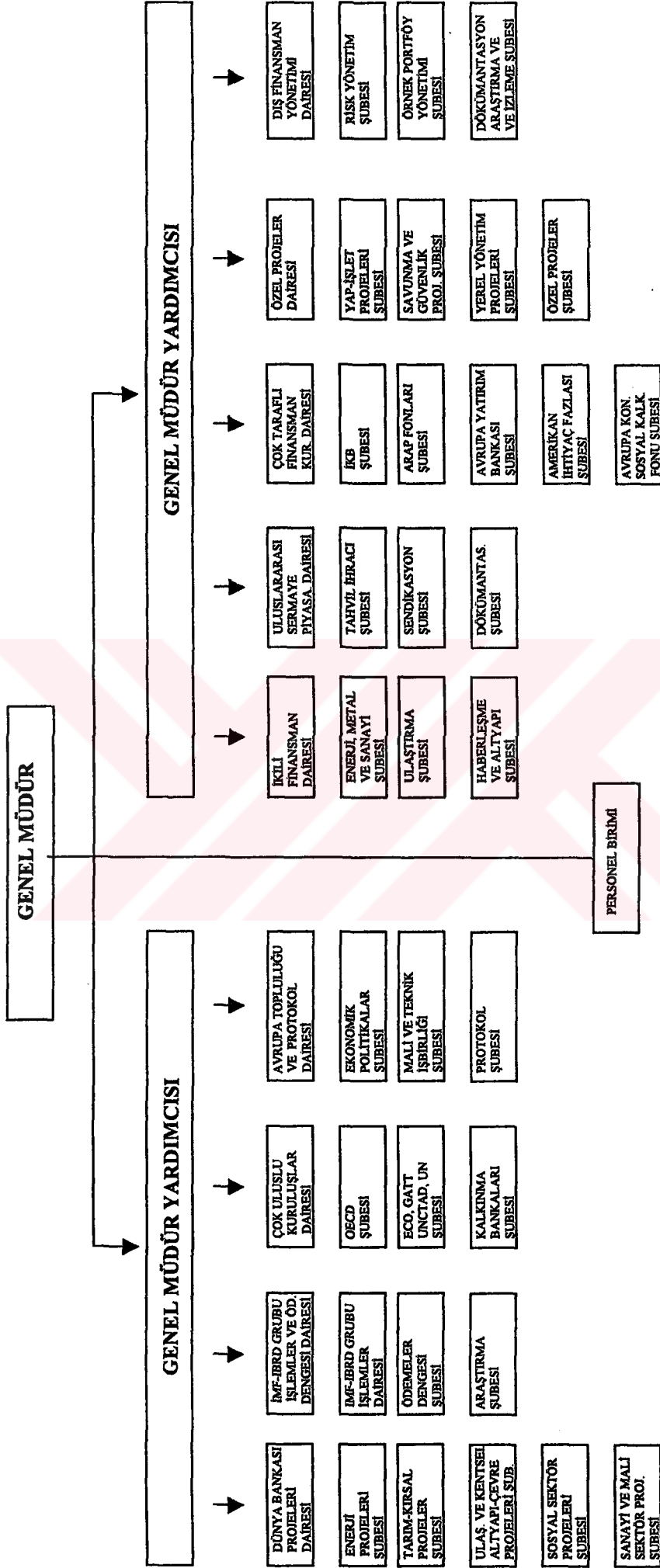
İkinci özel öneme sahip birim ise, ülkemizin dış borç yükümlülüklerine ait piyasadaki değişimlerden kaynaklanan riskleri yönetmek amaçlı Dış Finansman Yönetimi Dairesi'nin kurulmasıdır. 1995 yılında kurulan birim, Hazine Müsteşarlığının Aralık 1994 tarihli kuruluş kanunundaki “uluslararası mali piyasalarda mevcut finansman araçlarını kullanmak suretiyle dış borç yükünü hafifletici her türlü işlemi yapmak” yönündeki yetkiye istinaden kurulmuştur. Uluslararası Sermaye Piyasaları Dairesi ile yakın ilişkili bu birimin gecikmeli olmakla birlikte faaliyete geçmiş olması risk yönetim amaçlı çabalar için önemli bir adımdır (Detay için bkz., DEİ Faaliyet Raporları, 1995 ve 1996; Hazine Müsteşarlığı Kuruluş Kanunu, 20.12.1994). Söz konusu birimin görevleri şunlardır (DEİ, 1996, s.56);

- Uluslararası piyasaların izlenmesi, değişen piyasa koşulları ile ilgili görüş oluşturulması,
- Türkiye'nin dış borçları için ideal borçlanma yapısının (benchmark portfolio) belirlenmesi,
- Risk analizlerinin yapılması,
- Borçların çeşitli finansman araçları ile yönetimi,
- Genel müdürlük eğitim ihtiyaçlarının tanımlanması ve karşılanması.

Görüleceği üzere, ülkemiz dış borç yönetiminde Hazine Müsteşarlığı kendine bağlı iki genel müdürlük vasıtasıyla çok önemli yükümlülüklerle sahip durumdadır. Bu birimlerden bir tanesi (DEİ) her türlü dış borçlanma işlemlerini gerçekleştirmek üzere örgütlenmiş bir yapıya sahip olup, dış borç yönetiminin temel fonksiyonlarından politika tespiti, operasyon ve analiz gibi işlemleri yerine getirmektedir. Türkiye’de dış borç yönetiminin çeşitli fonksiyonlarını yerine getirmek üzere organize olmuş olan Hazine Müsteşarlığı Dış Ekonomik İlişkiler Genel Müdürlüğünün fonksiyonel örgütlenme yapısı Şekil 14’te gösterilmektedir.

Diğer birim (KAF) ise, düzenleme, muhasebe, istatistiksel analiz gibi fonksiyonları yerine getirecek şekilde organize olmuştur. Her iki birim de farklı genel müdürlükler altında faaliyet gösteriyor olmakla beraber aynı müsteşarlık içinde olmaları ve ayrıca aralarında yakın bir işbirliği ve koordinasyonun sağlanmış olması önemli bir gelişme olarak karşımıza çıkmaktadır (İrgat ve diğ., 1992, s.156).

HAZİNE MÜSTEŞARLIĞI DIŞ EKONOMİK İLİŞKİLER GENEL MÜDÜRLÜĞÜ
(HMDEİ)



Şekil 14: Hazine Müsteşarlığı Dış Ekonomik İlişkiler Genel Müdürlüğü Fonksiyonel Örgütlenme Yapısı.
Kaynak: Hazine Müsteşarlığı.

3.1.Dış Borçların Monitörü (İzlenmesi)

Hazine Müsteşarlığı nezdinde merkezileştirilen Türkiye’de dış borç yönetiminin en önemli fonksiyonlarından bir tanesi olan dış borçların monitörü sözkonusu iki genel müdürlüğün sağladığı etkin koordinasyon tarafından şekillendirilmektedir. DEİ tarafından sağlanan dış borçlar Kamu Finansmanı Genel Müdürlüğü (KAF) dış borçları izleme birimine (external debt follow up department) bildirilmekte ve bu birim tarafından tutulan veri tabanı sayesinde dış borçlar çeşitli yönleriyle izlenebilir hale getirilmektedir. Esas itibariyle orta ve uzun vadeli dış borçları izlemeye yarayan sistem, sadece kamu sektörünün değil özel sektörün de orta-uzun vadeli dış borçlarını izleyecek şekilde organize olmuştur.

1980 yılından itibaren Türkiye’nin dış borçlarında meydana gelen önemli artışlar ve özellikle dış borçların karmaşık yapısı nedeniyle yaşanan güçlükler bir dış borç veri sistemini ve bunu yerine getirecek kurumsal yapıyı zorunlu kılmıştır (Poyraz, 1995, s.41). Hazine içinde dış borçları izleme departmanınca yerine getirilen bu görevin ciddiyetinin sağlanabilmesi amacıyla TPKK’da gerekli düzenlemeler yapılmış ve orta-uzun vadeli her türlü (özel-kamu) dış kredinin sözkonusu birimdeki borç kütüğüne kayıt ve tescil zorunluluğu getirilmiştir. TPKK’da bu konudaki direktifler kısaca şu şekildedir;

-Türkiye’de yerleşik kişilerin yurtdışından ayni ve nakdi kredi temin etmeleri, bu kredileri bankalar veya özel finans kurumları aracılığıyla kullanmaları kaydıyla serbesttir.

-Bir yıldan uzun vadeli olarak yurtdışında temin edilen her çeşit kredilerin, kredi anlaşmalarının Bakanlık nezdindeki borç kütüğüne kayıt ve tescil ettirilmek üzere anlaşma tarihinden itibaren 30 gün içinde bakanlığa gönderilmesi zorunludur.

-Bir yıldan kısa vadeli kredilerin takibi ile ilgili esaslar Merkez Bankasınca belirlenir.

-Türkiye’de yerleşik kişiler tarafından bir yıldan (365 gün) uzun vadeli olarak yurtdışından sağlanan nakdi krediler Müsteşarlık nezdindeki borç kütüğüne tescil ettirilir. Kredilerin müsteşarlık nezdindeki borç kütüğüne tescil ettirilmesini teminen; kredi anlaşmaları ile bilgi formları anlaşma tarihinden itibaren 30 gün içinde kredi borçlusu tarafından, bu kredilere ait kullanımlar ile anapara, faiz ve diğer geri ödemelere ait bilgiler ise dış borç cetvelleriyle aylık olarak izleyen ayın 15’ine kadar ilgili bankalar ve özel finans kurumları tarafından Müsteşarlığa gönderilir.

-Özelliklerine göre bir kod numarası verilip borç kütüğüne kaydı yapılan aynı ve nakdi kredilerin tescil durumu Merkez Bankası ve ilgililere bildirilir. Tescili yapılmamış kredilerin Merkez Bankası veya bankalar ve özel finans kurumlarınca transferi yapılmaz.

-Yurtdışından temin edilen kredileri gerçek ve tüzel kişiler bazında izlemeye, gerektiğinde yasak ve sınır koymayan borç kütüğüne kaydettirilmesi gerektiği halde kaydettirilmeyen kredilerin geri ödemelerini durdurmaya bakanlık yetkilidir.

Dış borçlar hakkında güvenilir ve zamanında bilgi toplanması ile gerekli analizlerin yapılmasına yardımcı olan bu kararlar çeşitli ülkelerdeki bu yöndeki düzenlemelerin Türkiye uygulaması olarak karşımıza çıkmaktadır. Böylece veri eksikliğinin neden olabildiği borç yönetim sorunları elimine edilebilmekte, ülkenin borç yükü düzeyinin belirlenmesi ve gerektiğinde kontrol işlemleri gerçekleştirilebilmektedir (Bkz, Öktem, 1985, s.25).

Yukarıda sıraladığımız ilkelerden görüleceği üzere, kayıt ve tescil zorunluluğu esas olarak orta ve uzun vadeli dış borçlar için uygulanmaktadır. Ülkemizde kısa vadeli dış borçların izlenilmesi görevi daha önce de değinildiği üzere Merkez Bankasına bırakılmıştır. Toplam dış borç ile ilgili bilgiler bu çerçevede Hazine tarafından sağlanan orta ve uzun vadeli dış borç bilgileri ile Merkez Bankasınca sağlanan kısa vadeli dış borç bilgilerinin Hazinece bir araya getirilmesiyle oluşturulmaktadır.

Ülkemizde orta-uzun vadeli dış borçların izlenmesi ve dış borç veri sisteminin kurulma çabaları 1980'li yılların başlarında sözkonusu olmuştur. Sistem, IMF, Dünya Bankası gibi uluslararası kuruluşların talep, tavsiye ve teknik ve finansman yardımları neticesinde 1983 yılında Hazine Müsteşarlığı bünyesinde kurulmaya başlanılmıştır. Dış Borç Veri Tabanı Sistemi (DBVTS) olarak adlandırılan proje, 1985 yılı Temmuz ayında çalışmaya başlamıştır. Merkez Bankası, Hazine Müsteşarlığı ve IMF-Dünya Bankasının ortak çabalarıyla kurulan sistem dış borçların kompüterize edilmesini sağlamış, ülkemizin dış borçları hakkında tek ve yetkili bir bilgi kaynağı temin edilmiştir. Sistem tarafından üretilen belli standarttaki verilerin başlangıç yılının 1983 olması sebebiyle bu konuda yapılacak olan araştırmaların bu ayrıntıyı dikkate alması gerekmektedir (Şenel, 1994, s.27).

Belirtilen sistem ile Türkiye sofistike bir borç veri yönetim sistemine sahip ilk ülkelerden birisi haline gelmiş olup, Hazine içinde KAF dış borçları izleme departmanınca yönetilmektedir (Balkind ve diğ, 1990, s.114). Bu birim, sisteme girilen bilgilerin kontrolü,

sorumluluğu, koordinasyonu ve denetimi görevini de üstlenmiş bulunmaktadır (Tural ve diğ., 1991). DBVTS'nin dört önemli kullanımı vardır. Bunlar (Ünver, 1994);

- Veri girişi ve bunların sürekli güncelleştirilmesi,
- Raporlama imkanı sunması,
- Dış borç kullanımlarının izlenmesi imkanını vermesi ve
- Analiz'dir (İstatistiksel bilgilerin elde edilmesi).

DBVTS sistemi sayesinde kapsamlı bir veri birikimi ve sınıflandırılması mümkün olurken, kullanıcılar için belirli istatistiki ve idari gereksinimleri karşılamak amacıyla düzenli olarak yaklaşık 30 standart tablo üretme imkanı sözkonusudur. Sistem, var olan dış borç stokunun borç servisi projeksiyonuna, döviz kuruna, borçların kur farkına ve Dünya Bankası döviz havuzuna göre analitik bir portresini ve dış borçların alacaklılara göre yapısını sunabilmekte ve bir bütün olarak kreditorler nezdindeki ülkenin konumunun görülmesine imkan vermektedir. 10 yıl veya daha uzun vadeli borç servisi projeksiyonları yapabilmesi, dış borç servisindeki yükün belirlenmesine ve yeni borçlanmaların geri ödeme profilinin buna göre ayarlanabilmesine de imkan tanımaktadır (Dış Borçlar Bülteni, 1990, s.11).

DBVTS sistemi ile dış borçların izlenmesi uzun yıllar boyunca Türkiye'de önemli bir görev üstlenmiştir. Sistemin borçların takibi ve analizinde gösterdiği performans genel olarak tatmin edici bulunmuştur. Dünya Bankası ve IMF temsilcileri tarafından da övülen sistem zaman içerisinde değişen ihtiyaçları karşılamada zorluklarla karşılaşmıştır. Dış borçlar ile ilgili veri toplanmasına ilişkin sorunlar şu noktalarda yoğunlaşmaktadır (İrgat ve diğ., 1992, s.156; Balkind, 1990, s.115);

-Hazine ve Merkez Bankası arasında belirli ödemeler ve servislerin kaydedilmesi ile ilgili yaşanan sıkıntılar,

- Kısa vadeli dış borçların izlenmesindeki bazı yetersizlikler ve sorunlar,
- Çok fazla sayıda dış kredinin mevcudiyeti ve bunların her birinin kompleks yapıları,
- Hem toplulaştırılmış, hem de detaylı veri setlerine ihtiyaç duyulması,
- Kredi kullananlar ile kredi verenlerin kayıtları arasında sıklıkla sözkonusu olan veri farklılıkları,

-Tahsil ve ödeme emirlerinin normalde vade tarihinden 10 gün önce Merkez Bankasına gönderilmesine rağmen, bazı zamanlarda yaşanan ödeme gecikmeleri ve emirlerin zamanında erine ulaşamama sorunları,

-Dış borçlarla ilgili verilerin ilgili birimlerce Kamu Finansmanı Genel Müdürlüğüne zamanında ulaştırılmaması,

-Borçların hesaplarını TL cinsinden tutmasının neden olabildiği bazı sorunlar.

DBVTS sisteminin veri açısından karşılaştığı bu sorunların yanısıra zamanla diğer problemler de ortaya çıkmıştır. Bunlar özellikle finansal teknikler ve bilgisayar sisteminin ortaya çıkardığı sorunlardır. Devirli borçlar ve hibelerin izlenmesi, finansal türev işlemlerinin oluşturulması, değişken faiz oranlı borçların sistemde tutulması, rapor ve analitik çalışmaların kişisel bilgisayar ortamında yapılması gibi ihtiyaçların giderek daha çok gündeme gelmesiyle sistem yavaş yavaş güncelliğini yitirmeye başlamıştır (Aydemir, 1996, s.58).

DBVTS sisteminin zaman içinde artmaya başlayan sorunları ve ürettiği verilerin karşılaştığı eleştiriler üzerine Hazine yönetimi 1990'lı yılların başlarından itibaren ekonomi yönetimi için çok gerekli olan bir veri sistemleri projesi üzerinde çalışmaya başlamıştır. Esas itibariyle veri yönetim sistemi ve kurumsal yapının geliştirilmesini hedefleyen proje sadece dış borçlarla ilgili değil, Hazinenin faaliyet alanı içerisinde yer alan çeşitli konulardaki veri sistemlerini (iç ve dış borç, KİT'ler, mali kuruluşlar, ekonomik göstergeler, dış ticaret, bankacılık ve sigortacılık) modernize etmeyi hedeflemiştir. Proje için 9.2 milyon dolar tutarında Dünya Bankası desteği sağlanmış olup, Türk ve yabancı uzmanların işbirliği ile Hazine tarafından yürütülmüştür (Bkz., Sel, 1992., s.105).

Projenin dış borçlar ile ilgili kısmı olan Dış Finansman Bilgi Sistemi (DFBS) üzerine çalışmalar ise, 1 Şubat 1994 tarihi itibariyle başlatılmış ve 12 Haziran 1997 tarihi itibariyle de hizmete açılmıştır. DBVTS sistemine göre çok daha basit ama daha kapsamlı, fonksiyonel ve aynı zamanda esnek bir yapıya sahip olan DFBS, hem istatistiksel hem de muhasebe amaçlı kayıt ihtiyaçlarına cevap verebilecek niteliktedir. Yeni sistem tarafından üretilen dış borç izleme verileri kullanıcıların bilgisine sunulmuş durumdadır. Ayrıca, gerek üretilen verilerin yapısı ve güvenilirliği, gerekse sistemin son derece çeşitli ve kompleks bir yapısı olan dış finansman türlerini kaydetmeye elverişli yapıya sahip olması nedeniyle sistem Dünya Bankası tarafından pek çok ülkeye örnek olarak tanıtılmakta, IMF tarafından da övgüyle karşılanmaktadır (Hazine Müst.Başın açıklaması, 7 Temmuz 1997).

Projenin kurumsal yapıyı geliştirmesine yönelik boyutları esas itibariyle yeni veri yönetim sistemini başarılı kılmak için yapılan uygulamalar olup, bunlar kısaca şunlardan oluşmaktadır (Aydemir, 1996, s.14);

- Profesyonel kadronun gelişmiş analitik bilgilerle donatılması, mesleki ve teknik eğitim verilmesi,
- Etkin veri paylaşım ve veri idaresini kolaylaştıracak organizasyon yapısının inşaaası,
- Modelleme araçlarının geliştirilmesi ve Müsteşarlığın üstlendiği sorumlulukların daha iyi yerine getirilmesini sağlayacak analitik çalışmalar,
- Kütüphane kurulması ve kamuya açık ekonomi bilgi merkezinin oluşturulması,

Yeni sistem eskisi gibi orta ve uzun vadeli kamu ve özel sektör dış borçların izlenmesini yaparken, kısa vadeli borç bilgileri yine Merkez Bankasından alınarak sisteme girilmektedir. Merkez Bankası ayrıca, kendisine ait orta ve uzun vadeli dış borçları da izlemekte ve bunları Hazineye ileterek sisteme girilmesini sağlamaktadır.

DFBS izlenen dış borçların kapsamını da genişletmiş olup, her türden kamu ve özel sektör dış borçlarını kapsamaya çalışmaktadır. IMF tarafından hazırlanan 22.7.1998 tarihli Türkiye Ekonomisi Raporu bu konuyla ilgili olarak yapılan yeni düzenlemelerin önemli bir boyutunun da askeri dış borçları da kapsayacak şekilde dış borç istatistiklerinin revize edilmesi olduğunu ifade etmiştir (Fetini ve diğ., 1998, s.23). Nitekim, bu konudaki bazı bilgiler ilan edilen yeni seri dış borç stoku tablolarında açıkça görülmemekle beraber basına yansımış durumdadır. Askeri dış borçlara ait sözkonusu bilgiler Tablo 64'te gösterilmektedir.

Tablo 64: Türkiye'nin Askeri Dış Borçları (Milyon Dolar)

	1996	1997	1998*
Ön Finansman	1.520	1.455	1.433
Malzeme Alımı	1.307	1.433	1.510
Askeri Yardım	1.538	1.534	1.519
Toplam Askeri Dış Borçlar	4.365	4.421	4.451

Kaynak: Yaman Törüner, Dış Borçlarımızın Yapısı, Akşam Gazetesi, 1.2.1999.

(*) Haziran Ayı İtibariyle

Hazine Müsteşarlığı tarafından gerçekleştirilen proje ile dış borçların izlenmesi alanında büyük ve önemli bir adım atılmıştır. Halen sistemin işlemesi ile ilgili bazı adımlar atılmaya devam edilmekle beraber genel olarak sistem çalışmaktadır. Bu konuda yapılacak bazı çalışmaların ardından yeni sistemin işlemesiyle ilgili sorunlar tamamen aşılabilecektir. Bu sorunların başında, yeni seri dış borç stoku verilerinin geriye doğru götürülmesi

gelmektedir (Halen 1996 yılına kadar olan işlem yapılmış durumdadır). Ayrıca, standart ve çeşitli tabloları içeren dış borç bültenleri çıkarılamamaktadır (son çıkarılan bülten 22.5.1997'de yayınlanan Aralık 1996 tarihli olandır).

Dış borç veri tabanı sistemi ile muhasebe sisteminin birbirinden bağımsız olarak yürütülmesinden kaynaklanan yoğun sorunlar da sözkonusudur. Veri farklılıklarının neden olduğu bu durum zaman zaman "Hazine dış borcunu bilmiyor" şeklinde eleştirilere neden olmaktadır. Aslında bu durum, Hazinesinin muhasebe kayıt sisteminden kaynaklanmakta olup, bu konuda da adımlar atılmış ve "Hazine muhasebe sisteminin modernizasyonu ve otomasyonu projesi" Temmuz 1997'de başlatılmıştır. Sayıştay tarafından hazırlanan 1996 ve 1997 yıllarına ait Hazine işlemleri raporunda da belirtilen ve eleştirilen bu hususlar bir süre sonra projelerin tamamlanmasıyla sorun olmaktan çıkacaktır.

Sonuç olarak, Türkiye'de son derece kompleks bir yapıya sahip dış borçların izlenmesi alanında 1980'li yılların başlarından bu yana sürdürülen faaliyetler genel olarak başarılı görülmek durumundadır. Değişen ihtiyaçlar, gelişen teknolojiler ve kurumsal gelişmelere paralel olarak sürekli yenilenen bir sistem var olup, bu anlamda Türkiye öncü ülkelerden biri durumundadır. Kamu kurumlarının dış kredi kullanımları ile ilgili bazı sorunlar ve izleme güçlükleri sürmekle beraber, bu konuda getirilen izin alma zorunluluğu uygulamaları ve Şubat 1998'de dış borç kullanımlarını izleme komitesinin kurulması var olan ve olabilecek sorunları da aşmayı sağlayabilecektir.

3.2.Dış Borç Yönetimi, Koordinasyon ve Dış Finansman Komitesi

Dış borç yönetiminin önemli bir boyutu, bu işlemlerin devletin çeşitli kurumlarını çeşitli boyutlarıyla ilgilendirmesi sebebiyle aralarında bir koordinasyonun sağlanması zorunluluğudur. Etkin ve sınırları çizilmiş bir görev bölüşümü ile karşılıklı işbirliğini gerektiren bir uygulama olarak dış borç yönetiminin koordinasyonunun sağlanması başarılı bir yönetim için ön şart olarak karşımıza çıkmaktadır. Dış borç yönetiminin çeşitli fonksiyonlarını yerine getirmekle görevli bu birimlerin fonksiyonlarını yerine getirirken birbirlerinden kopuk karar ve uygulamalar içine girmesi bu süreci olumsuz yönde etkileyebilmektedir.

Konuyla ilgili birimlerin Türkiye'deki ekonomi yönetiminin de bel kemiğini oluşturması sebebi ile aralarında bir koordinasyon sıklıkla dile getirilen ve istenilen bir durumdur. Bu istek dışsal olduğu kadar bu kurumların da arzu ettiği bir çerçeve olarak karşımıza çıkmaktadır. Dış borç yönetimi için de bu durum kuşkusuz aynı şekilde büyük önem taşımaktadır.

Türkiye ekonomisinin gelişme perspektifleri ve makro ekonomik plan ve programlarını belirleyen DPT, para politikalarını belirlemek ve yürütmekle görevli Merkez Bankası, kamu borç yönetimi ve bütçe açığının finansmanı ile ilgili politikaların uygulanmasında temel sorumluluğa sahip olan Hazinesin kendi alanlarındaki birikimlerini ortak bir platformda dış borç yönetiminin etkin hale getirilebilmesinde kullanmaları kaçınılmazdır; ve kaçınılmaz olduğu kadar da zorunluluk haline gelmiştir. Bu süreçte diğer bazı devlet kurumlarının da yeri olmakla beraber borç yönetim fonksiyonlarının asıl olarak bu birimlerce yerine getiriliyor olması üç birimi bir arada ve ortak politikalar belirlemede işbirliğine sevk etmektedir.

GOÜ'ler dış borç yönetim sürecinde koordinasyon sağlamak üzere genel bir uygulama olarak dış finansman komiteleri uygulamalarının ağırlık kazandığı bilinmektedir (Bkz. 2. Bölüm). GOÜ'ler farklı isimler altında bu tür komiteler kurmaktadırlar. Buradaki temel amacın ise, cari dış finansman imkanlarının ülkeyi gelecekte bir dış ödemeler dengesi krizine veya devlet bütçe sorunlarının hızla artmasına engel olabilecek şekilde kullanılması ve bu çerçevede karşılaşılabilecek çeşitli türden sorunların elimine edilmesine yönelik politikalar oluşturmak olduğu görülmektedir.

Komitelerin oluşumunda dış borç yönetimi ile ilgili çeşitli fonksiyonlara sahip birimlerin tepe yöneticilerinin rol alması genel bir uygulamadır. Bu tür komitelerinin uygulamadaki görevleri genel olarak kamu dış borç yönetimi ile ilgili olmakla beraber, ülkenin genel dış borçlanma politikalarının oluşturulması, ilgili analizlerin yapılması ve özel sektör dış borçları ile uygulamaları belirlenmeye yönelik girişimleri de özellikle önem kazanmaktadır.

1980'li yılların başlarında Şili ekonomisinin 1990'lı yılların sonlarına doğru ise Uzak Doğu Asla Ülkelerinin dış borç krizi içine girmesinde özel sektör dış borçlarının yeri ve öneminin temel belirleyiciler olduğu düşünülürse sözkonusu komitelerin görev alanlarının

daha geniş bir çerçeve içinde tutulması gereği kendiliğinden ortaya çıkmaktadır. Uluslararası kurumların bu örneklerin ardından GOÜ'lere yönelik kurumsal yapıyı, kontrol ve denetim mekanizmalarını geliştirmeleri tavsiyelerindeki yoğunlaşmada asıl olarak bu durumun öneminin bir sonucudur.

Türkiye uygulamasında bu koordinasyonun yetersiz olduğu yönünde yaygın bir kanaat vardır. Sık aralıklarla eleştirilerek konu edilen bu durumun, dış borç yönetimi için gerekli temel fonksiyonların yerine getirilmesinde ve görev bölüşümü ile bu konudaki sınırların belirleyicisi olan hukuksal-kurumsal boyutların genel olarak dikkatle belirlenmiş olmasından dolayı tamamiyle haklı olduğu söylenemez. Ayrıca borç yönetimi ve parasal politikaların koordinasyonu amacıyla oluşturulmuş yasal bir komite olmamasına rağmen, koordinasyonun genellikle gerektiğinde yapılan toplantılar ve Merkez Bankası ile Hazine birimleri arasında muhtelif seviyelerde sık sık yapılan görüşmeler ile de sağlanması sözkonusudur (Emil ve Gelberi, 1996, s.57). Ancak, bu yeterli olarakta görülmemelidir. Kurum yöneticilerinin inisiyatifine dayalı bu tür bir yapı kalıcı sonuçlar ve işbirliği imkanları açısından yetersizliklerle doludur.

Dolayısıyla, ilgili kurumları ortak bir platformda buluşturan bir koordinasyon komitesinin kurulması gerekmektedir. Ülkemizde bu tür bir uygulama iç borçlar için düşünülmüş ve bir iç borç danışma kurulu oluşturulmuştur. Doğrudan bir yaptırım gücü olmamakla beraber, düzenli olarak toplanıp ilgili sorunlar çerçevesinde çözümler getirmeye ve aksaklıkları aşmaya yönelik görüş alış-verişlerinin yapıldığı kurul, iç borç yönetimi ile ilgili olarak yararlı bir çerçeve şeklinde değerlendirilmektedir.

Türkiye'de dış borç yönetimi için bir dış finansman komitesi kurulması yönünde geçmişte iki önemli uygulama olmuştur. Bunlardan bir tanesi Türkiye'ye yardım konsorsiyumu olup, 1960-1992 döneminde faaliyet göstermiş ve ihtiyaç duyulan dış finansmanların (ikili ve çok yanlı finansmanlar) koordineli bir şekilde elde edilebilmesinde faydalı olmuştur. Ancak bu yapıyı bir dış finansman komitesi olarak değerlendirebilmek kolay değildir. Zira, OECD bünyesinde oluşturulan konsorsiyumun üyeleri esas itibariyle krediör ülkeler olup, amacı dış borç yönetimi olmaktan çok ihtiyaç duyulan kredilerin temini (kamu kesimine) boyutlarındaydı.

Dış finansman komitesinin asli görevi ise ülke dış borç politikalarının belirlenmesi ve bu konudaki temel kurumlar arası koordinasyonun sağlanmasıdır. Bu açıdan yardım konsorsiyumu geçmişte faydalı bir organizasyon olmakla birlikte bir dış finansman komitesi özelliğinden uzak bir yapılanma olarak karşımıza çıkmaktadır.

Türkiye’de dış borç yönetiminin koordinasyonu için bir dış finansman komitesi kurulması yönündeki ikinci uygulama, 1988 yılında Yüksek Planlama Kurulu’nun 13.1.1988 tarih ve 88/4 sayılı kararı ile Dış Borç Stratejisi Tespit Grubu (DBSTG)’nin kurulmasıdır. DBSTG, Türkiye’nin dış borçlanma politikası ve stratejilerinin belirlenmesine yönelik olarak Hazine, Merkez Bankası ve DPT’nin üst düzey yöneticilerinden oluşturulmuş bir kurul idi. Kurul, kamu kesiminin dış kredi kullanımı ile ilgili düzenleyici (izin, tescil, vb) bir çerçeve oluşturmuş, ilkeleri belirlemiştir (Cangöz, 1994, s.97, Ünsal ve diğ., 1989, s.86).

DBSTG’nin bu çerçevede dış borç işlemlerinin çeşitli unsurlarını kontrol ve rasyonalize etmek amaçlı olarak çalışması sözkonusu olurken, aynı zamanda veri yönetiminin geliştirilmesi ve kamu sektörü dış borçlarının etkin bir şekilde izlenmesine yönelik çabaları da ön plana çıkmıştır (Guitian, 1991, s.371). Dış borç servislerinin yoğunlaştığı ve kamu kesiminin dış borçlanmanın tüm kaynaklarını zorlamaya çalıştığı bir dönemde oluşturulan kurul önceki yıllarda yapılan aşırı dış borçlanmayı kontrol altına almaya çalışmıştır. Ayrıca dış borç yükünün (dış borç/GSMH) ulaştığı tehlikeli noktadan geri çekilmesine çalışmaktadır. Bu dönemde dış borçlanma ile ilgili olarak DBSTG ve özellikle Hazine tarafından alınan bir ilke kararı vardır. Bu karara göre, dış borçlanma yıllık dış borç servisleriyle sınırlandırılmaktadır (Eğilmez, 1997, s.91). Türkiye’nin dış borçlarının büyük çoğunluğunun kamu kesimine ait olduğu bu dönemde özel sektör dış borçlanmaları için herhangi bir değişikliğe gidilmemiş ve var olan mevzuatın takip edilmesi benimsenmiştir (Ünsal ve diğ., 1989, s.87).

Dolayısıyla, DBSTG asıl olarak kamu sektörü dış borç yönetimi için oluşturulmuş bir kurul olarak karşımıza çıkmaktadır. Özel sektör dış borçlarının payının düşük olması da bu sonuca yol açmıştır. Öte yandan, DBSTG’nin faaliyetleri çeşitli sebeplerle sürekli olamamış ve bir dış finansman komitesinden beklenenleri yerine getirmede yeterli olamamıştır. Bu duruma dikkatleri çeken Dünya Bankasının 1990 yılı Türkiye Raporu konuyla ilgili olarak şu tavsiyelerde bulunmaktaydı (Balkind ve diğ., 1990, s.127);

- DBSTG'nin düzenli ve daha sık aralıklı olarak bir araya gelme ihtiyacı vardır,
- DBSTG, Türkiye'nin borçlanma programı ile ilgili olarak daha görünür, daha yoğun ve öncelikleri çok daha dikkatle sıralanmış olmak ihtiyacındadır.
- Risk yönetimi ile ilgili olarak aktif politikalar geliştirmek ihtiyacındadır.
- Ödemeler dengesi finansman açıklarını dikkatle izlemeli ve projeksiyonlar eşliğinde yol gösterici bir konuma geçebilmelidir.

DBSTG'nin eleştirilere cevap verebilmek açısından gerekli adımları atamaması ve etkinliğini de giderek kaybetmesi neticesinde faaliyetleri bir süre sonra durdurulmuştur. Ancak bu durdurma, dış borçlanma ile ilgili temel birimlere verilen yetkiler sebebiyle sözkonusu kurumları da güçlendirici etkiler yapmıştır (Bkz. Cangöz, 1994, s.97 ; Veziroğlu, 1994, s.35 ; Balkind ve diğ., 1990, s.116).

DBSTG benzeri bir kurul ihtiyacı 1990'lı yılların sonlarına doğru bir kez daha kendisini göstermiş ve özellikle Sayıştay denetimlerinde ortaya çıkan sorunlar neticesinde 1998 yılında Dış Borç Kullanımlarını İzleme Komitesi (DBKİK) oluşturulmuştur. DBKİK'in kurulması da asıl olarak kamu sektörü dış borçları ile ilgili sorunların aşılmasını amaçlamaktadır. DBKİK, Hazine, Maliye Bakanlığı, DPT ve Merkez Bankasının dış borçlar ile ilgili birimlerinin temsilcilerinin bir araya gelmesinden oluşan bir kuruldur.

DBKİK'in oluşturulması ülkemizde dış borç yönetimi ile ilgili birimlerin koordinasyonunu sağlamak açısından atılan önemli bir adımdır. Ancak, kurulun sadece kamu kesimi dış borçlarını kontrol ve denetim altına almanın ötesinde bir gayret içine girmemesi ve 1988 yılında oluşturulan kuruldan öteye geçememesi de dikkat çekicidir. Halbuki dış borç yönetim birimlerinin koordinasyonunu sağlamak amacıyla oluşturulan bu birimin ülkenin dış borçlanma politikalarını belirlemede daha aktif olması gerekirdi. Bu gereklilik son dönemlerde hızlı artışlar sergileyen özel sektör dış borçlarını yakından analiz etme ve gerektiğinde tedbir alma ihtiyacını da ön plana çıkarmaktadır.

Oluşturulan kurul, ülkenin dış borç yönetim politikalarını belirleyici bir kurul olmaktan uzaktır. Bu tür bir organizasyonun var olduğu bir ortamda yeni bir koordinasyon kurulu oluşturmanın yeterli mantığı da olamayacağına göre, kurulan DBKİK'in görevlerinin yeni bir tanımlama ihtiyacı içinde olduğu şimdiden anlaşılmaktadır. Bu yeniden tanımlama esnasında özel sektör dış kredi kullanımlarının asıl olarak bankalar üzerinden yapılıyor olması

sebebiyle, bu sektörü temsilen Türkiye Bankalar Birliği'nin de kurula katılması üzerinde düşünülmelidir.

4.Türkiye’de Dış Borç Yönetimi ve Borç Servisi Kapasitesinin Ölçümü

Türkiye’de dış borç yönetiminin temel amaçlarından birisi de dış borçların sürdürülebilirliğini sağlamaktır. Dolayısıyla sürdürülebilirliği belirleyecek olan çeşitli analizler yapılmak durumundadır. Bu tür analizler ülkemizdeki dış borç yönetimi ile ilişkili çeşitli birimlerin yanı sıra, uluslararası kuruluşlar, derecelendirme ajansları, uluslararası ticari bankalar, akademik çevreler gibi çeşitli kişi ve kuruluşlarca sürekli olarak yapılmaktadır. Bu çerçevede kullanılan çeşitli göstergeler ve analizlerin temel görevi ise ülkeden dışarıya transfer edilecek borç servisi yükümlülüklerinin kapasite olarak sürdürülebilirliğinin araştırılmasıdır (Fedder ve Mukherjee, 1992, s.79).

Türkiye ekonomisi 1980 ve 1990’lı yıllarda dış borç stokundaki hızlı artışlar sebebiyle bu tür analizlerin sıklıkla yapılmasına ihtiyaç duymaktadır. Bu analizler borçluluk rasyolarındaki gelişmeler, finansman tür ve şekilleri açısından gelişmeler ve geleceğe yönelik borç servis projeksiyonları eşliğinde yapılmaktadır.

Rasyo analizleri genellikle dış borç servis miktarları ile ülkenin dış borçlarını yerine getirebilmede kullanacağı kaynaklar olan döviz gelirleri, uluslararası rezervler ve GSMH arasındaki ilişkileri incelemektedir. Türkiye ekonomisi bu anlamda 1980 sonrası dönemde hızla artan ve çeşitlilik gösteren döviz gelirlerinin yanı sıra gerçekleştirdiği ekonomik büyüme oranları ile olumlu gelişmeler göstermiş ve dış borç yükümlülüklerini yerine getirmede kriz dönemlerinde dahi aksamalardan uzak kalabilmiştir. Bu yapısı sebebiyle Dünya Bankası’nın borçluluk sınıflandırmalarında Türkiye, çok uzun bir süreden bu yana orta seviyede dış borca sahip yüksek-orta gelirli GOÜ’ler kategorisinde değerlendirilmektedir.

Dünya Bankası tarafından çeşitli yöntemlerle elde edilen sınıflandırma özellikle önemlidir. Çünkü, dış borçlanmalar konusunda dünyanın en saygın enformasyon merkezi, araştırmacı kuruluşu ve referans noktası olarak görülmektedir. Dolayısıyla Türkiye’nin Dünya Bankası tarafından orta seviyeli dış borca sahip GOÜ’ler arasında gösterilmesi, ülkemizin dış borç servis kapasitesi açısından önemli sayılabilecek sorunlardan genellikle uzak olduğunun en anlamlı göstergesi olarak değerlendirilmelidir.

Nitekim Dünya Bankası tarafından geliştirilip kullanılan DANTE modellemesinin Türkiye için uyarlanması neticesinde elde edilen sonuçlar, borçların sürdürülebilir olduğunu ve borçluluk göstergelerinin belirlenen kritik değerlerden aşağıda olduğuna işaret ederken, likidite ile ilgili ise bazı endişelere işaret etmiştir (Ugan, 1997, s.50). Bu sorun aşağıda inceleneceği üzere özellikle 1998 yılından itibaren ciddileşme göstermektedir.

Türkiye'nin dış borçları ile ilgili bazı rasyo değerleri hakkında bilgi vermeden önce var olan borç stokunun profilini ve gelişimini incelemekte fayda vardır. Daha önce de değinildiği üzere, dış borçların izlenmesindeki gelişmeler neticesinde Hazine Müsteşarlığı 1998 yılı içinde 1996 yılı ve sonrası için yeni bir dış borç stoku serisi yayınlamaya başlamıştır. Dolayısıyla yeni seri çerçevesinde bu incelemeyi yapmak daha gerçekçi olacaktır (eski seri verileri çerçevesinde 1984-1996 döneminin incelenmesi için Bkz, Bal, 1998, s.120). Tablo 65, yeni serileri kullanarak Türkiye'nin dış borç stokunu, borçlular çerçevesinde özetlerken, Tablo 66 ise alacaklılar (finansörler) çerçevesinde bir özet bilgi sunmaktadır.

Tablo 65: Borçlulara Göre Türkiye'nin Dış Borç Stoku (Milyon Dolar) (1996-1998)

	1996	1997	1998
Dış Borç Stoku	83.941	91.030	102.651
Kısa Vadeli	20.517	22.634	27.236
-TCMB	984	889	905
-Bankalar	8.419	8.503	11.159
-Diğer Sektörler	11.114	13.242	15.172
Orta ve Uzun Vadeli	63.424	68.396	75.415
A. Toplam Kamu	40.624	39.687	39.945
1.Genel Hükümet	36.266	35.229	35.832
2.Diğer Kamu	1.083	937	685
3.KİT'ler	3.274	3.521	3.428
B. TCMB	10.728	10.273	11.685
C. Özel Sektör	12.072	18.436	23.786
1.Finansal	3.413	5.689	6.976
-Bankalar	2.272	3.805	4.561
-Bankalar Dışı	1.141	1.884	2.414
2.Finansal Olmayan	8.659	12.748	16.810

Kaynak: Hazine Müst. İnternet Web Sitesi, (www.treasury.gov.tr), Ankara 1999.

Tablo 65'ten görüldüğü üzere, 1997 ve 1998 yıllarında Türkiye'nin dış borç stoku yaklaşık olarak 20 milyar dolar artma göstermiştir. Artışın yaklaşık üçte biri kısa vadeli dış borçlardaki artıştan kaynaklanırken, üçte ikiye yakın bir kısmı ise orta ve uzun vadeli dış borç artışlarına aittir.

Bu gelişmenin en ilginç yanı, hemen hemen tüm dış borç artışlarının asıl sahibinin özel sektör olmasıdır. Gerek kısa vadede, gerekse orta ve uzun vadedeki borç artışlarının

tamamı özel sektör tarafından alınmış, kamu sektörü dış borçları ise artma bir yana azalma göstermiştir. TCMB'nin dış borçları ise (kısa, orta, uzun) sınırlı artışlara sahne olmuştur.

Kamu kesiminde yaşanan bu gelişmede başlıca iki neden ön plana çıkmaktadır. Bunlardan ilki, kamu kesiminde mali disiplin arayışlarının bir boyutu olarak dış borçlanmanın yıllık dış borç servislerini aşmayacak şekilde sürdürülmesi çabalarıdır. İkincisi ise, özellikle 1998 yılı için geçerli olan dış borçlanma imkanlarının (istenilen fiyat, vade ve montandan) güçleşmesidir.

Diğer kamu kesiminin dış borçlanma imkanlarının daraltılması ve disipline edilmesine yönelik DPT ve Hazine'den izin alma uygulamaları da bu süreci desteklemektedir. Kamu kesiminin dış borçlanmadan bir ölçüde uzaklaşması, özel sektörün ise yoğunlaşması sebebiyle dış borçlar içinde özel sektörün payı %50'ye kadar yükselmiştir.

Tablo 66: Alacaklılara Göre Türkiye'nin Dış Borç Stoku (Milyon Dolar) (1996-1998)

	1996	1997	1998
Dış Borç Stoku	83.941	91.030	102.651
Kısa Vadeli	20.517	22.634	27.236
-Ticari Bankalar	4.940	5.969	6.511
-Özel Sektör	15.577	46.665	20.725
Orta ve Uzun Vadeli	63.424	68.396	75.415
A. Resmi Finansmanlar	17.882	16.641	16.796
1.İkili Finansmanlar	8.854	8.270	8.849
2.Çok Yanlı Finansmanlar	9.028	8.191	7.947
B. Özel Alacaklılar	45.542	51.935	58.619
1.Ticari Bankalar	15.237	19.348	22.507
2.Finansman Kuruluşları	3.665	5.298	6.066
3.Finansal Olmayan Kur.	2.275	2.488	3.227
4.Kıyı Bankaları	538	788	1.088
5.Özel Yatırım-Kalk. Bank.	11	11	11
6.Gerçek Kişiler	6	6	7
7.Dresdner	10.720	10.267	11.681
8.Garantisiz Ticari Borçlar	8	8	8
9.Tahvil İhraçları	13.081	13.721	14.024

Kaynak: Hazine Müst. İnternet Web Sitesi, (www.treasury.gov.tr), Ankara 1999.

Tablo 66, dış borçların bunları sağlayan kurumlar arasındaki dağılımını vermektedir. Finansmanların yapısını gösteren bu tablo, 1990'lı yılların başlarından itibaren ülkemizin dış borçlarındaki bir başka radikal değişikliğe işaret etmektedir. Bu değişiklik dış borçlanmanın giderek ticari finansmanlar halini almasıdır. Buna göre 1990'ların başlarında resmi finansmanların toplam içindeki payı %48.8 iken (%20'si çok yanlı, %28.8'i ikili olmak üzere), bu değer 1998 yılında %16.3'e (%7.7'si çok yanlı, %8.6'sı ikili olmak üzere) kadar gerileme göstermiştir. Aynı dönemlerdeki özel finansmanların payı ise %52.2'den %83.6'ya

artma göstermiştir. Ticari bankalar, tahvil ihraçları ve diğer özel finansman kurumlarının ağırlık kazandığı bu süreç neticesinde finansmanların mali koşulları (faiz, vade gibi) ağırlaşma göstermiştir.

Türkiye'nin dış borçlarının giderek ticari finansmanlardan oluşuyor hale gelmesi ve özel sektörün dış borçlar içindeki payının %50 civarına çıkması ülkemizin uluslararası para ve sermaye piyasalarıyla entegrasyon derecesinin hızla artmasına işaret etmekle beraber, bu gelişmenin bir GOÜ olmamız sebebiyle ihtiyatla değerlendirilmesi gerekmektedir. Bu çerçevede ilk dikkat çekilmesi gereken nokta, resmi finansmanlardaki azalma sebebiyle dış borçların gerek vade gerekse maliyetlerinin bozulma eğilimidir. Ayrıca, bu tür finansmanlar tahvil ihraçlarında olduğu gibi kamu kesimi konsolide bütçe açıklarını finanse etmek ve özel sektör tarafından da işletme sermayesi veya arbitraj amaçlı krediler olarak kullanıldığı durumlarda, ülke ekonomisine net katkı sağlama oranlarının çok düşük kalabilmesi sebebiyle ciddi birer risk haline gelmektedirler.

Bir başka önemli nokta, kısa vadeli dış borçların ulaştığı yüksek boyutlardır. 1991 yılında sadece 9.1 milyar dolar olan bu değer, 1998 yılında 27.2 milyar dolara ulaşırken, kısa vadeli dış borç / toplam dış borçlar oranı %18.1'den %26.9'a kadar, kısa vadeli dış borç / orta-uzun vadeli dış borç oranı ise aynı dönemde %22'den, %36.1'e kadar artma göstermiştir. Uzun yıllardan beri ılımlı değerlere sahip bu rasyoların ulaştığı kritik değerler dış borçların sürdürülebilirliğini tehdit eder hale gelmektedir.

Dış borçlarla ilgili en anlamlı göstergelerden bir tanesi olan dış borçlar/GSMH oranı da benzer bir soruna sahiptir. 1984 yılında %34, 1988'de %45, 1991'de %33, 1994 kriz yılında %50, olan rasyo değerinin 1995, 1996, 1997 ve 1998 yıllarına ait değerleri sırasıyla; 43, 45, 47 ve %50.1'e karşılık gelmektedir. Bu rasyonun %50 ve üstü değerlere sahip olması, Dünya Bankası tarafından aşırı dış borçluluk göstergesi olarak değerlendirildiğinden, geline nokta dış borç artışına karşı önlemlerin yoğunlaşma zorunluluğu doğmaktadır.

Ülkede var olan uluslararası ödeme araçları ile dış borçların ne kadarının ödenebileceğini gösteren uluslararası rezervler/dış borçlar rasyosu son yıllarda üzerinde düşünülmesi gerekli hale gelen bir diğer göstergedir. 1980 ve 1990'lı yılların önemli bir bölümünde %20 civarında seyreden rasyonun son üç yıllık değerleri sırasıyla %29.8, %29.9

ve %28.8'dir. Kısa vadeli dış borçların ulaştığı seviyelerle birlikte düşünüldüğünde bu oranın giderek kritik değerin üstüne çıkması söz konusudur.

Tablo 67: 1996-1998 Dönemine Ait Bazı Dış Borç Rasyoları (% Olarak)

	1996	1997	1998Q1	1998Q2	1998Q3	1998Q4
Toplam Dış Borçlar / GSMH	46.2	47.3	-	-	-	50.17
Toplam Dış Borçlar / T. Döviz Gel.*	201.1	174.8				173.5
Toplam Dış Borçlar / T. Döviz Gel.**	164.8	155.7	-	-	-	161.9
Toplam Dış Borçlar / İhracat*	361.4	346.9	-	-	-	381.9
Toplam Dış Borçlar / İhracat**	258.8	278.9	-	-	-	329.8
Dış Borç Servisi / GSMH	6.3	6.5	-	-	-	8.1
Dış Borç Servisi / T. Döviz Gel.*	27.4	23.9	27.4	32.9	37.2	27.9
Dış Borç Servisi / T. Döviz Gel.**	22.4	21.2	24.8	31.3	36	26.1
Dış Borç Servisi / İhracat*	49.2	47.3	51.6	103.4	173.9	61.4
Dış Borç Servisi / İhracat**	35.2	38.1	43.1	87.4	149.7	53.1
Faiz Servisi / GSMH	2.3	2.4	-	-	-	2.4
Faiz Servisi / İhracat*	18.1	17.5	15.6	34.3	52.9	17.9
Faiz Servisi / İhracat**	12.9	14.1	13.2	29	45.5	15.5
Uluslararası Rezervler / Dış Borç	29.8	29.9	30.8	35.3	34.5	28.8

Kaynak: Hazine Müsteşarlığı İnternet Web Sitesi (www.treasury.gov.tr), Ankara 1999.

(*) : Bavul ticareti ve transit ticaret hariç ; (**) : Bavul ticareti ve transit ticaret dahil.

Dış borçluluk rasyolarında son dönemlerde yaşanan bozulmalara ilişkin bazı bilgiler Tablo 67'de özetlenmektedir. Buradaki veriler son dönemlerde döviz gelirlerinde çeşitlenme ve artma sonucu ortaya çıkan dış borç servisindeki rahatlık evrelerinin dahi 1998 yılından itibaren sınırlarına gelindiğine işaret etmektedir. Toplam Dış Borç / Toplam Döviz Gelirleri rasyonunun %162'ye çıkması, Toplam Dış Borç / İhracat oranının ise %329.8 değerine ulaşması (bavul ticareti dahil olmasına rağmen) %275'lik kritik değeri aşması sebebiyle dikkat çekicidir. Bavul ticareti ve transit ticaret gelirleri dahil edilmediği zaman bu oranın değeri %381.8'e kadar çıkmaktadır.

Tablo 67'den görüleceği üzere bu alandaki zorluklar özellikle borç servisi çerçevesinde kendisini hissettirmektedir. Dış Borç Servisi / Toplam Döviz Gelirleri, Dış Borç Servisi / İhracat ve Faiz Servisi / İhracat rasyolarında 1997 ve 1998 yıllarında görülen çok önemli artışlar, dış borçların sürdürülebilirliği açısından ileriki yılların önemli sorunlara (özellikle likidite anlamında) gebe olduğuna işaret etmektedir.

Dış borçluluk rasyolarında yaşanan olumsuz gelişmeler ileriki yıllar için yapılan borç servis projeksiyonları çerçevesinde değerlendirildiğinde daha da şiddetli bir hal almaktadır. Tablo 68'de verilen bu projeksiyona göre Türkiye 1999 yılında yaklaşık 15 milyar dolar borç servisi yaparken, 2000 yılında bu miktar 16.7 milyar dolara ulaşmakta ve sonraki yıllarda düşmeye başlamaktadır. Buna göre, 1999-2003 dönemi toplam borç servisi miktarı 62 milyar

dolar civarına gelmektedir. Bu dönemde yapılacak kısa ve orta vadeli dış borçlanmaların da bu rakama dahil edilmesi durumunda oluşacak rakam daha yüksek olacaktır. Bu durum kamu kesimi için çok daha önemli bir hal almaktadır. Zira, Temmuz 1996'da 25 milyar dolar olan iç borç stoku, 1997 yılında 30.5 milyar dolara ulaşırken, Mayıs 1999'da ise yaklaşık 40 milyar dolar olmuştur. Üstelik iç borçlarda ortalama vade çok düşük olup bir yıldan daha kısadır.

Tablo 68: Orta ve Uzun Vadeli Dış Borç Geri Ödemeleri Projeksiyonu (Milyon Dolar)

	1999	2000	2001	2002	2003	2004+
Toplam	14.902	16.665	11.774	9.796	7.817	31.983
-Anapara	10.907	13.279	9.312	7.811	6.362	27.896
-Faiz	4.035	3.386	2.462	1.985	1.455	4.087
Kamu Sektörü	8.251	9.067	8.505	7.070	6.235	22.302
-Anapara	5.693	6.834	6.662	5.512	5.011	18.627
-Faiz	2.558	2.233	1.853	1.558	1.224	3.675
Merkez Bankası	2	2	1	1	0	0
-Anapara	2	2	1	1	0	0
-Faiz	0	0	0	0	0	0
Özel Sektör	6.689	7.596	3.258	2.725	1.582	9.681
-Anapara	5.212	6.443	2.649	2.298	1.351	9.269
-Faiz	1.477	1.153	609	427	231	412

Kaynak: Hazine Müsteşarlığı, Aktaran: TCMB Yıllık Rapor 1998, s.237.

Not : Projeksiyon yeni dış borç alınmadığı varsayımıyla hazırlanmıştır.

Kamu kesiminin dış borçlarının artmaktan ziyade azalma gösterdiği bir dönemde iç borçlanmanın ulaştığı boyutlar ve çok yüksek dış borç servisleri toplam borç stokların sürdürülmesinde önümüzdeki yıllar için büyük likidite sorunlarının yaşanacağını göstergeleri olarak karşımıza çıkmaktadır.

Özetle, Türkiye ekonomisinin dış borç yönetim sürecinde borç servis kapasiteleri açısından son yıllarda göstergelerin giderek olumsuz bir hal alması sözkonusudur. Bu durumun kısa vadede dış kaynak talebinde (borç servisi amaçlı) hızlı artışlara ve böylece borç stokunda önemli artışlara yol açması kaçınılmaz gözükmektedir. Son yıllarda GOÜ'lerin dış borçlanmada karşılaştıkları sorunların devamı halinde bu durum ancak yüksek maliyetler neticesinde sürdürülebilir. Bu ise sürekli genişleyen dış borç halkalarının bir noktada tamamen sürdürülemez hale gelmesine neden olabilecek potansiyele sahiptir.

Gerek özel sektörün, gerekse kamu sektörünün dış borç servislerini yerine getirmeden kaçınma gibi bir lüksleri bulunmamaktadır. Böyle bir durum negatif dışsalılıklara çok kolay bir şekilde yol açabilir ve ülkenin dış borçlanma imkanlarında hızlı daralmalara yol açabilir. Bu çerçevede, önümüzdeki yıllar için dış borçlanmada gelinen nokta sebebiyle çok dikkatli politikalar izlemek kaçınılmazdır. Kamu sektörünün borç servislerini aşmayacak kadar

borçlanma politikasını sürdürmesi, özel sektörün ise uygulanacak makro ekonomik politikalarla dış borçlanma talebinin ve artış hızının düşürülmesi gerekmektedir.

Sermaye hareketlerinde sağlanan serbesti nedeni ile bu konuda bir yaptırım şansı bulunmaktadır. Ayrıca, KKDF gibi bazı vergi uygulamaları da 1999 yılından itibaren tamamen kaldırılmış durumdadır. Dolayısıyla geriye kalan tek yol daraltıcı makro ekonomik politikalar olarak karşımıza çıkmaktadır. Bir başka deyişle belirli bir dönem net negatif kaynak transferi sürecinin yaşanması kaçınılmaz gözükmemektedir. Diğer alternatif olan genişletici politikalar ise çok daha fazla dış kaynak talebine yol açacağı itibarıyla dış borç stokunun bir kaç yıl içinde tamamen sürdürülemez hale gelmesine neden olabilir.

Belirtilen bu alternatiflerin her biri çeşitli açılardan kısıtlara sahiptir. Dolayısıyla bu konudaki politikaları belirlemek üzere dış finansman komitesinin (DBKİK) yapılanma şekli yenilenerek, gerekli analizler eşliğinde aktif politikalar belirlemesinin büyük önemi vardır.

5.Türkiye Ekonomisinde Dış Borç Artışlarının Diğer Nedenleri ve Mali Risk Yönetimi

1980'li yılların başlarında 20 milyar dolar civarında olan Türkiye'nin dış borçları 1998 yılı sonu itibarıyla 102.651 milyar dolara ulaşmıştır. Yaklaşık olarak 82 milyar dolarlık artışın anapara geri ödemeleri, yeni kullanımlar ve dönem başı stok değerleri çerçevesinde değerlendirilmesi açıklama olarak yeterli olmamaktadır. Ülkenin sahip olduğu altın harici net uluslararası rezervlerin miktarının bu tür bir hesaplama dahil edilmesi de aynı şekilde aradaki artışı açıklamakta yetersiz kalmaktadır. Erçel (1992) ve Sayıştay (1997) tarafından yapılan bu yöndeki analizler ülkemizdeki dış borç artışlarının reel kullanımlar haricinde çeşitli faktörler tarafından önemli ölçüde etkilendiğini göstermiştir.

Dolayısıyla, bu konu ile ilgili gerçekler ortaya konulmadan sağlıklı bir analiz yapmak aldatıcı sonuçlar verebileceği sebebiyle, ayrıntıların ortaya konulması şart olmaktadır. Ülkemizde bu ayrıntıları ihmal eden çok miktarda analitik çalışmalar söz konusudur.

Dış borç artışları ile ilgili olarak Erçel (1992)'in 1981-1990 dönemine ilişkin olarak şu tespitleri kayda değerdir (Erçel, 1992, s.33); "söz konusu dönemdeki net dış borç artışlarının %43.1'i net artış kredi kullanımından, %35.2'si kur farklarından, %14.2'si borç ertelemeleri ve ayarlamalardan, %7.5'u ise diğer nedenlerden ortaya çıkmaktadır." Görüldüğü

üzere dış borç artışını belirleyen kredi kullanımı harici faktörler artışın büyük bir çoğunluğunun temel sebebi durumundadır. Söz konusu bu faktörler aşağıda sıralanarak incelenmektedir (Sayıştay, 1997, Evgin, 1996, Şenel 1994, Bal, 1998);

Kur Farkları: Dış borçlar bir ülke içindeki ekonomik birimler tarafından yurtdışından çeşitli para birimleri cinsinden elde edilen kredilerdir. Bu kredilerin istatistiki takibi dolar karşılığı değerlerinin bulunmasıyla yapılmaktadır. Dolayısıyla, doların bu para birimleri karşısında değer kazanması dış borç stokunu azaltıcı etkide bulunurken değer kaybetmesi ise arttırıcı etkiler yapmaktadır. Dış borç stokunda nominal hareketlere neden olan bu türden dalgalanmalar ülkenin gelir ve giderlerinin döviz kompozisyonundaki paralelliğin söz konusu olmadığı hallerde reel hareketlere neden olmaktadır (Bu konu ile ilgili detaylı bilgiler çalışmanın üçüncü bölümünde verildiği için burada tekrarından kaçınılmaktadır).

Dünya Bankası Pool Farkları: Toplam kur farklarına neden olan en önemli faktörlerden birisidir. Dünya Bankasının kredi verirken çeşitli dövizlerden oluşan fon havuzundaki kaynakları dolara çevirip vermekle beraber, dönüşte ödemenin yapılmasına esas dövizleri talep etmesi nedeni ile oluşan ve çapraz kur değişimlerinden kaynaklanan kur farklarıdır.

Garantisiz Ticari Borçlarla İlgili Ayarlamalar: 1970'li yılların sonlarında yaşanan borç krizi sırasında ödenemeyen bazı garantisiz dış borçların borç-özsermaye değişim programı ile ödenmesidir. Bu yöntemle bir miktar dış borç, iç borca dönüştürülmüş ve stok azaltıcı etkilere neden olmuştur.

Dış Borç Stokunda 1984 yılında Yapılan Ayarlamalar: Borç yönetiminin bilgisayar sistemine geçmeden önceki dönemlere ilişkin kayıt farklılıklarını düzeltmesi ile ortaya çıkan ve 1.321 milyar dolarlık stok artışına yol açan ayarlamalardır.

FMS Refinansmanı: Geçmişte Türkiye'nin ABD'den aldığı bazı askeri kredilerin refinansmanı için ABD'nin garantörlüğünde tahvil ihracına girilerek borcun maliyeti düşürülmek istenmiş ve 1988/89 yıllarında yapılan iki parti tahvil ihracı sonrasında 1.9 milyar dolarlık askeri dış borç, ticari dış borca dönüştürülerek borç stokuna yansıtılmıştır. Dolayısıyla dış borç stoku ayarlama miktarı kadar artış göstermek zorunda kalmıştır.

Döviz Tevdiat Hesaplarında Yapılan Ayarlamalar: 1990 yılında Hazine'nin veri tabanında yaptığı değişiklikler ve Merkez Bankasının döviz tevdiat hesaplarında yaptığı yeni düzenlemeler ile dış borç stokunda artışlara yol açan küçük çaplı ayarlamalardır.

Borç Bağışlama ve İndirimleri: Borcun anapara ödemelerinin bağışlanması veya bir bölümünün indirilmesi borç stokunu azaltmaktadır. Ancak ülkemizde bu açıdan önemli miktarlara ulaşan işlem bulunmamaktadır.

Bazı kredilere uygulanan ve borç bakiyesini etkileyen ayarlamalar: Dünya Bankası pool farklarına benzer uygulamalar diğer bazı kredi türlerinde de karşımıza çıkabilmektedir. OECD ülkelerinden sağlanan bazı resmi ve garantili ihracat kredilerinde ihracat sigorta primi olarak belirlenen bir miktar her bir kredi kullanımı ile birlikte hesaplanarak borç bakiyesine eklenmektedir. Avrupa Yatırım Bankasından sağlanan ve farklı döviz cinsleri üzerinden ödeme yapılan borçlarda çapraz kurlar nedeni ile borç bakiyesi değişebilmektedir. İslam Kalkınma Bankası kredilerinde de benzer bir sorun vardır. Bütün bu kredilerde anapara ödemeleri, kullanılan kredi miktarından farklı olabilmekte ve genellikle borç stokuna arttırıcı yönde etkiler yapabilmektedir.

Faizin ana paraya eklenmesi: Daha çok belirli dönemlerde ortaya çıkan borç ödeme güçlüklerinde sözkonusu olup, borç faizleri ödenmeden ana paraya eklenmekte ve borç stoklarını da arttırıcı etkiler yapmaktadır.

Kayıtlarda değişiklik, düzenleme ve yenilemeler: Yukarıda 1984 yılı ayarlamaları olarak belirttiğimiz türden bazı kayıt değişiklikleri ve düzenlemelerdir. Kredi kullanım ve anapara geri ödemesi bilgilerinin ait olduğu dönemde girilememesi ya da yanlış girilmesi nedeniyle sonraki dönemlerde değişiklikler yapılması gerekmektedir. Bu değişiklikler borç stokunu arttırıcı ya da azaltıcı türden olabilirler.

Tablo 69, yukarıda sıraladığımız çeşitli türden ayarlamalar ve Dünya Bankası döviz havuzu sistemi nedeniyle oluşan dış borç stok değişimi hakkında 1980-1993 dönemi ile ilişkili bazı verileri özetlemektedir. Tablodan görüleceği üzere, bu dönemde dış borç stoklarında yapılan ayarlamaları dış borç stoku üzerinde 13.304 milyar dolar artışa, 1.802 milyar dolar azalışa ve net etki olarak 11.592 milyar dolarlık bir artışa yol açmıştır.

Tablo 69: Dış Borçlarımızda Yapılan Ayarlamalar (1980-1993) (Milyon Dolar)

	1980	1981	1982	1983	1984	1985	1986	1987	1988	1989	1990	1991	1992	1993
Ayarlama Öncesi														
Orta-Uzun	13.229	14.448	16.093	16.957	17.643	20.901	25.857	32.703	34.305	36.006	39.535	41.372	42.932	48.823
Kısa	2.480	2.111	1.764	2.281	3.480	4.759	6.349	7.623	6.417	5.745	9.500	9.117	12.660	18.533
D. Borç Stoku	15.709	16.559	17.857	19.238	20.823	25.660	32.206	40.026	40.722	41.751	49.035	50.489	55.592	67.356
Yapılan Ayarl.														
(A)	-600	-200	-250	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
(B)	178	55	16	1.076	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
(D)	0	0	0	0	-466	139	93	2.000	1.341	1.066	1.322	1.301	959	913
(F)	0	0	0	0	0	0	0	0	1.503	403	0	0	0	0
(G)	0	0	0	0	-133	-12	-65	-26	184	0	0	0	0	0
Ayarlama Sonrası														
Orta-Uzun	12.807	14.403	15.859	18.033	17.044	21.028	26.730	34.627	37.333	37.475	40.857	42.673	43.891	49.736
Kısa	2.480	2.111	1.764	2.281	3.180	4.759	6.349	7.623	6.417	5.745	9.500	9.117	12.660	18.533
D. Borç Stoku	15.287	16.414	17.623	20.314	20.224	25.787	22.079	42.250	43.750	43.220	50.357	51.790	65.551	68.269

Kaynak: Tülay Evgin, 1996, s.26. (A) : Garantisiz Ticari Borçlarla İlgili Yapılan Ayarlamalar, (B): 1984 Yılında Yapılan Ayarlamalar, (D): FMS Refinansmanı Sebebiyle Yapılan Ayarlamalar, (G): Diğer Ayarlamalar.

Tablo 69'da gösterilen veriler 1993 yılına kadardır. 1994 ve 1995 yılına ait değerler için herhangi bir ayarlama değişikliğine tabloda yer verilmemesi sebebiyle gösterilmeye gerek duyulmamıştır. 1996 yılına ait eski seri dış borç stoku verileri (79.767 milyar dolar) DFBS tarafından yenilenmiş ve 4.199 milyar dolarlık bir fark ile 83.996 milyar dolar olarak yeniden tespit edilmiştir. Hazine Müsteşarlığının yaptığı açıklamaya göre aradaki farklılıkların nedeni yukarıda sıraladığımız faktörlerle benzerlik göstermekte olup, şunlardan oluşmaktadır:

-31.12.1996 tarihi itibarıyla kaydedilmeyen eksik verilerin yeni seriye dahil edilmesi,

-31.12.1996 tarihine kadar gerçekleşen dış borç verilerinin revize edilmesi,

-Dünya Bankası, Avrupa Yatırım Bankası ve İslam Kalkınma Bankası gibi kuruluşların borç bilgileri yeni kayıt yöntemleri kullanılarak yeniden üretilmesi neticesi oluşan farkların ilavesi,

-İstatistiki verilerde kapsam genişletilmesine gidilmesi (askeri dış borçların ve TL cinsinden dış borçların sisteme ilave edilmeleri),

-Döviz kurlarıyla ilgili uygulamanın değiştirilmesi (konvertibiliteye sahip olmayan paralar cinsinden borçların belirlenmesindeki döviz kuru uygulamalarındaki değişiklikler ve uluslararası kuruluş kredilerinin stok tespitinde IMF verileri kullanılması gibi bazı döviz kuru ile ilgili uygulamalardaki değişiklikler).

Buraya kadar gösterilmeye çalışıldığı üzere, ülkemizin dış borç stoklarının artışında net kredi kullanımlarının yanı sıra bir çok faktör de önemli ölçüde etkili olabilmektedir. Çoğu kez uygulanan ekonomi politikalarından bağımsız olan bu faktörlerin en önemlilerinden bir tanesi hiç kuşkusuz kur farkları olarak karşımıza çıkmaktadır. Tablo 70, 1984-1998 dönemine ilişkin olarak ilgili verileri özet olarak sunmaktadır.

Tablo 70: Kur Farklarının Dış Borç Stoku Üzerindeki Etkileri (1984-1998) (Milyon Dolar)

Yıl	Kur Farkları	Yıl	Kur Farkları
1984	-932	1992	-1.383
1985	2.754	1993	-536
1986	3.655	1994	4.301
1987	4.910	1995	1.970
1988	-2.223	1996	-4.434
1989	-307	1997	-3.719
1990	3.123	1998	3.640
1991	144		

Kaynak: 1984-1995 dönemi verileri DBVTS'ye ait iken, 1996-1998 dönemi verileri DFBS tarafından üretilmiştir. Bu veriler Hazine Müsteşarlığı veri tabanlarından Derlenmiştir.

1984-1998 dönemindeki kur farklılıkları ülkemiz dış borç stoku üzerinde 24.497 milyar dolarlık bir artışa yol açarken, 13.534 milyar dolar tutarında azaltıcı etki yapmıştır. Böylece dönemin stok arttırıcı net etki miktarı 10.963 milyar dolar olarak gerçekleşmiştir. Görüleceği üzere, kur farkları ülkemiz dış borç stoku üzerinde fevkalade önemli ve çoğu kez de olumsuz etkilerde bulunmaktadır. Bu durum konu ile ilgili bir çok araştırmada belirtilmiş ve eleştirilere neden olmuştur.

1970-1994 arası döneme ilişkin basit bir hesaplama yapan Sayıştay (1997)'nin analizlerine göre bu dönemdeki artışın yaklaşık olarak 21.073 milyar dolarlık kısmı, Balkind (1990)'in hesaplamalarına göre ise 1980'li yıllardaki stok artışının yarısı ile üçte ikisi arasındaki bir kısmı kur farklarından kaynaklanmaktadır (1984-1989 döneminin ayrıntılı bir analizi için bkz. Akçay, 1990). Ülkemiz döviz gelirlerinin kompozisyonu ile dış borç stokunun döviz kompozisyonunun uyuşmadığı (genel durum budur) hallerde sözkonusu bu nominal hareketler gerçek bir risk halini almakta ve dış borçlanmanın maliyetlerinde çok ciddi artışlara neden olabilmektedir.

1980'li yılların ortalarına kadar sadece kamu sektörünü ilgilendiren bu konu, daha sonraki yıllarda arbitraj amacının yanı sıra iç finansmanın yüksek reel maliyetlerinden kaçınmak için dış finansmana yönelen ve 1998 yılı itibariyle toplam dış borçların %50'sine yakın bir kısmına sahip hale gelen özel sektörün de karşılaştığı en önemli sorunlardan bir tanesi haline gelmiştir.

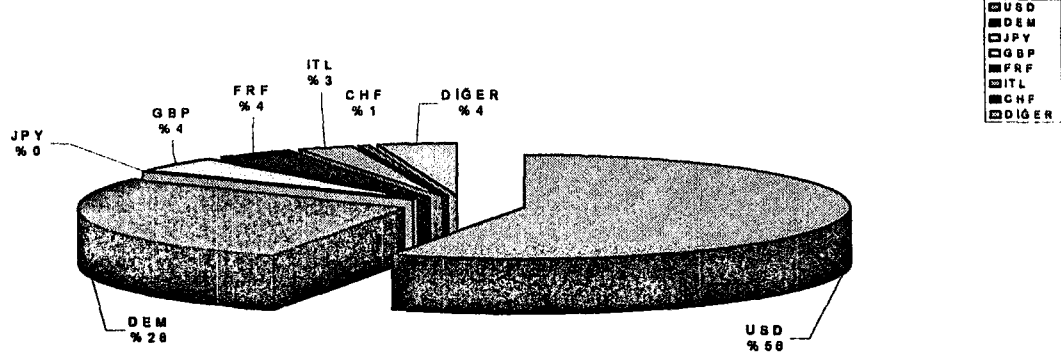
Şekil 15, Türkiye'nin döviz gelir ve giderlerinin kompozisyonu hakkında son dönemlere ait bilgileri teşhir etmektedir. Şekiller, gelir-gider döviz kompozisyonlarının genel bir uyumsuzlığa sahip olduğunu ve bu uyumsuzluk sürdüğü sürece kur risklerine maruz kalacağımızı göstermektedir.

Bu durumda kur risklerinden kurtulma konusunda yapılabileceklerden bir tanesi döviz gelirlerimizi yükümlülükler cinsinden ayarlamaya çalışmak olarak gözükmektedir. Halbuki bu çaba uzun zaman alıcı ve genellikle de sonuç almada yetersizliklerle doludur. İkinci yöntem döviz yükümlülüklerimizi gelirlerimize paralel olacak şekilde belirlemektir. Bu tür bir yöntem çoğu kez dış borçlanmada döviz cinsini belirlemede önemli zorluklara sahip olan Türkiye ekonomisi için kolay olmamaktadır.

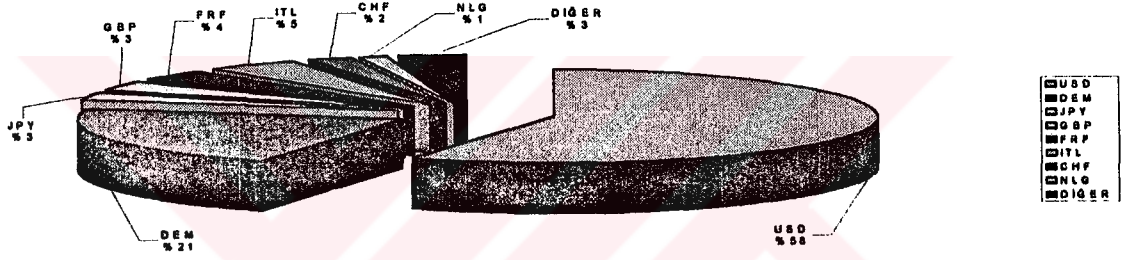
Dış borçların temini sürecinde bu tür bir stratejiye dikkat edilmekle beraber her zaman istenilen türden döviz birimi cinsiyle borçlanma yapılmamaktadır. Ayrıca bu yapılabilse dahi çeşitli puan birimlerinin mali koşulları farklı olduğu için gelirler cinsinden bir yükümlülük yapısı kurmak rasyonel olmayabilir. Zira istenilen tarzdan dövizin borçlanma faizleri diğer alternatiflere göre daha yüksek olabilmektedir.

Halihazırda var olan kompozisyon uyumsuzluğu sebebiyle de yapılması gereken en önemli şey dış borçların mali risklerinin yönetiminde varlık-yükümlülük yönetimine gidilmesi ve bu çerçevede hedging enstrümanlarının (swap, options, vb.) amaçlara ulaşabilmek için kullanılması olarak karşımıza çıkmaktadır. Çalışmamızın üçüncü bölümünde detaylı olarak açıklanan bu konular ülkemizdeki dış borç yönetimi çerçevesinde düşünüldüğünde özel ve kamu kesimi olmak üzere iki boyutta da kullanımı gerektirmektedir.

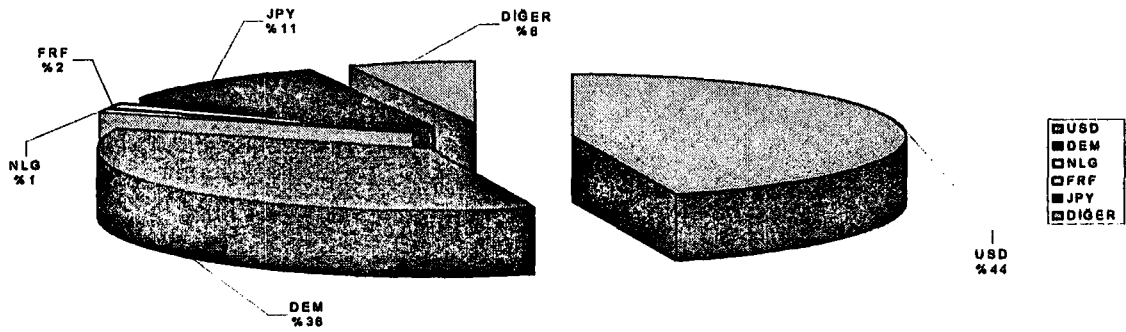
İHRACAT GELİRLERİNİN DÖVİZ KOMPOZİSYONU
(1990-1998 DÖNEMİ ORTALAMASI)



İTHALATIMIZIN DÖVİZ KOMPOZİSYONU
(1991 OCAK - 1998 TEMMUZ ARASI)



TÜRKİYE'NİN ORTA-UZUN VADELİ DİŞ BORÇLARININ DÖVİZ KOMPOZİSYONU
(1998 YILI SONU İTİBARIYLA)



Şekil 15: Türkiye Ekonomisinin Döviz Cinsinden Gelir ve Giderlerinin Kompozisyonu
Kaynak: Hazine Müsteşarlığı

5.1.Özel Sektör ve Risk Yönetimi

Son yıllarda yoğunlaşan ve giderek Türkiye'nin toplam dış borçlarının yarısına yakın bir kısmına sahip hale gelen özel sektör ve dış borçları bu tür bir yönetime ihtiyaç duymakla beraber, önemli eksiklikler içinde bulunmaktadır. Özel sektör içinde en yoğun dış borçlanan birimler olan ticari bankalar üzerine yapılan bir araştırma, bu birimlerin türevsel ürünler kullanımında risk yönetim amaçlı sınırlı operasyonları harici uygulamalarının bulunmadığına işaret etmektedir.

Kullanılan teknikler ise forward sözleşmeleri ve döviz swapları ile sınırlıdır. İşlem hacimleri de yüksek miktarlarda değildir. Aynı durum yerli bankaların bir sorunu olduğu kadar ilginç bir sonuç olmak üzere yabancı sermayeli bankalarda da geçerlidir.

Bu eksikliğin temelinde, ilgili teknikler ile alakalı olarak, firmaların yeterli enformasyona ve yetişmiş personele sahip olmamaları yatmaktadır. Ticari bankalardaki bu sorun, hiç kuşkusuz finansal olmayan dış kredi kullanıcısı firmalarda da yaşanmaktadır (Bkz. Akçaoğlu, 1998, s.149). Özel sektörün arbitraj amaçlı dış kredi kullanımı haricinde genelde daha uygun koşullara sahip olduğu gerekçesiyle dış borçlanmaya gittiği düşünülürse risk yönetiminin önemi artmaktadır.

Zira, sözkonusu riskler daha pahalı olması sebebiyle iç finansmandan kaçınan firmaları daha yüksek maliyetlerle karşı karşıya bırakabilir. Bu yüzdendir ki, gelişmiş ülkelerdeki özel sektör firmaları (özellikle çok uluslu şirketler) risk yönetimi konusunda bilinçli ve yoğun çabalar göstermekte ve piyasanın en aktif katılımcıları olarak karşımıza çıkmaktadırlar (Bkz. Cengiz, 1997, s.61,62).

Dolayısıyla, Türkiye'deki özel sektörün risk yönetimi konusuna ağırlık verecek bir yapılanma içine girmesi borç stoklarının cari büyüklükleri de gözönüne alındığında kaçınılmaz gözükmektedir. Kamu kesimine kıyasla çok daha esnek kurumsal yapılar ve kısıtlarla karşı karşıya olan Türk özel sektörünün bu konuya gerekli önemi vermesi bir zorunluluktur. Bu çerçevede, Türk özel sektörü açısından cari durumun genel olarak bir öğrenme süreci olduğu görülmektedir. Piyasalar hakkında yeterli bilginin ve talebin artması ve işlemlerin karlılığının kavranması ile beraber bu sürecin hızlanacağı belirtilmektedir (Gümüşeli, 1994, s.104).

5.2.Kamu Sektörü ve Risk Yönetimi

Türkiye’deki özel sektörün risk yönetimi konusundaki yetersiz gelişimi kamu kesimi dış borçları içinde geçerli olmakla beraber bu konuda önemli adımların atılmaya başladığı görülmektedir. Herşeyden önce, yetişmiş profesyonel bir kadroya sahip ve borç yönetiminde asıl sorumlu birim olan Hazine’nin bu açıdan öncü ve şanslı bir kurum olduğu görülmektedir. Hazine’nin öncü konumunda olması sözkonusu teknikleri yoğun olarak kullanmaktan çok, bu konuya verdiği önem (personeline yurtiçi-yurtdışı eğitimler sağlaması, yabancı danışmanlık firmalarından teknik destekler sağlaması, örgütsel yapıyı geliştirici yönde yeni birimler oluşturması, diğer devlet kurumlarına teknik destek sağlaması gibi) nedeniyledir.

Hazine’nin devlet dış borçlarının risk yönetimi konusundaki eksiklikleri en çok Hazine içindeki çeşitli birimlerin tepe yöneticileri tarafından dile getirilmektedir. Örneğin, Uluslararası Sermaye Piyasaları Dairesi yöneticisi A.Erden (1993)’in şu görüşleri kayda değerdir; “Her yıl sonunda dış borç stoğumuzu hesaplarken çıkan sonuçta söylemeye alışageldiğimiz şeylerden biri de sözkonusu stoğun bir önceki yıla göre artmasının önemli bir nedeninin de döviz kuru değişimleri olduğudur. Ancak yıllar boyu bu risk veri olarak alındığından borç stoğunun piyasadan oluşan ne tür gelişmelere ve değişmelere hassas olduğu konusunda bir çalışma yürütülememiştir. Oysa, borç yönetimine başlamanın ön koşullarından biri borç stoğumuzun tam bir analize tabi tutulması, gerekirse bu stoğun daha daraltılmış ve kendi içinde homojen özelliklere sahip alt portföylere ayrılması ve buradan hareketle muhtemel piyasa dalgalanmalarına karşı hassasiyet analizinin yapılmasıdır”.

Kamu kesiminin risk yönetim amaçlı sınırlı miktardaki işlemleri sözkonusudur. Bu konudaki bazı örnekler aşağıda sıralanmaktadır (Gümüşeli, 1994, s.102; Claessens, 1993, s.43; Danışman, 1993; Müminoglu, 1994, s.10);

-TCMB: Merkez Bankası Dresdner projesi çerçevesinde işçi dövizlerini bir dış borç tekniği olarak kullanmaktadır. Genellikle, Mark, Frank türünden olan bu paraların neden olabileceği kur riskleri bankanın belirli aralıklarla gerçekleştirdiği döviz opsiyonu ve cap (DM/\$ riskine karşı) işlemleriyle ortadan kaldırılmaya ve belirsizlik sağlanmaya çalışılmaktadır. Son yıllarda Merkez Bankası risk yönetimi konusuna özel bir önem vermeye başlamış olup, daha önce bir grup olarak çalışan risk birimi bağımsız bir müdürlük haline dönüştürülmüştür (Bkz. Serdengeçti, 1999, 85).

-T.Kalkınma Bankası: Banka ile Merkez Bankası arasında gerçekleştirilmiştir. Banka 1989 yılında Japonya’da gerçekleştirdiği tahvil ihracı sonucunda 10 yıl vadeli borçlandığı 10 milyar yen’i TL’ye çevirmek için Merkez Bankası ile 10 yıl vadeli bir swap anlaşması yapmıştır. Anaparalar el değiştirmeden, sadece vade dönemlerinde karşılıklı faiz ödemeleri yapılmıştır. Kalkınma Bankası 1992 yılında da bir uzun vadeli yen/mark döviz swap’ı işlemi gerçekleştirmiştir.

-Ankara Büyükşehir Belediyesi: Belediye, Mayıs 1991’de Japonya’da 8,5 milyar yen’lik 5 yıl vadeli %8.4 yıllık faizli tahvil ihracı gerçekleştirmiştir. Borcun risklerden (faiz ve döviz) korunması amacıyla 3.513 milyar yen’lik kısmı 27.6 milyon dolar karşılığında Ziraat Bankası ile Swap anlaşması yapılmıştır. Banka, 3.513 milyar yen ile beraber %8.4 faizi üstlenirken, belediye 27.6 milyar dolar karşılığında 6 aylık dolar cinsinden Libor + %2.1 düzeyinde bir faiz üstlenmiştir. Ayrıca belediyenin riskini en aza indirebilmek için 6 aylık dolar libor = %8.5 seviyesinde bir cap uygulanmasına da gidilmiştir. Belediye benzer bir Swap anlaşmasını ise bir başka tahvil ihracı sebebiyle Japon Mitsui Taiyo Kobe Bank ile gerçekleştirmiştir.

-Eximbank: 18.2.1992 tarihinde Eximbank’ın Japonya’dan borçlandığı 10 milyar yen’i dolar karşılığında 10 yıl vadeli faiz ve döviz swapı ile değiştirmesi işlemidir.

-Hazine: Sınırlı bazı Swap işlemleri gerçekleştirmiştir. Bu işlemler genellikle Japonya’ya ihraç edilen samurai tahvilleriyle ilişkilidir. Yedi yıllık olarak ihraç edilen bu tahviller Japon yen’inden dolara swap edilerek Libor + 1.70 gibi bir maliyetle borçlanma sağlanmıştır. Hazine eğer aynı vadeli bir dolar tahvilini (yankee) ihraç edecek olsaydı, karşılaşacağı maliyet Libor + %2 civarında olacaktı. Böylece bir yandan kur bir yandan da faiz risklerinden korunmak amaçlı işlemler gerçekleştirilmiştir.

Yukarıda verilen örneklerden görüleceği üzere ülkemizde kamu kesimi dış borçlanmadaki en aktif birimler olmanın da verdiği motivasyon sebebiyle, pek sık olmamakla beraber risk yönetim amaçlı operasyonlar yapmaktadır. Var olan yüksek riskler sebebiyle bu tür işlemler kaçınılmaz olmakla beraber istenilen düzeyde olmaktan uzaktır. Özellikle Hazine yönetimi bu açıdan önemli engellerle karşılaşmaktadır. Herhangi bir finans kuruluşunun Hazine yönetim birimi kadar aktif olması gereken Hazine Müsteşarlığı yasal ve kurumsal kısıtlar sebebiyle işlem kabiliyetlerini yeterince kullanamamaktadır.

Bu konuda Hazine'nin dış borç yönetiminden sorumlu Kamu Finansmanı Genel Müdürünün şu açıklaması dikkate değerdir; “dış borçlarda borcumuz yabancı bir para cinsinden olduğu için uluslararası mali piyasalarda borcunuzun riskini bu tür teknikler kullanarak minimize edebilirsiniz. Ancak bizim borç sistemimizin örgütlenmesi ve mevzuatımız buna elverişli değil. Çünkü bu tekniklerin kendileri de bir risk taşıyorlar. Bu riski bizim mevzuatımıza göre devletin üstlenmesi mümkün değil. Bu mevzuata sahip değiliz. Örneğin, özel bir işlemi yapabilmek için maksimum karar verme süreniz 10 dakika. Ama bizim ülkemizde böyle bir kararın alınması bazen bir kaç saatten birkaç güne kadar zaman alabiliyor (ilgili bakanın onayı gerekli). Ama buna rağmen mesela 1993 yılında dış borçlarla ilgili iki özel işlem yapıldı. Gayet de başarılı bir şekilde” “Ayrıca riskin veya borç yönetim tekniklerinin nasıl muhasebeleştirileceği de ayrı bir bilgi konusudur. Bu konuda gelişmiş muhasebe teknikleri var. Türkiye’de bunlar yok. Sistem buna izin vermiyor ve riskin nasıl üstleneceği veya nasıl ödeneceği konusunda çok net bir takım hükümler yok”. (Dedeoğlu, 1995, s.12,45).

Küçükkiremitçi (1995) tarafından “tevekkülle beklemek” olarak nitelenip eleştirilen Hazinenin risk yönetimi konusundaki aktif politikalar uygulama eksiklikleri, 1995 yılından itibaren çeşitli uygulamalarla aşmaya çalışılmıştır. Bu konuda henüz yeterli mesafenin alınmadığı görülmekle beraber, çeşitli ileri adımların atılması sözkonusudur. Bu çerçevede yürürlüğe konulan bazı uygulamalar aşağıda sıralanmıştır;

-Muhasebe sisteminin modernizasyonu: Dış borç veri tabanı sistemi ile muhasebe sisteminin birbirinden bağımsız yürütülmesinden kaynaklanan sorunları aşmak amacıyla “Hazine muhasebe sisteminin modernizasyonu ve otomasyonu projesi” Temmuz 1997’de başlatılmıştır.

-Dünya Bankası Kredileri kur farkları sorunu: Dünya Bankasının kredi anlaşmaları dolar bazında yapılırken, ödemeleri çeşitli dövizlerden yapılmaktadır. Servislerinin de aynı şekilde istenmesi sebebiyle kur riskleri borçluya yansımaktadır (Evgin, 1996, s.28). Ülkemiz dış borç stoku üzerinde olumsuz etkilerde bulunan söz konusu krediler, 1996 yılında başlatılıp, 1997 yılında sonuçlanan bir çalışma ile döviz havuzundan çıkarılarak tek dövizli yapıya dönüştürülmüştür. Yeni yöntem hem borç idaresi hem de maliyet olarak daha elverişli gözükmetedir.

Bu krediler ikili krediler gibi işleyecek olup, döviz tercihini borçlular yapacaktır (Sayıştay, 1997). Yapılan analizler sonucunda, Dünya Bankası kaynaklı proje portföyünün, Türkiye'nin ihracat gelirlerine paralel bir döviz kompozisyonuna dönüştürülmesi öngörülmüştür. Bu çerçevedeki, banka kaynaklı proje portföyünün %60 dolar %40 mark oranında tek para kredilerine dönüştürülmesi kararlaştırılmıştır. Faiz yapısının ise, %47.8 oranında değişken, %47.6 oranında sabit ve %4.6 oranında da tek para havuzu yapısına dönüştürülmesi sonucu çıkmıştır (Yener, 1997, s.115).

-Dış Finansman Yönetim Birimi: 11.07.1995 tarihinde devlet dış borçlarının risk yönetimini gerçekleştirmek ve ideal dış borç döviz kompozisyonunu belirleyerek işlem yapmak amacıyla kurulmuştur. Bu çerçevede dış borcumuzun risk'den arındırılmış bir "benchmark" yükümlülük portföyüne uygun olarak yönetilmesini teminen veri toplanması, eğitim faaliyetleri, cari durum tespiti gibi çalışmalar yürütülmekte, yurtiçi ve yurtdışı danışmanlık firmalarından çeşitli hizmetler alınmaktadır. İlerleyen dönemlerde asli görevi olan risk yönetimi çerçevesinde operasyonlara girişi beklenmektedir (Bkz. DEİ, Faaliyet Raporları 1996, 1997).

-Borçlanma Kanun Tasarısı: Devletin iç ve dış borçlanmasındaki mevcut dağınıklığını ortadan kaldırmak, basitleştirmek ve daha operasyonel hale getirmek amacıyla Hazine Müsteşarlığınca kanun teklifleri hazırlanmış ve ilgili birimlere gönderilmiştir. Görüştüğümüz Hazine yetkilileri kurum içi amatör bir çalışma olarak hazırlanan tasarının, genellikle her yıl bütçe kanunlarında yer alan borçlanma yetkisine ilişkin maddelerin tekrarı olduğunu belirtmiş ve siyasi bir destek olmaması sebebiyle bu girişimlerin şimdiye kadar gerekli ilgiye sahip olamadığını ifade etmişlerdir.

Türkiye'nin dış borçlanması ile ilgili hukuki dağınıklığın yanısıra türev ürünleri olarak anılan enstrümanların avantajlarından yararlanması ve risklerini minimize edebilmesi için gerekli hukuki ve mali altyapıyı oluşturacak bir kanun olarak borçlanma kanununun eksikliği dikkat çekicidir (Özkaban, 1997, s.11).

Mevzuat eksikliği Hazinesinin olduğu kadar dış borçlanmaya giden diğer kamu birimlerinde şikayet konusudur. Hukuksal altyapı eksiklikleri nedeniyle sadece Hazine'nin değil, Merkez Bankasının da kısıtlı olanakları bulunmaktadır. Risk yönetiminin gerektirdiği

maliyetler kadar bunların sahip oldukları içsel riskleri de kapsayabilecek düzenlemelere ihtiyaç bulunmaktadır (Erçel, 1993, s.145).

-Yeni dış borçlanmalar: Hazine'nin dış borçlanma konusunda belirlediği ve daha önceden belirttiğimiz stratejileri çerçevesinde yurt dışı borçlanmalara gitmesi sözkonusudur. Piyasaları çeşitlendirmek ve likit bir yatırımcı tabanı oluşturmak yönündeki çabaları aynı zamanda borçlanmanın döviz kompozisyonunu olumsuz etkilerden uzaklaştırıcı bir tarzda yapılmaya çalışılmaktadır. Bu çerçevede, son dönemlerde Japon yeni cinsinden dış borçlanmayı azaltarak toplam dış borç stoku içindeki payının önemli ölçüde geriletilmesi sözkonusudur. Ayrıca dış borçlanmanın mali koşulları yeni borçlanmalarda sürekli gözden geçirilmekte, gerekirse dış borçlanmadan vazgeçilebilmektedir. 1997 yılında bu türden gelişmeler sözkonusu olmuştur. Böylece dış borçlanmanın mali koşulları açısından negatif gelişmelere yol açabilecek referans koşullarının oluşumu da önlenmeye çalışılmaktadır. Hazine'nin bu konudaki girişimleri özel sektörü ilgilendirmekle beraber, son dönemlerdeki özel sektör dış borçlanmaları yüksek reel maliyetleri sebebiyle negatif dışsallıklara yol açabilmektedir. Özellikle son iki yıldır yurtiçinde hızla artan reel faizlerin yüksek boyutları sebebiyle özel sektör normal üstü spread farklarını kabul ederek dış borçlanmaya gitmek suretiyle kamu kesiminin dış borçlanma maliyetleri için negatif etkili referans mali koşullara neden olabilmektedirler.

5.3.Avrupa Para Birliği, EURO ve Türkiye'nin Dış Borçları

Dünya ekonomisi genelinde altın para standardı sisteminde olduğu gibi tek bir para birimi geçerli olmuş olsaydı bugünkü anlamda bir dış borçlanma ve mali risk sorunlarından bahsetmek büyük ölçüde anlamsız hale gelirdi. Günümüzde bu tür bir oluşumun adımlarının atıldığı görülmektedir. Amerika kıtası bir dolar bölgesi, Uzak Doğu Asya bir yen bölgesi haline gelirken, Avrupa'nın da bir Euro para bölgesi haline geldiği görülmektedir. Sözkonusu üç para biriminin dünya ticareti ve finansal ilişkiler içindeki konumları her geçen gün genişleme eğilimi göstermektedir.

Bu çerçevede Avrupa Para Birliğinin nihai amacı olan tek para birimine geçilmesi yönünde büyük adımların atıldığı görülmektedir. Asıl olarak 1992 tarihli Maastrich anlaşmasıyla şekillenen süreç, Ocak 1999 tarihinden itibaren hayata geçirilmiştir. Bu tarihten

Ocak 2002 tarihine kadar olan dönemde kaydi para olarak kullanılacak olan Euro, Temmuz 2002'den itibaren ise hukuki tek para birimi haline gelecektir.

Para Birliğine katılan 11 Avrupa Birliği ülkesinin para birimlerinin değişim oranları 31 Aralık 1998 tarihinde Euro'ya karşı geri dönülmez bir şekilde sabitlenmiş ve Ocak 1999 tarihinde Euro uygulamasına geçilmiştir. Sabitlenen Euro çevrim oranları Tablo 71'de gösterilmektedir. Bu çevrim oranları, alt para birimlerinin tedavülde kalkacağı Temmuz 2002 tarihine kadar kullanılacaktır.

Tablo 71: Euro Çevrim Oranları

Para Birimi	Oran	Para Birimi	Oran
Alman Markı	1.955830	İtalyan Lireti	1936.27
Belçika Frangı	40.3399	Hollanda Florini	2.20371
Lüksemburg Frangı	40.3399	Avusturya Şilini	13.7603
İspanyol Pezetası	166.386	Portekiz Esküdusu	200.482
Fransız Frangı	6.55957	Fin Markası	5.945730
İrlanda Lirası	0.787564		

Kaynak: Ersönmez ve Diğ., Euro'nun Dış Borç Yönetimine Etkileri, Hazine Müst., Ankara 1999.

Not: Parasal Birliğe katılan ülkelerin para birimleri arasındaki ikili değişim oranları 3 Mayıs 1998 tarihinde sabitlenmiştir.

20. yüzyılın en önemli gelişmelerinden biri olarak nitelenen Para Birliği ve Euro'nun hayata geçirilmesinin kuşkusuz çok yönlü etkileri olacaktır. Bunlar arasında rekabetin artması, şirket birleşmelerinin yaygınlaşması, ticaretin gelişmesi, dolara rakip yeni bir para biriminin oluşması, Birlik üyesi ülkelerde kur risklerinin ortadan kalkması, üye ülkelerin devalüasyon yoluyla rekabetçi güçler kazanmasını engelleyici etkileri gibi birçok kısa orta ve uzun vadeli dinamik etkilerden bahsedilmekle beraber, en önemli etki hiç kuşkusuz ABD'den sonra dünyanın en büyük finansal merkezinin ortaya çıkmasıdır.

Ayrıca, bu finansal piyasanın derin ve likit yapısının finansal hizmetlerdeki rekabeti ve etkinliği artırmasıyla borçlunun maliyetlerinde önemli düşüşler, borçlanma imkanlarında ise ciddi artışların olacağına kesin gözüyle bakılmaktadır. İleriki yıllarda İngiltere ekonomisinin de tek para birliğine katılması durumunda bu etkiler daha yoğun ve önemli hale gelecektir.

Avrupa Birliğinin parasal birliğe ulaştığı nokta ve tek para sisteminin (Euro) birlik içinde çalışmaya başlaması Türkiye ekonomisi ve dış borçları açısından büyük bir önem taşımaktadır. Bu duruma ilişkin bazı dikkat çekici noktalar aşağıda özetlenmektedir (TCMB, 1999, s.18; Ersönmez ve Diğ., 1999, Özbay, 1997);

-Türkiye'nin ihracat gelirlerinin yaklaşık yarısı Euro'ya dahil para birimleri üzerindendir. İhracatın ülkelere göre dağılımı incelendiğinde %36.5'lık bir bölümünün Euro'ya dahil ülkelerden yapılmakta olduğu görülmektedir.

-Yıllık olarak 4-5 milyar dolar civarında olan işçi gelirlerimizin büyük bir çoğunluğu Euro'ya dahil ülkelerden gelmektedir.

-Turizm gelirlerimizin büyük bir çoğunluğu da bu ülkelerdendir. Turistlerin %60'nın Avrupa ülkelerinden geldiği görülmektedir.

-Çeşitli finansal gelirler içerisinde birlik ülkelerinin payı yine yüksek boyutlardadır ve ağırlıklı olarak dolar ve mark gelirleri sözkonusudur.

-Türkiye'nin mevcut dış borç döviz kompozisyonu dış borçların yaklaşık %38'inin Euro cinsinden olduğunu göstermektedir. Sözkonusu oran 1998 yılı sonu itibariyle orta ve uzun vadeli dış borç stoku rakamlarına uyarlandığında, yaklaşık 28.6 milyar dolar tutarında bir rakama ulaşılmaktadır.

-Ülkemizdeki döviz tevdiat hesaplarının yaklaşık %40'ını ve Merkez Bankası döviz rezervlerinin %60'ını sözkonusu ülke para birimleri oluşturmaktadır.

-Para birliğine imza atmış 11 ülkenin en geç Temmuz 2002'den itibaren Euro kullanımına geçmesiyle Türkiye'nin birlik üyesi para birimlerini cinsinden borçları en geç o tarihte Euro'ya çevrilmiş olacaktır. Bu noktada oluşan Euro değeri ve faiz oranlarının Türkiye'nin dış borcunun kompozisyonunu etkilemesi beklenilebilir. Çünkü Euro kullanımı ile birlikte Avrupa Birliği içinde mali piyasalar bütünleştikçe, işlem ve borçlanma maliyetleri düştükçe mali piyasaların derinliği ve likiditesi artacak, Türkiye gibi ülkelerin Avrupa mali piyasalarından daha düşük faizle ve daha kolay borç bulması kolaylaşabilecektir. Bu noktada Türkiye'nin kredibilitesi ve uygulanan risk primleri de etkili olacaktır.

Görüleceği üzere Türkiye ekonomisi açısından Euro'nun ortaya çıkışı ve kullanılmaya başlanması önemli etkileri de beraberinde getirmektedir. Euro ile birlikte Avrupa'da çok daha büyük, şeffaf ve likit bir piyasa ortaya çıkarken kredi maliyetleri ve borçlanma imkanlarımızda da genişleme olabilecektir. Bu gelişme tüm GOÜ'lerin borçlanma stratejilerini ve dış borçlanmalarının döviz kompozisyonunu etkileyebilecek kadar önemlidir. Örneğin, döviz kompozisyonu içinde sadece %8'i Euro para birimini oluşturan ülkeler para birimlerinden dış borçlara sahip olan Latin Amerika ülkeleri ve Karayibler, kısa vadede değilse de orta ve uzun vadede hedging stratejilerini gözden geçirmek durumunda kalacaklardır (Verner, 1999, s.45).

Türkiye ekonomisinde dış borçlar ve yönetimi açısından varlık-yükümlülük yönetimi de bu süreçten etkilenmek durumundadır. Çeşitli Avrupa para birimlerinden borçlanan ülkemiz bunların bir tek para haline gelmesiyle beraber risk yönetimi açısından daha etkin bir yönetim gerçekleştirmede kolaylığa sahip olabilecektir. Yeni durumda dış borçlarımızın döviz kompozisyonu asıl olarak dolar, yen ve euro haline gelmektedir. Ülkemizin döviz gelirlerinin yaklaşık %60'ının dolar cinsinden %40'ının ise Euro cinsinden olması sebebiyle varlık-yükümlülük yönetimi çerçevesinde yükümlülüklerin yapısının bu yapıya dönüştürülmesi kur risklerinden kaçınmak için çok önemlidir. Cari durumda borçlarımızın yaklaşık olarak %45'i dolar, %38'i Euro, %11'i Yen ve %7'si ise diğer dövizlerden oluşmaktadır (Ersönmez ve Diğ., 1999).

Bu durum varlık-yükümlülük yapısındaki cari uyumsuzluğu ve kur risklerini gösterirken, ideal dış borç döviz kompozisyonu benchmark'ının döviz gelirlerine paralel hale getirilmesi gereği dolar ve Euro'dan oluşmasını da bir zorunluluk haline getirmektedir. Bu çerçevede yukarıda ihracat gelirleri baz alınıp belirlenen benchmark kompozisyon tüm döviz gelirlerinin kompozisyonunun çıkarılmasıyla daha net hale gelecek ve ayarlamalar (ince ayar) buna göre yapılabilir.

Dış borç yönetimi ile ilgili çeşitli birimlerin bir araya gelerek belirlemesi gerekli bu yapı bir kez belirlendikten sonra yapılması gerekli şey, kur risklerini minimum hale getirebilmek için risk yönetim teknikleri kullanılarak yükümlülük yapısının değiştirilmesi olacaktır. Bu noktada gerekli ilk operasyonun yen cinsinden yükümlülüklerin Euro veya dolar cinsinden yükümlülüklere dönüştürülmesi olduğu görülmektedir (Bkz. Ersönmez ve Diğ., 1999, Yener, 1997).

İdeal dış borç döviz kompozisyonu bir kez bu şekilde belirlendikten sonra yapılması gerekli diğer bir işlem de yeni dış borçlanmalar ile ilgilidir. Bunun için yeni dış borçlanmaların döviz yapısı belirlenecek benchmark kompozisyonu bozmayacak ve tersine geliştirecek şekilde asıl olarak Euro ve dolar cinsinden yapılmalıdır. Farklı döviz cinslerinden daha uygun mali koşullara sahip borçlanmalara gidilse dahi bunların derhal risk yönetim teknikleri vasıtasıyla belirlenen yapıya dönüştürülmesi gerekmektedir. Bu konuda son dönemlerde gerek Hazine, gerekse TCMB'nin aktif politikalarının oluşmaya başladığı görülmektedir. Hazine bazı dış borçlanmaları Euro cinsinden yapmaya başlamış ve Mayıs 1999'da Euro cinsinden ilk tahvil ihracı gerçekleştirilmiştir.

Avrupa menşeli iki bankaya (Deutsche Bank ve Paribas Bank) yetki vermek suretiyle gerçekleştirilen ihracın miktarı 800 milyon Euro'dur. 5 yıl vadeli ihracın kupon faizi ise sabit olarak %9.5 şeklindedir. Söz konusu oranın kredibilite eksikliği sebebiyle yüksekliği dikkat çekicidir. 4 Ocak 1999 tarihinde belirlenen Euro libor (6 aylık) faiz oranı %3.23'tür. Yurtiçindeki ticari bankaların Euro cinsinden hesap açmaya başladıkları ve yıllık faiz oranını %5-6 aralığında belirlediği (örneğin Ziraat Bankasında %5.75) düşünülürse oranın yüksekliği düşündürücü olmaktadır. Bu durum aynı dönemdeki çeşitli Euro-Euro tahvil ihraçlarının yapılarından da (Bkz. Tablo 72) görülmektedir.

Tablo 72: 1999 Yılı İçinde Euro-Euro Cinsinden Çeşitli Ülkelerin Tahvil İhraçları ve Mali Koşulları

Ülkeler (Rating Dereceleri)	Vade	Miktar	Kupon Faizi
Macaristan (Baa2 / BBB)	5 Yıl	1 Milyar EURO	Değişken Faiz
Arjantin (Ba3 / BB)	5 Yıl	300 Milyon EURO	%9.5
Lübnan (B1 / BB-)	5 Yıl	300 Milyon EURO	%7.25
Hırvatistan (Baa3 / BBB-)	7 Yıl	300 Milyon EURO	%7.375
Türkiye (B1 / B)	5 Yıl	800 Milyon EURO	59.5

Kaynak: Hazine Müsteşarlığı, 24 Şubat 1999 Tarihli Basın Açıklaması.

Merkez Bankası dış borçlanma gerçekleştiren diğer bir kurum olup, daha çok Dresdner projesi çerçevesinde döviz tevdiat hesapları vasıtasıyla bunu yapmaktadır. 1997 yılında hesapları arasına Süper döviz tevdiat hesaplarını ekleyen banka Euro'nun hayata geçirilmesiyle birlikte Euro cinsinden döviz tevdiat hesaplarını da kabul etmeye başlamıştır. Genel olarak pahalı bir dış borçlanma şekli olması sebebiyle eleştirilere konu edilen Merkez Bankasının Dresdner projesi ile dış borçlanmaya gitmesi yeni uygulama ile birlikte devam etmekte fakat, Euro cinsinden kompozisyon değişikliğine gidilmeye çalışıldığı görülmektedir.

Türkiye ekonomisinde dış borçların kur risklerine karşı korunması yönünde atılan adımlar ve benchmark döviz kompozisyonunun belirlenmesi çabaları devam ettirilirken üzerinde önemle durulması gerekli bir diğer risk türü de faiz riskleri olarak karşımıza çıkmaktadır. Dış borçların döviz kompozisyonundan bağımsız bir yapı olarak faiz riskleri stok üzerinde doğrudan etkide bulunmamakla beraber, borç servisleri üzerinde yol açtığı etkiler sebebiyle önemlidir. GOÜ'ler açısından borçlanmanın faiz yapısının sabit veya değişken olarak belirlenmesi genellikle güçtür ve çoğu zaman kreditorlerin belirleyiciliği söz konusudur. Genellikle sabit faiz olarak karşımıza çıkan bu tercih Türkiye ve diğer GOÜ'lerin faiz risklerinden korunmasında bir engel olmakla beraber risk yönetim teknikleri vasıtasıyla ayarlanabilecek bir durumdur.

Bunun için atılması gerekli ilk adım, kur risklerine karşı oluşturulan döviz kompozisyonu benchmark uygulamalarında olduğu gibi, dış borçların faiz yapıları içinde benzer bir optimal yapının belirlenmesidir. Faiz oranı riskleri hakkında bu çalışmanın üçüncü bölümünde gösterildiği üzere çok miktarda çalışma bulunmaktadır. Bununla beraber herhangi bir ülke için en çok tercih edilen “optimal” faiz yapısını belirleme konusunda kesin bir şeyler söyleyebilmek çok zor gözükmemektedir. Risk yönetimi açısından burada önemli olan, borçların faiz yapısının zıt yönlü gelişmelere karşı belirginliği sağlamak için birbirlerini dengeleyecek şekilde ayarlanmasının sağlanmasıdır (Balkind ve diğ., 1990, s.68).

Türkiye ekonomisinde dış borçların faiz yapısı uzun dönemlerden bu yana ağırlıklı olarak sabit faiz şeklinde olmakla beraber, 1990’lı yıllardan itibaren bu yapının değişken faizli borçlanma lehine gelişme gösterdiği bilinmektedir. Sadece özel sektör için değil kamu sektörü dış borçları için de geçerli olan bu durum sebebiyle, dış borçlanmada faiz yapısı için bir optimal sabit-değişken faiz yapısının belirlenmesi ihtiyacı bulunmaktadır. Benchmark olarak belirlenen yapının birbirlerini dengeleyici boyutta olabilmesi için bunların %50-%50 şeklinde belirlenmesi genel bir tercihtir. Yener (1997) tarafından Dünya Bankası kredilerinin yeniden yapılandırılması için faiz oranı seçiminde tavsiye edilen yapı da genel olarak bu şekilde belirlenmiştir.

Değişken faizli dış borçların faiz oranlarında meydana gelecek %1,2 civarındaki bir değişimin dış borç servislerinde yıllık 300-600 milyon dolarlık bir değişmeye yol açabildiği düşünüldüğünde bu tür bir tedbirin isabetli olacağı açıktır. Dolayısıyla dış borç yönetimi ile ilgili birimlerin (özel ve kamu) faiz riskleri ile ilgili çeşitli analizler eşliğinde bir yapı (benchmark faiz kompozisyonu) belirlemesi kaçınılmaz olup, bir kaç kez bu yapı belirlendikten sonra çeşitli risk yönetim teknikleri eşliğinde bu yapıyı korumaya yönelik operasyonel faaliyetler içinde bulunmaları gereği ortaya çıkmaktadır.

Türkiye ekonomisinde gerek özel sektör gerekse kamu sektörünün bu açıdan önemli eksiklikler içerisinde bulundukları görülmektedir. 1990’lı yılların başlarından bu yana uluslararası faiz oranlarının önceki dönemlere kıyasla genellikle düşük seviyelerde seyretmesi bu konudaki ihmalin önemli sebeplerinden bir tanesidir. Güney Doğu Asya ülkeleri dış borç krizinin daha fazla derinleşmemesi için başta ABD olmak üzere gelişmiş ülkelerin faiz oranlarını azaltıcı operasyonları sözkonusu krizin yönetilebilmesinde çok önemli olmuştur 1980’li yıllar dış borç krizi döneminde yaşanan tecrübeler eşliğinde benimsenen bu politika

krizin daha fazla derinleşmesini önleyebilmiştir. Ancak bu politikaların ileriki dönemlerde aynen sürdürülebilirliği konusunda şüpheler de bulunmaktadır. Bu açıdan risk yönetiminin etkin bir şekilde uygulanması, Türkiye'nin ilave dış borç servis sorunlarından uzak kalabilmesi için geleceğin belirsizlikleri sebebiyle giderek önem kazanmaktadır.

6.Türkiye’de Dış Borç Yönetimini Geliştirmeye Yönelik Bir Eylem Planı

Türkiye ekonomisi bağlamında dış borç yönetiminin temel amacı cari dış finansman imkanlarından ülke ekonomisinin maksimum şekilde yararlanabilmesini sağlamak olmalıdır. Dış borçlara ilişkin makro ekonomik yönetim kadar, kurumsal yönetim ve organizasyonu da bu amaç çerçevesinde belirlenmek durumundadır. Dış borçların sürdürülebilir bir tabanda ülke ekonomisine pozitif net kaynak transferi sağlayacak şekilde gelişiminin sağlanması ile var olan borç stokunun dışsal risklerden korunmaya çalışılması gerekmektedir. Dolayısıyla dış borçların pasif yönetiminin geliştirilmesinin yanısıra aktif yönetim şeklinde bir dönüşüme uğratılması ve bu alanlarda var olan sorunların elimine edilmesi gerekmektedir.

Türkiye ekonomisi dış borç yönetimi açısından pasif yönetimin gerektirdiği hemen tüm dönüşümleri gerçekleştirebilmiştir. Dış borçların temini, izlenmesi, istatistiki bültenler hazırlanması, borç servisi sorunlarına neden olmayacak şekilde kontrol edilmesinin organize bir yapı içinde gerçekleştirilmeye çalışıldığı yapılanmaları ve dış borçlar hakkında tam enformasyon sahibi olma yönündeki girişimleri büyük ölçüde yerine getirmektedir. Burada dış borçların ne kadarının kime ait olduğu ve geri ödemeler için ne kadar gerektiğinin belirlenmesi ve buna ilişkin süreçlerin yönetimi sözkonusudur. Dış borç yönetimi ile ilgili temel birimler arasında bir koordinasyonun etkin şekilde sağlanması da bu kapsam içindedir.

Aktif dış borç yönetimi ise, var olan enformasyonu kullanarak gerektiğinde borçların yeniden müzakere edilmesi ve yeniden şekillendirilmesiyle, var olan borç stokunun olumsuz dışsal gelişmelerden (risklerden) en az etkilenmesini sağlayacak aktif politikalar izlenmesini ifade etmektedir. Bu tarz bir yönetim varlık-yükümlülük yönetimi ilkelerinin ön plana çıkarılmasının ve operasyonel hale getirilmesinin hedef alındığı bir yönetimdir. Burada özellikle dış borç stokunun faiz ve kur risklerine karşı mevcut finansal enstrümanlar aracılığıyla korunması esas alınmaktadır.

Türkiye ekonomisi açısından dış borç yönetimini geliştirmek, borç yönetiminin birbirine alternatif veya ikame olarak düşünülemeyecek (tersine tamamlayıcı) bu iki boyutunun tam manasıyla yerine getirilebilmesi sayesinde sözkonusu olabilir. 1990'lı yıllardan itibaren uluslararası kurumların da desteklediği ve teşvik ettiği bir süreçte orta ve üst gelirli GOÜ'ler pasif karakterli dış borç yönetim yapılarını bir dönüşüme uğratma yönünde harekete geçmişlerdir. Türkiye ekonomisi bu sürecin içindeki ülkelerden olup, bir yandan pasif dış borç yönetiminin gerektirdiği tüm dönüşümleri yerine getirmeye çalışırken, diğer yandan da dış borç yönetim yapısına giderek aktif bir karakter kazandırmaya çalışmak zorundadır.

Ancak var olan dış borç stokunun önemli boyutlarda olması, bu yeniden yapılanmayı aşamalı şekilde yapmayı zorunlu kılmaktadır. Bu noktadaki en önemli sorunlardan biri kamu ekonomisinin karşı karşıya bulunduğu mali disiplin sorunlarıdır. Ayrıca, dış borç stokunun sürdürülebilirliğini gösteren rasyo analizlerinin çok borçluluk sınırlarına ulaşmış olması ve özellikle kısa vadeli dış borçların yüksek boyutları dikkat çekmektedir. Dolayısıyla dış borç yönetiminin aşamalı olarak aktif bir karakter sergileyecek hale getirilme çabalarında kamu ekonomisinde mali disiplini sağlayama yönelik tedbirlerin ve özel sektörün aşırı dış borçlanmaya yönelmesine yol açan makro ekonomik politikaların öncelikle gözden geçirilmesi gerekmektedir.

Bu noktadan hareketle, sözkonusu süreci gözleyip politikaları belirleyecek bir dış finansman komitesinin oluşturularak harekete geçirilmesinin yararlı olduğunu belirtebiliriz. Bu tür bir komite sadece kamu kesiminin değil, özel sektör dahil dış borçların tamamını kapsayacak şekilde politikalar oluşturabilmelidir. Dolayısıyla, 1988 yılında oluşturulan dış borçlanma stratejisi tespit grubu ve 1998 yılında oluşturulan dış borç kullanımları izleme komitesi sadece kamu sektörünün dış borçlanmaları ile ilgili olmaları sebebiyle yeterli bir yapıdan yoksundurlar. Borç stokunun yarıya yakın kısmının özel sektör borcu haline geldiği bir dönemde bu eksiklik daha bir belirgin hal almaktadır. 1998 yılında kurulan komitenin görev yapısı yeniden tanımlanarak harekete geçirilmek durumundadır.

Sadece koordinasyon sorunlarını çözmekle sorumlu olmayacak bu birim, aktif dış borç yönetiminin oluşturulması ile gerekli stratejik kararların belirlenmesinde de görev alabilmelidir. Ayrıca, başta kısa vadeli olmak üzere özel sektörün dış borçlanmasında ülke dış borçlanmasını kritik değerlerin üzerine çıkarmasını önleyecek şekilde politikalar da

üretebilmesi gerekir. Bu tür tedbirler, kısa vadeli sermaye hareketleri ile kısa vadeli dış borçların kontrol altında tutulabilmesi için, çeşitli zamanlarda gerekmekte ve zaman zaman sermaye vergileri dahil (KKDF gibi) çeşitli enstrümanları kullanabilmeyi gerektirmektedir.

Bu tür uygulamalar çeşitli ülkelerde tatbik edilmektedir. Örneğin, Şili ve Kolombiya kısa vadeli dış borçlar üzerine vergi uygulamakta, bazı Uzak doğu Asya ülkeleri (Malezya, Endonezya, Filipinler, Tayland gibi) ise yurtiçi bankacılık sistemi vasıtasıyla (açık pozisyonlarla ilgili limitler koyarak) çeşitli türden kontrol uygulamalarına başvurmaktadırlar (1990'lı yılların ortalarından itibaren bu tür kontrolleri büyük ölçüde kaldırmaları yaşanan krizin belirleyicileri arasında sayılmaktadır) (Calvo ve diğ., 1996, s.135).

Bu konuda uluslararası kurumların da benzer politikaları önerdikleri bilinmektedir. Örneğin, Dünya Bankasının 1990 yılına ait Türkiye raporunda bu konuda şöyle denmektedir; “Borç problemleri uygun olan GOÜ’lerin ekonomide liberalizasyon ihtiyacının, dış borçlanma üzerindeki kontrollerin serbestleştirilmesi ile karıştırılmaması gerekmektedir. Bu tür kontrollerin orta ve uzun vadede de kaldırılmaması gerekmektedir. Merkezi otoritelerin dış borçların tam resmini her zaman görebilmeleri ve gerektiğinde müdahale edebilmeleri gereklidir” (Balkind ve diğ., 1990, s.112).

Bu bağlamda Türkiye ekonomisi açısından dış borç yönetiminin geliştirilebilmesi amacı çerçevesinde bir eylem planının ilk adımının, ülkenin dış borçlanma politikası ve stratejilerini formüle edecek, ilgili birimler arası etkin koordinasyonu sağlayacak ve aktif dış borç yönetim için gerekli stratejik kararları verecek bir dış finansman komitesinin hayata geçirilerek etkin bir şekilde faaliyet göstermesi olduğunu söyleyebiliriz. Bu amacı gerçekleştirmek üzere yeni bir komite kurulması yerine 1998 yılında kurulan DBKİK’in görevlerinin ve yaptırım gücünün yeniden tanımlanması pragmatik bir karar olacaktır.

Eylem planının ikinci adımı, dış borç yönetiminin bağımsızlığı ve demokratik hesap verebilirliği sağlanmış bir borç yönetim ofisi çerçevesinde yerine getirilmesinin sağlanması olmalıdır. Bu durum özellikle dış borç yönetimine aktif bir karakter sağlayabilmek için gerekmektedir. Var olan dış borç yönetim yapısı içinde, Hazine borç yönetimi ile görevli asli kurumsal yapı olmakla beraber aynı zamanda ekonomi yönetimi ile ilgili çok sayıda görevi de yüklenmiş durumdadır. Dağınık bir örgütlenmeye neden olan çeşitli görevler Hazinesin borç yönetimi üzerine yeterince odaklanmasına engel olabilmektedir. Hazine Müsteşarlığının

bağımsızlığının zayıflığı ise kendisini sık aralıklarla değişen yönetim yapısı ile göstermektedir.

Ayrıca Hazine yönetimi, finanse etmesi gerekli büyüklük ile ilgili net bilgilerden de çoğu zaman mahrum olacak bir şekilde hareket etmek zorunda kalmakta ve tahmin edilebilir bir borç yönetimini sağlayabilmek yönünde güçlükler çekmektedir. Kuşkusuz bu durum Hazinesin Merkez Bankası kaynaklarına olan bağımlılığını (kısa vadeli avans adı altında) arttırıcı olduğu kadar ekonomik kredibilitateyi temin edebilmesinde güçlüklerle karşılaşmasına neden olmaktadır. Bu çerçevede sağladığı finansmanların risk primleri gereksiz artışlarla karşılaşabilmektedir. Bu durum daha çok mali politikalarda disiplinin giderek zayıflamasına neden olan genişletici mali politikalar uygulamalarında ve seçim dönemlerinde yaygınlık arz etmektedir. Ne büyüklükte ve ne tür açığı finanse edeceği konusunda yeterince enforme edilmemiş bağımsızlığı ile siyasi otoritelere karşı gerektiğinde kararlarında direnebilme gücünden mahrum bir borç yönetiminin bu tür sorunlarla uğraşırken güçlüklerle karşılaşmaması neredeyse imkansızdır.

Önceki bölümde ele alınan çeşitli OECD ülkeleri örneklerinde gösterildiği üzere borç yönetimlerinin bu anlamda gerekli özerkliğe kavuşturulmaları borç yönetiminin başarılı olabilmesinde büyük bir itici güçtür. Borç idarelerinin özerkliği 1990'lı yıllarda bazı batılı ülkelerde gündeme gelmiş ve popülerite kazanmıştır. Borç idareleri açısından özerklik, günlük operasyonların serbestçe yürütülmesi ile risk yönetim stratejisinin finans biliminin ve finansal piyasaların gereklerine uygun olarak serbestçe uygulanması anlamına gelmektedir (Dedeoğlu, 1998, s.82). Dolayısıyla, bağımsızlığı ve demokratik hesap verebilirliği sağlanmış bir borç yönetim ofisi uygulaması borç stokunun dışsal risklerden korunması yönündeki operasyonlar için ön şarttır.

Burada dikkatlerden kaçmaması gereken bir nokta daha vardır. Kimi ülkelerde tamamen bağımsız borç ofisleri kurulurken, kimi ülkeler ise bu ofisi aynı özellikleri korumakla beraber Hazine, Maliye Bakanlığı veya Merkez Bankaları bünyesinde faaliyet göstermektedir. Dolayısıyla esas olan gerekli özerkliğin sağlanmasıdır.

OECD bünyesindeki ülkelerle ilgili çalışmalar, bağımsız borç yönetiminin hayata geçirilmesi için her zaman ve her şartta ayrı bir organizasyona mutlak surette ihtiyaç olmadığını, bu yapılanmanın mevcut borç yönetimlerinin işleyişinin yenilenmesi ve

geliştirilmesi şeklinde de mümkün olabileceğini göstermiştir (Gürsesli, 1995, s.59). Dolayısıyla, Hazinesinin bu yöndeki bur uyum sürecinden ve işleyiş değişikliklerinden geçirilmesi bu amaca hizmet eder bir değişiklik olarak karşımıza çıkmaktadır.

Türkiye ekonomisinde dış borç yönetimini geliştirmeye yönelik bir eylem planının uygulamaya konulabilmesinde ve yukarıda ilk iki unsurun yerine getirilebilmesini teminen atılması gerekli üçüncü adımın bu çerçevede bir borçlanma kanununun çıkarılması olduğu görülmektedir. Söz konusu bu yasal düzenleme, dış borçlanma mevzuatını gerek özel sektör gerekse kamu sektörü açısından bir dağınıklıktan kurtarıırken, aynı zamanda borç yönetim ofisinin özerkliğini sağlayıcı ve operasyonel hale getirici özellikler taşımak durumundadır. Özellikle risk yönetimi açısından bu tam bir zorunluluktur. Zira, risk yönetimi amacıyla kullanılacak enstrümanların kendileri de risk taşıyabildiğinden ve bu riskin devlet tarafından üstlenilmemesinden kaynaklanan sorunlar operasyonelliği ortadan kaldırıcı olmaktadır. Ayrıca bu tür kararlar zamanlama yönünden çok hızlı hareket etmeyi gerekli kılmakta olup, idari prosedürün azaltılması ve ilgili operasyonları yürütecek profesyonel birimin tam yetkiyle donatılması şarttır.

Mevzuat eksikliklerini giderecek şekilde hazırlanacak olan borçlanma kanunu tasarısının oluşturulması da ayrı bir önemliliktedir. Zira, bu tür reform tasarılarının Meclis gündeminde ön sıralara alınması çoğu kez zor olmaktadır. Bu yüzden hazırlanacak tasarının bütçe kanunlarına her yıl eklenen maddelerden ibaret olmayıp, çeşitli ülke örnekleri de gözönünde bulundurularak hazırlanması gerekmektedir. Borç yönetiminin operasyonel ve özerk hale getirilebilmesi, ancak bu şekildeki geniş bir perspektife sahip yasal düzenleme ile elde edilebilecektir.

Türkiye’de dış borç yönetimini geliştirmeye yönelik bir eylem planı uygulamasında dördüncü ve son halka ise risk yönetiminin gerçekleştirilmesi ile ilgilidir. Buna göre, GOÜ’ler ve bu bağlamda Türkiye ekonomisinin risk yönetimi üzeri çeşitli engelleri aşmanın yanı sıra risk analizleri ile ilgili detaylı bir programa sahip olması gerekmektedir. Oysa GOÜ’lerin bu enstrümanları yeterince kullanabilmesi üzerindeki çeşitli engeller varlığını korumaktadır. Kredibilite eksiklikleri, enstrümanların yüksek maliyetleri, kurumsal ve yasal düzenlemedeki yetersizlikler ve uzman personel eksiklikleri olarak ifade edilen (Ayaş, 1993) bu tür engeller aşılmak zorundadır. Bu çerçevede, ülke ekonomisinin makro ekonomik yönetiminde bir

istikrar sağlamanın yanısıra yapılması gerekli diğer adımların şu şekilde olması gerektiği belirtilmektedir (Claessens, 1993, s.63-69);

-Ülke ekonomisinin ve dış borçlanmayla ilişkili kurumların risk analizlerinin yapılması ve riskle karşılaşabilme derecelerinin tespiti,

-Özel ve kamusal alanın tamamında ilgili enstrümanları kullanmaya yönelik yasal ve kurumsal düzenlemelerin yapılması,

-Söz konusu tekniklerin ilgili birimlere gerektiği ölçüde tanıtımının yapılması ve deneyim kazandırılması,

-Kamu kesiminden başlayarak özel sektöre yayacak şekilde pilot uygulamaların başlatılması,

-Bu aşamaların sürekli gözden geçirilmesi, aksaklık ve eksikliklerin düzeltilmesi ile rehberlik hizmetlerinin sağlanması.

Türkiye ekonomisi açısından dış borç yönetiminin gerek pasif yönetim, gerekse aktif yönetim alanında sürekli olarak geliştirilmesi zorunluluğu bulunmaktadır. Ekonominin içinde bulunduğu çeşitli sorunlar nedeniyle aşamalı olarak gerçekleştirilmesi gereken bu sürecin belirlenecek bir eylem planı çerçevesinde yerine getirilmesi gerekmektedir. Yukarıda ülkemiz için gerekli bu tür bir eylem planının sahip olması gerekli bazı özelliklerine dikkat çekilmiştir. Asıl olarak, bir dış finansman komitesi oluşturulması, borç yönetim biriminin özleştirilmesi, kurumsal yapıyı yenileyerek operasyonel hale getirecek mevzuat değişikliklerinin yapılması ile risk yönetimi çerçevesinde bu operasyonelliği sağlayacak önlemlerin alınmasına ilişkin söz konusu öneriler çoğu kez iç içe geçmiş çeşitli uygulamaların hayata geçirilmesini gerektirmektedir.

Kuşkusuz bu tür bir eylem planı farklı şekillerde de söz konusu edilebilir ve öncelikler de farklı bir sıralama şeklinde karşımıza çıkabilir. Bu açıdan, çeşitli ülke uygulamaları ve detay analizler yol gösterici olabilir. Bununla beraber, bu yöndeki atılacak tüm adımların önemli olduğunu ve ülkemizde dış borç yönetiminin geliştirilmesini sağlayacak şekilde yapılması gerektiğini unutmamak lazımdır.

SONUÇ VE ÖNERİLER

Uluslararası finansman ve dış borçlanmalar, GOÜ'lerin ekonomik gelişme sürecinin ayrılmaz bir parçası olduğu kadar, aynı zamanda sebep olabildiği çeşitli sorunlar nedeniyle de kalkınma iktisadının yoğun olarak irdelediği konulardandır. GOÜ'lerin iktisadi gelişmelerinin finansmanındaki mevcut darboğazlar ve bunun hem nedeni, hem de sonucu olarak ortaya çıkan sermaye birikimi yetersizliği karşısında tek alternatif olarak gösterilen uluslararası finansman-GOÜ'ler ilişkisinin pratikte çok karmaşık olduğu görülmektedir.

Raimandos ve Lahiri (1994), tarafından “Hem kalkınma iktisadı, hem de uluslararası iktisat üzerine yapılan çok sayıda araştırma, uluslararası finansmanların, bunlardan yararlanan ülkeler üzerinde potansiyel zarar verici etkilere sahip olabildiğini vurgulamasına rağmen (özellikle yurtiçi sermaye birikimi, tasarruflar ve ekonomik büyüme üzerine) uluslararası finansman alıcısı ülkelerin bunları azaltmak konusunda hiç bir istek ve girişimleri yoktur.” denilerek eleştirilen bu durum, GOÜ'lerin uluslararası finansman konusunda çok yönlü açmazlara sahip olduğunun da bir işaretidir. Lessard (1986), bu gerekçelere bağlı olarak uluslararası finansmanların GOÜ'ler bağlamında iki kenarı keskin bir kılıç gibi işleyebildiğine dikkat çekerken bunun potansiyel olarak büyük bir refah kaynağı haline gelebileceği gibi, etkin kullanılmaması durumlarında potansiyel olarak büyük bir refah azaltıcı etken olarak da işleyebileceğine işaret etmiştir.

Bu çalışmanın ilk bölümü, GOÜ'lerin uluslararası finansman ve dış borçlanmalar konusunda çeşitli dönemlerde çeşitli türden finansal akımlarla karşı karşıya olmasına rağmen, bunların genel olarak yeterince ve istenilir türden sonuçların elde edilmesinde başarılı olamadığına ve sık aralıklarla tekrar eden dış borç krizlerinin GOÜ'lerin ekonomik kalkınması önünde engelleyici olabildiğini ortaya koymuştur.

Bu açıdan en öğretici dönem 1970 ve 1980'li yıllar olarak karşımıza çıkmaktadır. Özellikle 1980'li yıllar, çoğu GOÜ'de net negatif kaynak transferi süreçlerine yol açması ve bu sebeple de dünya dış borç krizi yılları olarak isimlendirilmesiyle dikkatleri üzerine çekmiştir. Uluslararası kurumların GOÜ'lere yönelik finansal akışları temel belirleyici kurumlar olması sebebiyle yoğun eleştirilere muhatap olmalarına yol açan gelişmeler sözkonusu kurumları da konu üzerinde yoğun araştırmalar yapmaya itmiştir. Özellikle 1990'lı

yıllarda, orta ve üst gelire sahip GOÜ'lere yönelik uluslararası finansmanlardaki hızlı genişleme döneminin 1997 yılında Uzak Doğu Asya ülkeleri dış borç krizine ve bu bağlamda bir ölçüde global finansal krize neden olması nedeniyle konuya verilen önem üst noktaya ulaşmıştır.

Bu bağlamda, GOÜ'ler-uluslararası finansman ilişkisi üzerine en çarpıcı araştırmalardan bir tanesi Dünya Bankası uzmanlarından Dollar ve Prichet (1998) tarafından yapılmıştır. Uluslararası finansmanın daha çok dış yardım şeklindeki türlerinin etkilerinin değerlendirildiği (bununla beraber diğer finansman türleri içinde yol gösterici olabilen) araştırmada, İkinci Dünya Savaşı sonrası dış yardım GOÜ'ler ilişkisinin sonuçlarının çoğu kez belirsiz, değişken ve yanlış kullanımlar neticesinde etkin olmaktan uzak kaldığına ve bazı zaman ve ülkelerde ise tersine etkin olabildiğine dikkat çekilmiştir.

Bu sonuçları yaratan temel olgu ise, yazarların bulgularına göre yardım alan GOÜ'lerde izlenen yanlış politikalar ve etkinlik sorunudur. Buna göre, dış yardımların GOÜ'lerin ekonomik gelişmesine katkı yapabilmesini sağlayan bazı unsurlar şunlardır;

- Finansal yardımların uygun bir makro ekonomik çerçeve içerisinde çalışabilir olması,
- GOÜ'lerdeki ekonomik kurum ve politikalarının geliştirilmesinin fakirliğin azaltılabilmesinde anahtar öneme sahip olması,
- Dış yardımların etkin olmasının özel yatırımları tamamlayıcı olması,
- Aktif bir yapıdaki sivil toplumun kamu hizmetlerini geliştirici olması ve
- Dış yardımların sadece finansmanı değil, aynı zamanda bilgiyi de içeren bir paket olması sebebiyle, hizmetlerin etkin olarak yerine getirilebilmesinde kurumların ve politikaların güçlendirilmesini gerektirdiğidir.

Yazarlar, bu çerçeveye bağlı olarak dış yardımların başarıya ulaşabilmesi için çeşitli reform önerileri getirmekte olup, bunlar aşağıda sıralanmıştır.

- Finansal yardımlar orta gelirli GOÜ'lerden ziyade başarılı bir ekonomik yönetim sergileyebilen düşük gelirli GOÜ'leri hedef almalıdır.
- Politika tabanlı dış finansal yardımlar, politik reformlar yapabilecek kredibiliteye ve yurtiçi politik desteğe sahip hükümetlere sağlanmalıdır.

-Finansal yardım faaliyetleri ülke ve sektör şartlarına bağlı olarak belirlenmelidir. Yönetim ve kurumsal yapıların zayıf olduğu şartlarda bile finansal yardımlar belirli sektörlerle (sağlık ve eğitim gibi) arttırılabilmelidir.

-Kalkınmaya yönelik dış yardım sağlanacak projelerin bilgi ve üretim kapasitesini arttırıcı, aktarıcı alanlarda odaklanması sağlanmalıdır.

-Dış finansman sağlayan yardım ajansları geleneksel metodların başarısız olduğu büyük ölçüde bozulmuş ekonomik yapıya sahip ülke örneklerinde dahi yardımcı olabilecek alternatif yaklaşımlar bulmak ihtiyacındadırlar.

Uluslararası finansman, GOÜ'ler bağlamında sahip olduğu çeşitlilik ve nitelik farklılıkları açısından kendi aralarında ikame yetenekleri dar, tamamlayıcılık özellikleri ise geniş olan çeşitli enstrümanlara sahiptir. Bu enstrümanlardan en önemlisi hiç kuşkusuz dış borçlanmalar şeklindedir. Klein (1994)'e göre, GOÜ'lerin uluslararası finansmanlar içerisinde dış borçların payı %76 civarındadır. Bu oran sabit olmayıp, çeşitli ülkelerde ve çeşitli dönemlerde değişebilmekle beraber, genellikle çok yüksek seviyelerde varlığını korumakta ve doğal olarak bu ekonomilerde çeşitli düzeylerde dış borç stoklarının doğmasına ve artmasına neden olmaktadır. Nitekim, 1970'li yılların başlarında ihmal edilebilecek kadar düşük olan GOÜ'ler dış borç stokları toplamı (70 milyar \$ civarı), 1980 yılında 572, 1990 yılında 1.345, 1992 yılında 1,635 ve 1997 yılı itibari ile de 2.316 milyar dolara kadar yükselmiştir.

GOÜ'lerin artan dış borç stokları ve bunun neden olduğu borç krizleri dış borç yönetim olgusunu gündeme getirmiş ve bu alanda GOÜ'lerin bilinçli çabalar içine girmelerini zorunlu hale getirmiştir. Bu zorunluluğa karşın GOÜ'ler, 1980'li yılların ortalarına kadar bu yönde ciddi çabalar göstermekten uzak kalmışlardır. Gelişmiş ülkeler ve uluslararası kurumların bir ölçüde bu boşluğu doldurmak gayesiyle kurdukları ve aralarında Türkiye'nin de bulunduğu bir çok GOÜ'ye yönelik yardım konsorsiyumları uygulamaları ise bu anlamda yeterli çabalar olmaktan uzak kalmıştır.

GOÜ'lerde dış borç yönetiminin oluşturulması ve bu konunun hak ettiği öneme kavuşması 1980'li yıllar dış borç krizinin başlamasından sonra olabilmıştır. Yaşanan dış borç krizi çoğu GOÜ'de en basit borç yönetim ilkelerinin dahi işlerlikten uzak olduğunu gösterirken, bu ülkelerde dış borç yönetiminin kurumsal, organizasyonel ve fonksiyonel yapısını ön plana çıkararak geliştirilmesi arayışlarında yoğunlaşmaya neden olmuştur. Hiç kuşkusuz bu süreçte başta IMF ve IMF-World Bank grubu olmak üzere uluslararası mali

kurumlarının verdikleri yoğun destekler GOÜ'lerin dış borç yönetim pratiklerini geliştirme arayışlarına yol gösterici olmuştur.

Dış borç yönetimi, dış borçlara ilişkin kamu otoritelerince yerine getirilen geniş bir faaliyetler topluluğunun sınırları tam olarak kestirilemeyen ve belirtilemeyen şeklidir. Dış borç yönetimi kavramı, dış kredilerin etkin ve rasyonel bir biçimde elde edilmesi, kullanılması ve geri ödenmesini içeren planlı ve ihtiyatlı bir çabalar bütünü olup (Raheem, 1994, s.225), dış yükümlülüklerin organize edilmesinin teknik ve kurumsal yanlarını düşündürürken (Husein, 1990, s.9), veri toplanması, borç servisi ödemeleri tahmini, dış borcun düzeyi ve bileşiminin kontrolü, özel ve kamu dış borçlanmalarının izlenmesi ve kontrol edilmesi gibi çeşitli yönetsel faaliyetleri ifade etmektedir (Öktem, 1985, s.23). Dolayısıyla dış borç yönetimi bir yandan makro ekonomik yönetimin, diğer yandan da kurumsal yönetimin bir fonksiyonu olarak karşımıza çıkmaktadır.

Dış borç yönetiminin temel amaçlarından birisinin dış borç profilinin vade yapısını geliştirmek ve borç servis kapasitesinin sürdürülebilirliğini sağlamaktır. GOÜ'ler bağlamında makro ekonomik problemlere neden olmaksızın ve ödemeler dengesinde istikrarlı bir çizgiyi koruyacak şekilde uluslararası finansmanın potansiyel yararlarına kavuşabilmek arzusu da dış borç yönetiminin amaçları arasındadır. Bu amaçlar çerçevesinde dış borç yönetimi, negatif net transferleri elimine etmeyi ve azaltmayı, kritik borçluluk göstergelerinin aşırı artma göstermesini engellemeyi, borç servisi yükünün sürdürülebilirliğini sağlamayı ve ülke ekonomik gelişmesine maksimum katkı yapmayı hedefler. Bu hedeflere ulaşabilmek bir yandan makro ekonomik yönetim, diğer taraftan da kurumsal yönetimin etkin olarak elde edilebilmesi ile mümkün olabilmektedir.

Dış borç yönetiminin etkin olarak yerine getirilebilmesi için evrensel kabul görmüş bir modelden söz etme imkanı bulunmamaktadır. Her ülke kendi tarihsel birikimleri ve şartlarının oluşturduğu bir yapı dahilinde dış borç yönetimini yerine getirmeye çalışmaktadır. Evrensel kabul görmüş bir modelin yokluğuna karşın etkin bir yönetim için ortaya konmuş bazı temel ilkeler tespit edilmiştir. Bu ilkeler, asıl itibariyle dış borç yönetiminin temel fonksiyonlarını (politika, düzenleme, istatistiksel analiz, muhasebe gibi) yerine getirmek ve bunları yerine getirecek çeşitli birimlerin koordinasyonunun sağlanması ile ilgilidir. Ayrıca, dış borçların gerek özel gerekse kamusal olsun tamamının tüm boyutlarıyla izlenmesi ve kompüterize hale

getirilmesi, servis kapasitesine ilişkin standart analizlere tabi tutulması temel ilkeler olarak kabul edilmiştir.

Bu ilkeler 1980'li yıllarda GOÜ'ler dış borç yönetim yapılarının meydana getirilebilmesi ve geliştirilebilmesinde dikkate alınan temel unsurlar olarak karşımıza çıkmaktadır. Çoğu GOÜ, bu şekildeki bir dış borç yönetimini elde edebilmek amacıyla uluslararası mali kurumların talep ve destekleri çerçevesinde gerekli kurumsal ve organizasyonel değişiklikleri yerine getirme yönünde önemli adımlar atmayı sürdürmektedir. Borç yönetiminin pasif yapısının kurulmasına yönelik bu tedbirler, özellikle orta ve üst gelire sahip GOÜ'lerde belirgin bir mesafe katetmekle beraber ülke örneklerinin incelenmesinden de görüldüğü üzere bu alandaki çabalar halen desteklenmeye muhtaçtır.

Dış borçların temini, izlenmesi, istatistiki bültenler hazırlanması, borç servisi sorunlarına neden olmayacak şekilde kontrol edilmesinin organize bir yapı içinde gerçekleştirilmeye çalışıldığı dış borç yönetimi dış borçlar hakkında tam enformasyon sahibi olmayı ifade eder. Burada dış borçların ne kadarının kime ait olduğu ve geri ödemeler için ne kadar gerektiğinin belirlenmesi ve buna ilişkin süreçlerin yönetimi anlaşılmaktadır.

Bu durumu destekleyecek diğer bir uygulama şekli ise, borç yönetimi ile ilgili birimler arası koordinasyonu temin edecek ve ülkenin dış borçlanmalar ile ilgili temel politikalarını belirleyecek olan dış finansman komitelerinin kurulması olarak karşımıza çıkmaktadır. Çeşitli GOÜ'ler farklı isimler altında faaliyet gösteren bu tür komitelere sahip durumdadır. Komitenin üyeleri ise genellikle dış borç yönetimi ile ilgili çeşitli birimlerin (genellikle Planlama Teşkilatı, Merkez Bankası ve Hazine olmak üzere) tepe yöneticileri olmaktadır.

GOÜ'ler dış borç yönetiminde karşı karşıya kalınan temel sorunlar, sadece kurumsal ve organizasyonel yapı ile sınırlı değildir. Konunun çok önemli bir diğer boyutu ise var olan dış borç stoklarının çeşitli türden mali riskler karşısında etkin bir şekilde yönetilebilmesidir. Döviz kurları, faiz oranları, tarımsal ve metalurjik ürünler fiyatlarında görülen ve giderek artış eğilimi gösteren dalgalanmalar (volatile) ile bunların neden olabildiği sorunlar, dış borç yönetimine yeni boyutlar kazandırılmasını zorunlu hale getirmiştir. Bununla sözkonusu edilen şey risk yönetimi olup, dış borçların pasif yönetiminin yanısıra aktif bir yönetime kavuşturulabilmesini gerektirmektedir. Risk yönetimi konusunda geçmişte bazı arayışlar ve

uygulamalar var olmakla beraber (geleneksel risk yönetim teknikleri) bu uygulamalar çoğu kez yetersiz ve istenildiği zamanlarda istenilir ölçülerde sonuç vermemekteydi.

Bu sorunu aşabilmek amacıyla son dönemlerde GOÜ'lere tavsiye edilen yöntem, aktif dış borç yönetimi ve bu çerçevede modern risk yönetim tekniklerinin dış borç yönetimine uygulanması olarak karşımıza çıkmaktadır. Aktif dış borç yönetimi, var olan enformasyonu kullanmak suretiyle borçların gerektiğinde yeniden müzakere edilmesi ve yeniden şekillendirilmesiyle, dış borç stokunun olumsuz gelişmelerden en az etkilenmesini sağlayacak aktif politikaları ifade eder. Bu tarz bir yönetim, tıpkı bireysel firmalar veya çok uluslu şirketler gibi borç stoklarının dışsal risklerden korunmasını ve maliyet azaltıcı önlemler alınması tarzındaki varlık-yükümlülük yönetimi (Asset-Liability Management) ilkelerinin ön plana çıkarılmasının hedef alındığı bir yönetimdir. Başka bir deyişle modern risk yönetim tekniklerinin dış borç yönetimine uygulanması arayışıdır. Çeşitli türden finansal riskleri önemli kaynaklar kullanılmaksızın kontrol edebilme imkanı veren bu teknikler ve bunların dış borç yönetiminde uygulanabilmesine ilişkin bilgiler çalışmanın üçüncü bölümünde anlatılmıştır.

Aktif dış borç yönetimi, pasif yönetim ile ilgili uygulamaları reddeder bir yapıda olmayıp bunun geliştirilmesini ve güçlendirilmesini öngörmektedir. Çalışmanın ikinci bölümünde incelediğimiz ülke örneklerinin de ortaya koyduğu üzere GOÜ'lerin büyük bir çoğunluğu açısından bu şekildeki bir borç yönetiminden genel olarak söz etme imkanı bulunmamaktadır. Bu yöndeki bilinçli çabaların hemen hiç bir GOÜ'de olmaması konunun önemini daha da arttırmaktadır. Zira, sözkonusu riskler oldukça önemli miktarlara ulaşmış durumdadır. Örneğin, sadece çapraz kur değişmelerinden kaynaklanan kur risklerinin GOÜ'ler dış borç stoklarına neden olduğu nominal artış miktarı Dünya Bankası verilerine göre 1981-1987 döneminde 68.4, 1989-1995 döneminde ise 92.6 milyar dolardır. Döviz gelirleri ve giderlerinin paralelliğinin olmadığı şartlarda sözkonusu nominal artışlar borç servis dönemlerinde reel hale gelebilmekte ve GOÜ'lerin dış borç sorunlarının beklenmedik bir şekilde artışlar göstermesine neden olmaktadır.

Döviz kuru riskleri esas itibariyle GOÜ'ler için sözkonusudur. Gelişmiş ülkeler özel sektör uluslararası finansmanları bir yana bırakılırsa, kamu sektörünün dış borçlanmadan genel olarak kaçınması sözkonusudur. Sahip oldukları derin ve likit piyasalar, gelişmiş ülkelerdeki kamu yönetimlerinin dış borçlanmaya gitmesine ihtiyaç bırakmamakta, bu

birimler asıl olarak kendi para birimleri cinsinden ve çoğunlukla da yurtiçi piyasalar aracılığıyla finansman açıklarını kapatabilmektedir. Bir çok gelişmiş ülkede kamu sektörünün borç stoku içindeki dış borçların payının sıfır veya sıfıra yakınlığı bu açıdan dikkate değerdir (Cassard ve Landau, 1997b, sb.42). Bu sebeptendir ki, gelişmiş ekonomilerde risk yönetim teknikleri asıl itibariyle özel sektör tarafından kullanılmaktadır denilebilir.

GOÜ'ler ise bu açıdan borçlanacakları para birimlerinin seçimi konusunda dahi genellikle tercih hakkına sahip değildirler. Bu sebeple kur riskleri asıl olarak GOÜ'ler dış borçlanmaları için sözkonusudur. Uluslararası mali kurumlar bu durumu gözönüne alarak 1990'lı yılların başlarından itibaren GOÜ'lere dış borç yönetim pratiklerini bu yönde bir yeniden yapılandırma için yoğun bir telkin ve tavsiyeye konu etmişlerdir.

Belirtilen riskler sadece kur riskleri ile sınırlı değildir. Faiz oranı riskleri ile tarımsal ve metalurjik ürün fiyatları riskleri de GOÜ'ler dış borç yönetimi için önemli sorunlara sebep olması nedeniyle risk yönetim araçlarını dış borç yönetimine uygulamaya zorlamaktadır. Faiz oranlarındaki dalgalanmaların risk boyutu GOÜ'lerin sahip oldukları borç senetlerinin önemli bir miktarının dalgalı faiz cinsinden olması nedeni ile ortaya çıkmaktadır. 1990 yılı itibari ile yapılan bir araştırmanın sonuçlarına göre faiz oranlarındaki %1'lik bir artışın GOÜ'ler için getireceği yıllık ilave yük 6 milyar dolar civarındadır. Bu rakam aynı yıl GOÜ'lere yönelik toplam kaynak akışlarının da %10'na denk gelmektedir (Claessens, 1993, s.7).

Kuşkusuz bu değerler ve riskler günümüzde daha ciddi boyutlarda olup, GOÜ'lere yönelik uluslararası finansmanın ticarileşmesine paralel olarak hızlı bir artış göstermeye devam etmektedir. Bu açıdan Güneydoğu Asya Ülkeleri dış borç krizinde uluslararası kuruluşlar ve gelişmiş ülkelerin ortak çabalar içine girerek faiz oranlarında artışları engelleme ve hatta azaltma girişimleri önemli olmuş ve krizin boyutlarının daha fazla büyümemesinde etkili olmuştur. Aksi durumun, global finansal krizin etkilerini ürkütücü boyutlara rahatlıkla taşıyabilecek bir potansiyele sahip olması bu açıdan kayda değerdir.

GOÜ'lerin dış borç yönetimi ile ilgili olarak pasif yönetimin çeşitli unsurlarını dahi yeterince yerine getirmede önemli açmazlar yaşadıkları bir dönemde aktif dış borç yönetimine geçme zorunluluğu artık kaçınılmaz hale gelmiştir. Karşılaşılan risklerin yüksek boyutları çoğu kez bıçak sırtı ekonomik dengeler üzerinde hareket eden GOÜ'leri ciddi biçimde tehdit etmekte ve öngörülebilir aktif bir dış borç yönetimi kurulmasını gerektirmektedir. Bu konuyla

ilgili olarak çeşitli OECD ülkeleri uygulamaları dikkatleri üzerlerinde toplamaya başlamış ve örnek modeller olarak uluslararası kurumlar tarafından lanse edilmeye başlanmıştır.

Bu çalışmanın üçüncü bölümünde çeşitli ülke örnekleri çerçevesinde ele alınan modelin özü, bağımsız, demokratik hesap verebilirliği olan borç yönetim ofislerinin kurularak profesyonel bir şekilde ve finans biliminin gerekleri doğrultusunda yönetilmesinin sağlanmasıdır. Özellikle, hedging operasyonlarının gerektiği şekilde yapılabilmesi için bu tür bir yapılanma kaçınılmaz olarak gerekli görülmektedir. Ayrıca, sözkonusu modelin diğer bazı dışsal faydalar da sağlayabileceği savunulmuştur. Bu çerçevede 1990'lı yıllarda çeşitli OECD ülkelerinin bu anlamda dış borç yönetiminde giriştikleri reformların ortaya koyduğu bazı temel dersler şunlardır (Cassard ve Landau, 1997b, s.11);

-Para politikalarından bağımsız ayrı bir borç yönetim politikasına gitmek Merkez Bankalarının asli işlevlerine dönmelerine ve bu bağlamda asli fonksiyonları olmaması gereken borç/yükümlülük yönetimi gibi politikaları Maliye Bakanlığı veya Hazine yönetimlerine terk etmeleri ile daha kolay hale gelmektedir.

-Yükümlülük yönetim politikalarının politik müdahalelerden uzak, şeffaf ve görevleri çerçevesinde hesaba çekilebilirliğini garanti altına alacak bir yapıya kavuşturulması etkin bir borç yönetiminin oluşturulmasına yardımcı olmaktadır.

-Borç yönetiminin modern risk yönetim tekniklerinin gerektirdiği tüm enformasyon ve tecrübeye sahip portföy yöneticilerine emanet edilmesi ile bunların performanslarının ilgili bakanlık tarafından belirlenecek çeşitli kriterlerle sürekli ölçümünün yapılması borç yönetiminde etkinliği arttırmaktadır.

-Bu görevi yerine getirecek yüksek kalifikasyon sahibi bir ekibin kurulması, gerekli ücret, kaynak ve altyapının sağlanması başarı için belirleyici olmaktadır.

Bağımsız, demokratik hesap verebilirliği olan borç yönetim ofisleri modeli aktif dış borç yönetim için geliştirilmiş yeni bir kurumsal yapılanmayı ortaya koymaktadır. Ancak bu durum, sözkonusu birimlerin tamamen kendi hallerine bırakılması anlamına gelmemekte ve önceden belirlenmiş kriterler (benchmark'lar) çerçevesinde hareket etmelerini öngörmektedir. Bu kriterler genellikle Maliye Bakanlığı veya dış finansman komiteleri tarafından belirlenecek olan, makro ekonomik ve kurumsal kısıtları, ekonomi yönetiminin belirleyeceği risk tercihleri ve amaçları üzerinden belirlenmektedir. Dolayısıyla borç yönetim birimlerinin yetki çerçevesi daha önceden belirlenmiş ve sınırları da çizilmiş olmaktadır. Sözkonusu

kurumların performans değerlendirmesi de daha çok bu yapılar üzerine inşa edilmektedir. Yasal ve kurumsal yapılanmalarda önemli değişiklikler gerektiren bu modeller İsveç, İrlanda, Yeni Zelanda, Kolombiya, Macaristan, Avusturalya ve Danimarka'da hayata geçirilmiş durumdadır.

Diğer bir çok OECD üyesi ülke ise, aktif dış borç yönetimini gerçekleştirmek üzere başlı başına bağımsız borç yönetim ofisleri kurmamakla beraber bunları Hazine, Merkez Bankası ve/veya Maliye Bakanlığı bünyelerinde hayata geçirmiş durumdadır. Bu konudaki çeşitli örnekler ve uygulamaların detayı çalışmanın üçüncü bölümünde gösterilmiştir. Burada esas olan borç yönetimi için gerekli özerkliğin ve bağımsızlığın sağlanmasıdır. OECD bünyesindeki ülkelerle ilgili çalışmalar sözkonusu modelin hayata geçirilmesinde her zaman ve her şartta ayrı bir organizasyona mutlak surette ihtiyaç olmadığını, bu yapılanmanın mevcut borç yönetimlerinin işleyişinin yenilenmesi ve geliştirilmesi şeklinde de mümkün olabileceğini göstermiştir (Gürsesli, 1995, s.59).

GOÜ'ler dış borç yönetim yapılanmasının güçlendirilmesi ve aktif hale getirilmesini gerektiren gelişmeler ile bu yönde bilinçli adımlar atmak suretiyle bunu uygulamayı başaran çeşitli ülke örnekleri uluslararası kurumları harekete geçirmiş durumdadır. Sözkonusu kurumlar son yıllarda GOÜ'ler dış borç yönetimi pratiklerini geliştirecek benzeri uygulamaları ve kurumsal gelişmeleri GOÜ'lerden talep etmektedir. Uluslararası kurumların son dönemlerde GOÜ'ler makro ekonomik yönetim ve kurumsal yönetimleri için desteklerini arttırmalarının boyutlarından bir tanesi de bu konudur.

Öte yandan, GOÜ'ler dış borç yönetimlerinin aktif bir yapıya kavuşturulabilmesinde önemli sorunların varlığı da gözlerden kaçmamaktadır. Bir yandan pasif dış borç yönetimi ile ilgili çeşitli açılardan sorunlar yaşayan (izleme ve kontrol gibi) bu ekonomiler, diğer yandan da aktif dış borç yönetimi ile ilgili sınırlı girişimler içinde bulunmaktadırlar. Borç stoklarını çeşitli türden finansal risklerden korumak amacıyla bazı GOÜ'lerin son yıllarda swap ve forward anlaşmaları yapma yoluna gittikleri görülmektedir. Bu operasyonlar gerekli ve yararlı olmakla beraber, genellikle istenilir düzeyde ve yoğunlukta değildir. Sözkonusu bu eksikliğin ardındaki temel sebeplerden bazıları şunlardır (Claessens, 1993, s.59); GOÜ'lerin kredi değerlilik sorunları, risk primleri, devletler tarafından uygulanan politika engelleri ve müdahaleleri, teknik bilgi eksiklikleri, risk yönetiminin detaylarından haberdar olamama sorunları ile temel ve teknik engeller sorunlarıdır.

GOÜ'lerin dış borç yönetimlerini gerek pasif yönetim, gerekse aktif yönetim boyutlarıyla geliştirilmeleri kaçınılmaz bir durumdur. GOÜ'lerin tamamı için geçerli olan bu durum aktif yönetim bağlamında özellikle orta ve üst gelirli GOÜ'ler için büyük önem taşımaktadır. Bu ekonomilerin çeşitli türden yapısal darboğazları da vardır. Dolayısıyla sözkonusu ülkelerin bu amaçlara ulaşabilmek, etkin ve aktif bir dış borç yönetimini gerçekleştirebilmek üzere, yukarıdaki unsurları gözönüne alan bir eylem planı hazırlayarak aşamalı bir strateji dahilinde uygulamaya koymalarının gerekli olduğu görülmektedir. Hiç kuşkusuz, bu tür bir eylem planının en önemli adımlarını, ekonominin risk analizlerinin yapılması ile bu konuda sorumlu birimlere mobilite kazandıracak olan yasal ve kurumsal düzenlemelerin gerçekleştirilmesi oluşturmaktadır.

Türkiye ekonomisi, ekonomik gelişme sürecini uluslararası finansmanlarla desteklemek zorundadır. Sermaye birikimindeki yetersizlik ülke ekonomisinin her dönemdeki temel sorunları arasındadır. Bununla beraber, Türkiye ekonomisinin uluslararası finansmanlar ve bu bağlamda dış borçlanma ile olan ilişkileri uzun dönemler boyunca sınırlı gelişmeler gösteren bir karakter sergilemiştir. İzlenen gelişme stratejilerinin belirleyiciliğinde gelişen bu yapı 1980 dönüşümü ile birlikte radikal bir değişikliğe uğramış, 1989 yılında gerçekleştirilen sermaye hareketlerine tam mobilite imkanı veren düzenlemeler ile önemli gelişmeler kendini göstermiştir. Her türden uluslararası finansman hareketinde ortaya çıkan dinamizm asıl olarak dış borçlanma konusunda kendisini göstermiştir. Türkiye ekonomisinde dış borçlanmalar, 1970'li yılların ikinci yarısından itibaren önemli bir finansman kalemi haline gelmiştir.

Ekonomik gelişme sürecinde net pozitif kaynak transferine yol açacak şekilde geliştirilmeye çalışılan dış borçlanmalar stok olarak önemli miktarlara ulaşmıştır. 1973 yılında sadece 3.1 milyar dolar olan Türkiye'nin dış borç stoku, 1980 yılında 15.2, 1985 yılında 25.6, 1991 50.5 ve 1998 yılı itibariyle de 102.6 milyar dolara ulaşmış durumdadır. Türkiye ekonomisi açısından dış borçlanmalar 1990'lı yıllara dek asıl olarak kamu sektörünün kullanımında iken, bu tarihten itibaren özel sektörün payı hızlı artmış ve günümüzde dış borç stokunun yaklaşık olarak %50'sinin sahibi özel sektör haline gelmiştir.

Türkiye ekonomisinde iç tasarruf ve yatırım seviyesini belirleyen makro ekonomik politikalar aynı zamanda ekonominin uluslararası finansman ve dış borçlanma ihtiyacını da belirlemektedir. Ülkemizde izlenen politikalar ve hızlı ekonomik büyüme arayışları sözkonusu süreci belirleyen temel unsurlardır. Ekonominin yurtiçi kaynakların ötesinde

kaynak kullanımını gerektiren bir büyüme rayına oturtulması ve bu yöndeki bilinçli çabalar dış finansman ihtiyaçlarını arttırmaktadır. Borçluluk doğurmayan sermaye akımlarının yetersizliği sebebiyle dış borçlanmalar kaçınılmaz olarak hızlı artış göstermektedir. Ödemeler dengesi finansman açıklarının kapatılması ve var olan dış borç stoklarının döndürülebilmesi (refinansmanı) amaçlı dış borçlanmalar ve son dönemlerde ön plana çıkan iç ve dış piyasalar arası finansman maliyetlerindeki farklılıkların neden olduğu (özellikle özel sektörün) dış borçlanmalarda bu süreci beslemektedir. Bir taraftan önceki dönemlerde ortaya çıkan dış borç stoklarının borç servislerini yerine getirme çabaları diğer taraftan ise ekonominin net pozitif kaynak transferi sürecini aksamaksızın devam ettirebilme çabaları dış borç stoklarında kaçınılmaz artışları doğuran önemli bir olgudur.

Bu süreç 1980'li yıllar boyunca kamu sektörünün hızla dış borçlanmaya gitmesi ile elde edilebilmiştir. 1980'li yılların sonlarından itibaren tıkanmaya başlayan bu süreç kamu sektörünün dış borçlanmaya sınırlama getirmesine yol açmış ve kamu sektörünün 1980'li yıllarda izlediği politikalar 1990'lı yıllarda bu kez özel sektör tarafından sağlanmaya başlanmıştır. Böylece net pozitif kaynak transferi süreci 1990'lı yılların büyük bir çoğunluğunda da devam ettirilebilirken ekonominin büyüme oranları da yüksek seviyeleri muhafaza edebilmiştir. 1990'lı yılların uluslararası finansman açısından genel konjonktürü de bu sürecin en önemli destekleyicileri olmuştur.

1990'lı yıllarda yaygın bir siyasi yapı olarak ortaya çıkan koalisyon hükümetleri ve bunların izledikleri genişleyici makro ekonomik politikalar çerçevesinde kamu harcamalarının hızlı bir biçimde artması sözkonusudur. Bu bağlamda kamu kesimi finansman açıkları büyük ölçüde artmıştır. 1993 yılında en yüksek seviyesine çıkan KKBG 1994 ve 1995 yıllarında gerilemeler gösterirken ileriki yıllarda yeniden yükselme göstermiştir. Ayrıca bu dönemde kamu kesimi finansman açıkları yapısal bir değişikliğe uğramıştır. Buna göre konsolide bütçe finansman açıkları sebebi ile oluşan borçlanma ihtiyacının toplam borçlanma gereği içindeki payı 1990 yılında %40.6 iken, 1995 yılında %77.5'e, 1996 ve sonraki yıllarda ise %90'ların üzerine yükselme göstermiştir.

1990'lı yıllarda benimsenen ve yukarıda değinilen politikalar neticesinde kamu kesimi finansman dengesinin giderek bozulması ve kamu kesiminin yatırımlardan ziyade tüketimden kaynaklanan mali disiplin bozulmaları dış denge üzerinde de bozucu etkiler yaparak yukarıda değinilen sürece (dış borç artışları) katkılar yapmıştır. Bu durum kamunun diğer kesimlerinde

de benzer boyutlarda yaşanmakta iken ayrıca, özel sektörün dışlanmasına yol açarak dış borçlanmaya yönelmesine neden olmuştur. Gerek kamu kesiminin gerekse özel kesimin dış borçlanmaları da bu süreçte önemli bir yapısal değişikliğe uğramış olup, orta-uzun vadeli resmi imtiyazlı borçlanmalar yerlerini kısa-orta vadeli ticari finansmanlara bırakmıştır.

Kamu kesiminin 1990'lı yıllarda izlediği genişleyici programlar ve 1993 ve 1996 yıllarında olduğu üzere bazı dönemlerde iç borçlanmada yaşanan sorunları azaltmak amacıyla iç borçları dış borçlara dönüştürme denemeleri de dış borçlara ilave katkılar yapmıştır. Kamu kesiminin bir yandan önceki dönemlerden kaynaklanan borç servislerini düzenli olarak ödeme çabaları diğer yandan ise net pozitif kaynak transferini devam ettirme çabaları zorluklarla karşılaşmıştır. Özellikle çok yanlı finansmanlarda servislerin yeni finansmanları aşması sebebi ile bu açıdan önemli zorluklar yaşanmıştır. Borç servislerinin kamu kesiminde ulaştığı boyutlar ve yeterince dış borçlanma yapılamaması ise 1994-1997 döneminde genel bütçeden 13.7 milyar dolar net dış borç anapara ve faiz geri ödemesi ile sonuçlanmıştır. 1997 yılı net dış borç ödemesi ise yaklaşık 3 milyar dolardır (Erçel, 1999,s.82). Ayrıca daha öncede değinildiği üzere yapılabilen dış borçlanmalar yatırımlardan ziyade refinansman ve tüketim amaçlı hale gelmiştir.

Ekonominin kamu kesiminde dış borçlanmalar açısından bunlar yaşanırken net pozitif kaynak transferi süreci 1994-1998 döneminde asıl itibariyle özel sektörün dış borçlanmasıyla elde edilebilmiştir. Çeşitli türden finansman şekilleri ile sağlanan bu gelişmede dış ticaret, işletme finansmanı, yatırım ve modernizasyon amaçlı finansmanlar, refinansman amaçlı krediler ve ticari bankaların kredi kapasitelerini genişletmek amaçlı olarak kullandıkları sendikasyon kredileri etkili olmuştur.

Bu dönemde gerek kamu, gerekse özel sektör tarafından kullanılan dış krediler asıl itibariyle ekonomik kredibilite ile doğrudan ilişkili finansman şekillerinden oluşmaktadır. 1997 yılında baş gösteren Uzak Doğu Asya ülkeleri dış borç krizi, Rusya krizi ve Latin Amerika'daki bazı ülkelerin karşılaştıkları çeşitli sorunlar GOÜ'lere ve bu bağlamda ülkemize yönelik uluslararası finansman akımlarında önemli gerilemelere neden olmuştur. Uluslararası finansmanın istenilen miktarlarda elde edilebilme imkanları hızla daralırken, mali koşullarında da çok önemli artışlar olmuştur. Bu artışlar, uluslararası faiz oranlarının artma göstermemesine karşın ilave risk primlerinin bir kaç misli artmasıyla ortaya çıkmıştır.

En yoğun olarak 1998 yılında hissedilen bu etkiler 1999 yılında da varlığını korumaya devam etmektedir. Kamu kesimi dış borçlanmada net dış borç ödeyici konumunu korurken özel sektörde bu sürece boyun eğmek durumunda kalmış ve net dış borç geri ödeyici konuma gelmeye başlamıştır. Genişletilebilen dış kredi imkanları ise asıl olarak kısa vadeli yüksek maliyetli dış krediler aracılığıyla sözkonusu olabilmektedir. Kamu kesiminin iç borçları dış borçlara dönüştürme planlarını uygulamaya koymaya çalıştığı bir evrede tam tersi gelişmeler yaşanması yani, dış borç servislerini dahi iç borçlanma ve Merkez Bankası rezervlerini kullanarak yerine getirmeye başlaması ise yurtiçi mali piyasalar üzerinde önemli ölçüde olumsuz etkilerde bulunmuştur. Likidite anlamında ortaya çıkan sorunlar nedeniyle yurtiçi nominal faiz oranlarındaki artışları destekleyen ilave bir yapı oluşmuş durumdadır. Nitekim, Temmuz-Aralık 1998 döneminde kamu kesiminin dış borç servislerinin yüklü bir bölümü Merkez Bankası rezervlerinden yapılmak zorunda kılınmıştır (T.C.M.B., 1999, s.118).

Gerek kamu kesiminin, gerekse özel sektörün uluslararası finansman imkanlarında ortaya çıkan ve önemli oranlara varan daralma süreçleri ekonomik büyüme oranında da etkilerini göstermiş durumdadır. Uzun yıllardan bu yana net pozitif kaynak transferi ile yaşamaya alışmış ve genişletici makro ekonomik politikaları genellikle bu ekseninde yürütebilmiş Türkiye ekonomisi için sözkonusu kaynakların ne kadar hayati hale geldiği de bu bağlamda kendisini daha net olarak ortaya koymaktadır.

Genelde borç yönetimi özelde ise dış borç yönetimi asıl olarak ekonominin karşı karşıya olduğu borç stoklarının büyüklüklerine ve mali koşullarına paralel olarak önem kazanmaktadır. Türkiye ekonomisi açısından dış borçlar 1970'li yıllarla beraber önem kazanmaya başlamış ve ileriki dönemlerdeki gelişmeler nedeniyle de kalıcı bir sorun olarak karşımıza çıkmıştır. Türkiye ekonomisinin dış borçlanma ilişkilerindeki artışlara bağlı olarak dış borç yönetimi önemini hissettirmiştir. Asıl olarak 1970'li yıllarda ortaya çıkan dış borç birikimi neticesinde dış borç yönetimi gündeme gelirken, bu olgu uzun bir dönem boyunca ihmal edilmiştir. Bunun neticesinde ülke dış borçları hakkında sağlıklı bir enformasyon yapısı ve gerekli analizler konusunda önemli eksiklikler sözkonusu olmuştur. 1978-1982 döneminde yapılan dış borç erteleme görüşmeleri bu anlamda en ikna edici göstergelerden olup, kime ne kadar borç olduğunun saptanmasında önemli güçlüklerle karşılaşmış ve soruna çözüm bulabilmek amacıyla TCMB bünyesinde yabancı uzmanlardan yararlanma yoluna dahi gidilmek zorunda kalmıştır (Kazgan, 1988, s.292).

1980’li yılların ortalarına kadar olan dönem dış borçların yönetimi konusunda bilinçli çabalardan genellikle uzak kalınan bir dönemdir. Bu yöndeki kurumsal ve örgütsel düzenlemelerin yetersizliği dikkat çekicidir. Ayrıca, çeşitli kurumlar arası bir koordinasyonun varlığından da yeterince söz edilememektedir. Yaşanılan dış borç krizi ile birleşen bu unsurlar ülkemizin dış borç yönetimi anlamında bilinçli adımlar atmasına yönelik gerekli motivasyonu sağlamıştır. Bu motivasyon aynı zamanda dış borç yönetiminin temel fonksiyonları olan politika, düzenleme, operasyon, izleme, muhasebe ve istatistiksel analiz gibi unsurların da yerine getirilmesini sağlamak üzere bir örgütsel ve kurumsal yapının oluşturulmasının yolunu da açmıştır. Bu yapı sadece kamu sektörünün değil, aynı zamanda özel sektör dış borçlarının da yönetimini yapmak üzere belirlenmiştir.

Dış borç yönetiminin temel fonksiyonlarını yerine getirecek olan kurumsal ve örgütsel yapı diğer GOÜ’lerde olduğu gibi asıl olarak Türkiye ekonomisinde de devlet örgütsel yapısı ve yaşanan sorunların bir sonucu olarak şekillenme göstermiştir. 1980’li yıllar, uluslararası kurumların tavsiyeleri ve talepleri doğrultusunda GOÜ’lerin asıl olarak pasif dış borç yönetim yapılarını kurdukları bir dönemdir. Türkiye ekonomisi bu yapıyı öncelikleri doğrultusunda belirlemiştir. Bu bağlamda ilk öncelik, dış borçların çeşitli yönetim fonksiyonlarının merkezileştirilmesi için Aralık 1983’te Hazine Müsteşarlığının gerekli bazı yetkilerle donatılarak görevlendirilmesi olmuştur. İkinci öncelik, dış borçlanma akışını net negatif kaynak transferine neden olmayacak şekilde düzenli olarak devam ettirebilmek olurken, üçüncü öncelik ise, borç servislerinin düzenli olarak yerine getirilebilmesi ve borç stokunun sürdürülebilir bir yönetiminin sağlanması noktalarında odaklanmaktadır.

Türkiye’de dış borç yönetiminin kurumsal boyutlarında Hazine Müsteşarlığı merkezi hale getirilmekle beraber bu görevi yerine getirme süreci içinde DPT ve Merkez Bankası ile de yoğun bir etkileşim içinde bulunmaktadır. Dolayısıyla dış borç yönetimi asıl itibarıyla bu üç birimin doğrudan ve dolaylı işbirliği süreçleri içerisinde olmaktadır. DPT yıllık programlar ve ekonominin dış finansman ihtiyaçlarını belirleyecek (Hazine Müsteşarlığı ile koordineli olarak) çalışmaları yaparken aynı zamanda çeşitli kamu kurumlarının dış borçlanması konusunda ilk onay merci olmaktadır. Merkez Bankası dış borç yönetim süresinde 1980 öncesi temel kurum iken 1980 sonrasında Hazine Müsteşarlığı ön plana geçmiştir. Bununla beraber Merkez Bankasının dış borç yönetim süreci içindeki önemi varlığını korumaktadır.

Bu bağlamda Merkez Bankası kendi dış borçlanma işlemlerini ve izlenmesini yapmakta, mali ajanlık görevi gereği kamu sektörü dış borç servis işlemlerini yerine getirmekte ve aynı zamanda da kısa vadeli dış borçların izlenmesi görevlerini görmektedir. Ayrıca ülke ekonomisinin dış borçlar ile ilgili gelişmelerini takip etmek, ilgili analizleri yapmak ve politikaların oluşturulmasında yardımcı olmak gibi görevleri de bulunmaktadır.

Hazine Müsteşarlığının dış borç yönetimindeki yeri diğer iki kurumdan çok daha üst seviyede olup, özellikle kamu kesimi dış borçlanması konusunda merkezi kurum olduğu görülmektedir. 1994 yılında çıkarılan Hazine Müsteşarlığı kuruluş kanunu bu açıdan Hazineyi daha da güçlendiren maddelere sahiptir. Kamu kesimimin dış borçlanması ve ülke dış borç yönetiminin sağlanması Hazine içindeki iki genel müdürlük ve bu müdürlüklere bağlı çok sayıda alt birim tarafından sağlanmaktadır. Çeşitli dış borç yönetim fonksiyonları da asıl olarak bu birimler tarafından yerine getirilmektedir. Kamu Finansmanı genel Müdürlüğü dış borç yönetimi ile ilgili işlemlerden sorumlu iken, Dış Ekonomik İlişkiler Genel Müdürlüğü ise asıl olarak ülkemize yönelik dış borçlanma imkanlarını kullanmak şeklinde özetlenebilecek bir fonksiyon görmektedir.

Her iki genel müdürlük sahip oldukları çok sayıdaki profesyonel alt birimler aracılığıyla ve bir koordinasyon altında bu görevleri yerine getirmektedir. Hazine Müsteşarlığı nezdinde merkezileştirilen Türkiye’de dış borç yönetiminin en önemli fonksiyonlarından bir tanesi olan dış borçların izlenmesi (monitörü) iki genel müdürlüğün sağladığı etkin koordinasyon tarafından şekillendirilmektedir. Uluslararası kurumların destekleri ile oluşturulan DBVTS ise bu süreçte uzun yıllar boyunca kullanılmış bir kompüterize veri yönetim sistemi olarak çalıştırılmıştır. Sistemin 1990’lı yılların başlarından itibaren çeşitli sorunların artmasına paralel yenilenmesi konusunda büyük çabalar harcanmış ve 1997 yılından itibaren yeni geliştirilen DFBS eski sistemin yerini almıştır. DBVTS’ye göre çok daha basit ama daha kapsamlı, fonksiyonel ve aynı zamanda esnek bir yapıya sahip olan DFBS, hem istatistiki, hem de muhasebe amaçlı kayıt ihtiyaçlarına cevap verebilecek bir yapıdadır. DFBS, gerek üretilen verilerin yapısı ve güvenilirliği, gerekse sistemin son derece çeşitli ve kompleks bir yapısı olan dış finansman türlerini kaydetmeye elverişli yapıya sahip olması nedeniyle Dünya Bankası tarafından diğer ülkelere örnek olarak tanıtılmaktadır.

Türkiye ekonomisinde pasif dış borç yönetiminin en sorunlu konularından bir tanesi olan dış borçların monitörü alanında atılan bu adımlarla beraber, büyük ve önemli bir mesafe

katedilmiştir. Pasif dış borç yönetimi konusunda eksiklikler böylece büyük ölçüde aşılmış ve dış borç yönetiminin geleneksel fonksiyonları genel olarak başarılı bir şekilde yerine getirilebilir hale gelinmiştir. Bu alanda gözlenen bazı sorunlar var olmakla beraber pek çok durumda kalıcı olmayan ve önemi göreceli olarak az olan bu sorunlar aşılabılır bir yapıdadır (Kamu kurumlarının dış kredi kullanımları ile ilgili veri sorunları, garantili dış borçlar ve muhasebe sorunları gibi).

Bununla birlikte dış borç yönetimi ile ilgili çeşitli birimler arası koordinasyon ve politika oluşturulmasının yeterince elde edilememiş olması sözkonusudur. Pek çok GOÜ, bu sorunu aşmak amacıyla dış borç yönetimiyle ilgili çeşitli birimlerin bir araya gelerek ortak politikalar oluşturmasına zemin hazırlayan ve çeşitli ülkelerde, çeşitli isimler altında faaliyet gösteren dış finansman komiteleri kurma yolunu seçmiştir.

Ülkemizde bu tür bir komite ilk kez 1988 yılında oluşturulmuştur. Bu dönemde dış borçlanmaların asıl olarak kamu sektörü tarafından yapılıyor olması sebebi ile daha çok bu alanda uygulanacak bazı prensipleri belirleyen komite (DBSTSG) dış borç göstergelerinin kritik değerleri aşmasını engellemeye yönelik bazı kararlara imza atmıştır. Bu kararlardan en önemli iki tanesi; çeşitli kamu kurumlarının dış borçlanmaya gitmesinde ön izin uygulaması getirmesi ve hazinenin yıllık dış borçlanma miktarlarını yıllık borç servislerini aşmayacak şekilde sınırlamaya tabi tutan bir ilke kararını ortaya koyması oluşturmaktadır. Sonraki yıllarda işlerliğini kaybeden DBSTSG'nin faaliyetleri durdurulmuştur. Bu tür bir komite ihtiyacı 1990'lı yılların sonlarında bir kez daha kendisini göstermiş ve özellikle Sayıştay denetimlerinde ortaya çıkan sorunlar neticesinde 1998 yılında DBKİK oluşturulmuştur. DBKİK'in oluşturulması ülkemizde dış borç yönetiminin koordinasyonunu sağlamak açısından önemli bir adım olmakla beraber, kurulun sadece kamu kesimi dış borçlarını kontrol ve denetim altına almanın ötesinde bir gayret içerisine girmemesi ve bir ölçüde DBSTSG'nin yenilenmesi olarak ortaya konulması dikkat çekicidir.

Halbuki ülkemizde dış borçların yapısı bu dönemde çok değişmiş ve özel sektör dış borçları toplam içinde %50 civarına ulaşmıştır. Ayrıca çalışmanın beşinci bölümünde gösterildiği üzere dış borçluluk göstergeleri de kritik değerlerin üzerine çıkmaya başlamış durumdadır. Dış borçlanmada vadeler daralma gösterirken, kısa vadeli dış borçların toplam içindeki payı da oldukça riskli bir noktaya ulaşmış durumdadır. Dış borç servis kapasitelerinin sürdürülebilirliği konusunda bazı sorunlar ortaya çıkmaya başlarken, özellikle likidite

anlamında ciddi sorunlar kendisini hissettirmektedir. Ayrıca kamu kesimi finansman açıklarının ulaştıkları yüksek boyutlar ve finansman sıkıntıları öngörülebilir bir dış borç yönetimi anlamında güçlüklerle neden olurken, borç servisi projeksiyonlarının da ortaya koyduğu gibi önümüzdeki bir kaç yıl yüklü miktarlara ulaşan borç servisleri nedeniyle oldukça zor dönemler olabilecektir. Asya krizinin neden olduğu dış borçlanma imkanlarındaki daralmalar ve hızlı maliyet artışları da bu açıdan dikkat çekicidir.

Dolayısıyla, DBKİK ülkemiz açısından ihtiyaç olmanın ötesinde bir zorunluluk haline gelmiş durumdadır. Ancak, bu tür bir komitenin var olan yapısının ötesinde daha aktivist olma gerekliliği bulunmaktadır. Bu gereklilik son dönemlerde hızlı artışlar sergileyen özel sektör dış borçlarının yakından analiz edilme ve gerektiğinde tedbirler alabilme ihtiyacını da ön plana çıkarmıştır. Bu açıdan DBKİK, ülkenin dış borçlanma politikaları açısından belirleyici olabilmekten bu yapısıyla uzak olması sebebiyle yeniden tanımlanmak zorundadır. Kurulun üyeleri ve yetkileri de yeniden belirlenmeli ayrıca, özel sektörü temsilen Türkiye Bankalar Birliği de kurul içine dahil edilmelidir. Özel sektör içinde en yoğun dış borçlanmanın ticari bankalar tarafından yapılıyor olması nedeniyle bu durum yararlı olacaktır.

Türkiye ekonomisinde dış borç yönetiminin aktif hale getirilebilmesi çok önemlidir. Cari yapının dış borç yönetiminde karşı karşıya kalınan riskler konusunda getirdiği zayıf performans bu açıdan en dikkat çekici olgulardan bir tanesi durumundadır ve geliştirilmeye çokça muhtaçtır. Uluslararası kurumlarında son dönemlerde bu yönde bir dönüşüm talep ettikleri düşünülürse kaçınılmaz bir gereklilik olan aktif dış borç yönetimi konusunda çabalar yoğunlaştırılmalıdır.

Var olan dış borç yönetimi yapısı içinde Hazine Müsteşarlığı bu konuda faaliyet gösterecek yeni bazı birimleri oluşturmuş durumdadır. Bu birimlerin risk yöntemi konusunda bazı işlemleri olmakla beraber, istenilir seviyede ve yoğunlukta bir işlem sözkonusu değildir. Türkiye’de dış borçların artış nedenleri içerisinde çok önemli bir yere sahip olan sözkonusu risklerin yönetilme ihtiyacı her geçen gün artmaktadır.

Döviz kuru riskleri ve faiz oranı riskleri bunların en önemlileridir. Türkiye ekonomisinde dış borç stoklarındaki artışların önemli bir bölümü kur risklerinden kaynaklanmakta olup, 1984-1998 dönemindeki kur farklılıkları 24.497 milyar dolarlık bir artışa yol açarken, 13.534 milyar dolarlıkta azaltıcı etkiye neden olmuştur. Dönem boyunca

oluşan net etki miktarı 10.963 milyar dolardır. Görüldüğü üzere kur farkları ülkemiz dış borç stoku üzerinde fevkalade önemli ve çoğu kez de olumsuz etkilerde bulunmaktadır.1980'li yılların ortalarına kadar sadece kamu sektörünü ilgilendiren bu konu sonraki yıllarda hızla artmaya başlayan dış borç stokları sebebiyle özel sektörü de yakından ilgilendirmek durumunda olmuştur.

Ülkemizde gerek özel sektörün gerekse kamu sektörünün ilgili bölümde incelendiği üzere varlık-yükümlülük yönetimi konusunda yeterli çabalarının olmadığı görülmektedir. Beklenilenin tersine kamu sektörü bu konuda daha bilinçli durumdadır. Ancak, kamu sektörü yasal ve kurumsal kısıtlar nedeniyle bu işlemleri istenilir yoğunluk ve düzeyde yapamamaktadır. Kamu sektörü dış borçlanmasını düzenleyen dağınık bir yasal yapı ve bir borçlanma kanununun çıkarılamaması bu bağlamda özellikle Hazine'nin dış borç yönetimi operasyonlarını yeterince ve istenilir düzeyde yapabilmesini engellemektedir.

Diğer bir konu ise kamu sektörü dış borç işlemlerinin büyük bir çoğunluğunun bütçe kanunlarına konulan ve her yıl tekrarlanan çeşitli maddeler çerçevesinde yerine getirilebiliyor olmasıdır. Nitekim Anayasa mahkemesi ve Sayıştay bu konuyu sürekli hatırlatma yoluna gitmekte ve dış borçlanma işlemlerinin yasal bir düzenleme çerçevesinde yapılmasını istemektedirler. Dolayısıyla sadece dış borçlanma işlemlerini değil aynı zamanda varlık-yükümlülük yönetimini ve dış borç yönetiminin gerekli aktif yapıya ulaşabilmesini de engelleyen mevzuat sorunlarını aşmak üzere bir borçlanma kanununun çıkarılması zorunluluğu bulunmaktadır.

Türkiye ekonomisinde dış borçlarla ilgili olarak varlık-yükümlülük yönetimi konusunda son dönemlerde ortaya çıkan en önemli gelişme Avrupa Birliği'nin parasal birlikte ulaştığı nokta ve tek para sistemine (Euro) geçmesidir. Euro para biriminin kaydi para olarak 1999 yılından itibaren kullanılmaya başlanması ve 2002 yılından itibaren ise hukuki tek para birimi haline gelmesi Türkiye ekonomisinin gerek dış borçlanma ilişkileri gerekse risk yönetimi konusunda büyük bir öneme sahiptir.

Ülkemizin döviz gelirleri içerisinde birlik üyesi ülkelerin yeri çok önemlidir. İhracat gelirlerinin yaklaşık olarak %37'si, işçi ve turizm gelirlerinin büyük bir çoğunluğu ve çeşitli finansal gelirlerin yine önemli bir bölümü birlik üyesi ülkeler para birimleri cinsindendir. Mevcut uluslararası rezervlerin %60'ını sözkonusu para birimleri oluşturmaktadır.

Türkiye'nin mevcut dış borç döviz kompozisyonu içinde, dış borçların yaklaşık %38'i euro cinsinden olup, 29 milyar dolara denk gelmektedir. Söz konusu borç stoku Euro'nun hukuki tek para birimi haline gelmesiyle beraber en geç bu tarihte Euro'ya çevrilmiş olacaktır.

Bu noktada oluşan Euro değeri ve faiz oranlarının Türkiye'nin dış borcunun kompozisyonunu ve borçlanma ilişkilerini etkilemesi beklenmektedir. Euro kullanımı ile birlikte Avrupa Birliği içinde mali piyasalar bütünleştikçe, işlem ve borçlanma maliyetleri düştükçe, mali piyasaların derinliği ve likiditesi arttıkça, ülkemizin bu piyasalardan daha düşük faizle ve daha kolay borç bulması kolaylaşabilecektir. Kuşkusuz bu süreçte Türkiye'nin kredibilite derecesi ve uygulanan risk primleri de etkili olacaktır.

Türkiye'nin dış borçlanma ve hedging stratejisi de bu süreçten etkilenmek durumundadır. Türkiye'nin döviz gelir ve gider kompozisyonunun paralelleştirilebilmesi ve böylece kur risklerini minimize etme ihtiyacı gereği yeniden belirleme ihtiyacı açık olup, cari durumda dış borçların döviz kompozisyonu %45 dolar, %38 Euro, %11 yen ve %7 ise diğer dövizlerden oluşmaktadır. İdeal dış borç döviz kompozisyonu dolar ve Euro cinsinden belirlenip buna göre hareket edilmesi gerekmektedir. dolayısıyla söz konusu portföy (benchmark portpolio) bir kez belirlendikten sonra (%60 dolar, %40 Euro oranları ideal olarak gözükmemektedir). Yapılması gerekli şey varlık yükümlülük yönetimi tekniklerinin bu yapıyı elde edebilecek biçimde kullanılması olmaktadır. Bu noktada gerekli ilk operasyonun yen cinsinden yükümlülüklerin dolar veya Euro cinsine çevrilmesi olduğu gözükmemektedir. Yeni yapılacak dış borçlanmaların da belirlenecek bu yapıyı destekleyecek şekilde olması gerekmektedir.

Türkiye ekonomisi açısından dış borçların etkin yönetimi geliştirmek bir yandan makro ekonomik yönetim diğer yandan ise borç yönetiminin pasif ve aktif boyutlarının geliştirilebilmesi suretiyle ve bu boyutların tam manasıyla yerine getirilebilmesi sayesinde ancak söz konusu olabilir. Dış borç yönetiminin temel amacı, cari dış finansman imkanlarının ülke ekonomisine maksimum katkı yapmasını sağlamak olmalıdır. Dış borçlara ilişkin makro ekonomik yönetim kadar kurumsal yönetim ve organizasyonda bu amaç çerçevesinde belirlenmeli ve dış borçların sürdürülebilir bir tabanda ve dışsal risklerden korunacak şekilde yönetilmesi temin edilmelidir.

Ülkemiz pasif dış borç yönetim açısından temel adımları atabilmiş olmakla beraber, aktif yönetim konusunda eksikliklerine sahiptir. Dolayısıyla yasal ve kurumsal açıdan bu

yönde atılması gerekli çeşitli adımlar önemlerini korumaktadır. Var olan dış borç yönetim yapısı çeşitli boyutlarıyla geliştirilmeye muhtaç olup, bu konuda bir eylem planının orta vadede ve aşamalı bir strateji dahilinde uygulanması ihtiyacı bulunmaktadır. Hiç kuşkusuz bu tür bir strateji dış borçların seviyesi ve yapısını belirlemesi sebebiyle makro ekonomik yönetim süreci tarafından desteklenmek ihtiyacındadır. Kamu ekonomisinde mali disiplinin sağlanması ve borçlanma gereğindeki azalışlarla desteklenmesi gerekli bu yapı dış borç stokundaki gereksiz artışları da (ticari bankaların arbitraj amaçlı dış kredi kullanımları gibi) önleyebilecektir.

Bu bağlamda aşamalı bir strateji olarak öngördüğümüz dış borç yönetimini geliştirmeye yönelik eylem planının ilk adımı dış finansman komitesi olarak görev yapacak bir kurulun hayata geçirilmesi olmalıdır. DBKİK'in yeniden tanımlanmasıyla oluşturulabilecek olan bu kurul, ülkenin dış borçlanma politikasını ve stratejilerini formüle edecek, ilgili birimler arası koordinasyonu sağlayacak ve aktif dış borç yönetimi için gerekli stratejik kararları verebilecek fonksiyonlar görmek durumundadır.

Atılması gerekli ikinci adım ise dış borç yönetiminin özerk bir yapı haline getirilmesi olmalıdır. Bağımsızlığı ve demokratik hesap verebilirliği sağlanmış bir borç yönetimi aktif yönetimin gerektirdiği operasyonları daha rahat yapabilecektir. Mevcut yapıda Hazine Müsteşarlığı, ekonomi yönetimi ile ilgili çok sayıda görevle donatılmış olması, siyasi bağımsızlığı düşük bir yönetimi olması ve finanse etmesi gerekli büyüklüklerin net bilgilerinden mahrum olması sebebi ile etkin bir borç yönetimi konusunda çeşitli açılardan zorluklarla karşı karşıyadır. Ne büyüklükte ve ne tür açığı finanse etmek konusunda yeterince enforme edilmemiş ve kararlarında bağımsızlığı ile siyasi otoritelere gerektiğinde direnebilme gücünden mahrum bir borç yönetiminin bu tür sorunlarla baş ederken güçlüklerle karşılaşmaması çok zor bir durumdur.

Dış borç yönetimini geliştirebilmek bağlamında atılması gerekli üçüncü adım ise, bir borçlanma kanununun çıkarılmasıdır. Borçlanma mevzuatındaki dağınıklık ve yetersizlikleri ortadan kaldırmanın yanı sıra bu konuda hazırlanacak yasa tasarısının borç yönetim biriminin özerkliğini sağlayıcı, operasyonel hale getirici özellikler taşıma zorunluluğu da bulunmaktadır. Özellikle risk yönetiminin sağlanabilmesi için bu zorunluluk bulunmaktadır. Zira hedging enstrümanları risklerden korunma yönünde kullanılmakla beraber kendileri de riskli olabilmektedir. Bu risklerin devlet tarafından üstlenilmemesi sebebiyle borç yönetiminin operasyonelliği ortadan kalkmaktadır. Ayrıca bu tür kararlar zamanlama

yüzünden çok hızlı olmayı gerektirmekte ve idari prosedürlerin azaltılarak ilgili operasyonları yürütecek birimin tam yetkiyle donatılmasını gerektirmektedir.

Eylem planının dördüncü halkası yine aktif dış borç yönetiminin gerçekleştirilmesi ile ilgilidir. Buna göre GOÜ'ler ve Türkiye ekonomisi risk yönetimi üzerine çeşitli engelleri aşmanın yanı sıra risk analizleri ile ilgili detaylı bir programa sahip hale gelebilmelidir. GOÜ'ler ve ülkemiz bu enstrümanları yeterince kullanabilmede çeşitli engellerle karşılaşmaktadırlar. Kredibilite eksiklikleri, enstrümanların yüksek maliyetleri, kurumsal yetersizlikler ve uzman personel eksiklikleri olarak ifade edilen bu tür engelleri (Ayaç, 1993) aşabilmek amaçlı çeşitli uygulamalar gerekmektedir. Kamu kesiminin öncülüğünde başlatılabilecek bu tür girişimler kısa sürede özel sektör tarafından da yeterince kullanılabilir hale getirilmelidir.

Türkiye ekonomisi dış borçlar ve yönetimi ile ilgili olarak bir GOÜ olması sebebiyle ihtiyatlı politikalar izleme zorunluluğu içinde bulunmaktadır. Hassas ekonomik dengeler bu açıdan zorlayıcı unsurlar olup, ekonomideki mevcut dış borç stoklarının pasif yönetiminin yeterince yerine getirilirken aynı zamanda aktif yönetim yönünde de dönüşümleri gerektirmektedir. Dolayısıyla gerek pasif gerekse aktif dış borç yönetimi konusunda birbirini destekleyici ve sürekli olabilen çabalara ihtiyaç bulunmaktadır.

Bu konudaki gelişmeler yakından takip edilebilmeli ve gerektiğinde yeni dönüşümlere gidebilmekten kaçınılmamalıdır. Yukarıda sıralanan eylem planı bu zorunluluklara dikkat çekmeyi amaçlamaktadır. Hiç kuşkusuz bu yapı yeni ilavelerle zenginleştirilebilir ve farklı boyutlarda yeni açılımlar sağlanabilir. Konuya verilecek her düzeydeki destek faydalı olabilir ve bu konuda atılabilecek reformların gerekliliği konusundaki düşüncelerin daha canlı hale gelmesine yardımcı olabilir.

Ayrıca, orta ve uzun vadede dış borçlarımızın giderek daha çok özel sektör ağırlıklı hale gelebileceği sebebiyle bu konuda özel sektörün de ileri adımlar atma zorunluluğu bulunmaktadır. Göreceli olarak daha düşük maliyetli olması sebebiyle uluslararası fon talep eden özel sektör sözkonusu risklerin boyutları hakkında yeterince enforme olabilmemiş değildir. Dolayısıyla, başta ticari bankalar ve kurumsal yapıya sahip olabilmiş büyük firmalar bu konuda öncü olabilecek eylem planlarını kendi kurumsal ve örgütsel yapıları içinde gerçekleştirmek durumundadırlar.

BİBLİYOĞRAFYA

- Açba, Sait (1991), *Devlet Borçları*, Ankara:Adım Yayıncılık.
- Açba, Sait (1988), "Türkiye'de Cumhuriyet döneminde dış borçlanma," *İktisat ve Maliye Dergisi*, cilt:36, Mayıs-Haziran, sayı:5-6.
- Ahmad, Ramly (1985), "External debt in Malaysia," *External Debt Management içinde*, Editör: Hassanali Mehran, s.235-237, World Bank, Washington DC.
- Akçaoğlu, Emin (1998), *Financial Innovation in Turkish Banking*, Ankara: SPK Yayın no:127.
- Akçay, Mehmet (1988), "Türkiye'nin dış borç yönetim sistemi," *TCMB Üç Aylık Bülteni*, Ekim-Aralık, s.39-53.
- Akçay, Mehmet ve Altan, Ömer (1990), "Dış borçların analizi," *TCMB Üç Aylık Bülteni*, Ocak-Mart.
- Aksel, H. Ayşe (1995), *Risk Yönetim Aracı Olarak Futures Piyasaları*, Ankara: SPK Y.no:21.
- Aktan, Okan (1993), "Uluslararası finansman: Gelişmekte olan ülkeler açısından geçmişi ve geleceği," *İktisat-İşletme ve Finans Dergisi*, Haziran.
- Aktan, C. Çoskun (1995), *Kit, Yeniden Yapılanma ve Özelleştirme Stratejisi*, Ankara: TİSK Yayın no:12
- Akyüz, Abdullah (1993), "Uluslararası finansal piyasalar ve Türkiye," *İktisat-İşletme ve Finans Dergisi*, Haziran.
- Alamo, Jorge (1990), "Country presentation by participants from Chile," *Debt Management Systems içinde*, s.15-22, World Bank Discussion Paper no:108, World Bank,
- Albayrak, Cemil (1990), "Swap tekniği," *Maliye Yazıları Dergisi*, Sayı: 24, s.51-60.
- Altan, Mehmet (1986), *Süperler ve Türkiye*, İstanbul: AFA Yayınları.
- Altınok, Tevfik ve Diğ. (1993), "Türkiye'nin kamu borçlanma politikasının değerlendirilmesi," *Banka ve Ekonomik Yorumlar Dergisi*, Sayı:9/10, yıl:30, Eylül/Ekim, s.5-25.
- Apak, Sudi (1992), *Uluslararası Finansal Teknikler*, İstanbul: Emlak Bankası Yayınları.
- Arın, Tülay (1998), "Asya krizi ve kriz yönetiminde hegemonya," *İktisat Dergisi*, sayı:375, Ocak, s.5-18.
- Arkan, Birol (1991), "Dış borç yönetimi ve İsveç örneği," *Yayınlanmamış Yüksek Lisans Tezi*, İstanbul Üniversitesi Sos. Bil. Ens., İstanbul.
- Arnaud, Pascal (1992), *Üçüncü Dünyanın Borçlanması* (Çev.: Fikret Başkaya), İstanbul:İletişim Yayınları.

- Arslanoğlu, Mehmet (1983), "Osmanlı Devletinde dış borçlar sorunu," *Uludağ İktisat ve İdari Bilimler Dergisi*, cilt:4, sayı:1, Nisan, s.109-129.
- Askari, Hossein (1991), *Third World Debt and Financial Innovation: The Experiences Of Chile and Mexico*, France: OECD Development Centre Studies.
- Asomedyia (1999), "Mali sektör-reel sektör ilişkileri," *Asomedyia Dosya*, Mayıs.
- Atasayar, Kubilay (1998), "Asya krizi Türkiye için nimet mi külfet mi," *İşveren Dergisi*, cilt:36, Şubat, Sayı:5.
- Ayaş, Eşref (1993), "Modern dış borç yönetimi nedir," *HDTM Dergisi*, Mart, sayı:1, s.9-13.
- Aybars, Ataşan (6.2.1994), "Döviz ve futures kontratları," *Trend Dergisi*.
- Aydemir, Gülsema (1996), "Türkiye'de ekonomi bilgi sistemleri ve Dünya Bankası veri sistemleri dahilinde Hazine Müsteşarlığı ekonomi bilgi sistemi," *Uzmanlık Tezi*, Hazine Müsteşarlığı, Ankara.
- Bacha, L. Edmar (1992), "External debt, net transfers and growth in developing countries," *World Development*, Vol:20, No:8, s.1183-1192.
- Bahran, Nevzad (1990), "Proje finansmanı," *Türk Ekonomi ve Dış Ticaretindeki Son Gelişmeler İçinde*, HDTM.
- Bal, Harun (1998), *Gelişme Sürecinde Dış Finansman Kullanımı ve Türkiye*, Hazine Müsteşarlığı Araştırma ve İnceleme Dizisi No:16, Ankara: Hazine Müsteşarlığı.
- Balassa, B. (1982), "Structural adjustment policies in developing countries," *World Development*, Vol:10, January, s.23-38.
- Balassa, B. (1984), "Adjustment policies in developing countries: a reassessment," *World Development*, Vol:12, September, s.955-972.
- Balkan, Neşecan (1996), "Azgelişmiş ülkelerde yeni liberal uygulamaların sonuçları: Meksika örneği," *İşletme ve Finans Dergisi*, Yıl:11, Sayı:118, Ocak, s.14-17.
- Balkind, Jeffry ve Diğ. (1990), *Turkey: A Strategy for Managing Debt, Borrowings and Transfers Under Macroeconomic Adjustment*, Washigton: World Bank Country Study.
- Başcı, Aysel (1998), International Debt Management (www.idm-debtpro.com), USA.
- Baştüzel, Hülya (1996), "Kamu sektörü yatırımlarının finansman kaynakları ve dış borç ile finanse edilen yatırımların dış borç ödeme potansiyeli açısından değerlendirilmesi," *Yayınlanmamış Uzmanlık Tezi*, Hazine Müsteşarlığı, Ankara.
- Berg, A. ve Sachs, J. (1988), "The debt crises: structural explanations of country performance," *Journal of Development Economics*, Vol:29, s.271-306.
- Berger, Walter (1990), *Financial Innovations in International Debt Management: An Institutional Analysis*, Germany: Konstanz University.

- Bergsten, C.Fred (1985), "The second debt crises is coming," *Challenge*, May-June, s.14-21.
- Berksoy Taner ve Saltoğlu, Burak (1998), *Türkiye Ekonomisinde Sermaye Hareketleri*, İstanbul: İTO Yayın no:1998-58.
- Berksu, Amil (1981), "İşçi tasarruflarının yurda yönlendirilmesi ve değerlendirilmesi," *2.Türkiye İzmir İktisat Kongresi Tebligleri içinde*, Cilt:2, DPT.
- Bernasconi, L. Jean (1994), "Derivatives: Another look at the basics," *Economic and Financial Prospects Special Issue*, Swiss Bank Corp. S.5-11.
- Binay, Ş. ve Salman, F. (1998), *The Global Crises and Turkish Economy*, Ankara: TCMB.
- Bodin, Alain ve Diğ. (1990), "Effective debt management," *Debt Management Systems içinde*, World Bank Discussion Paper no:108, s.48-58, World Bank, Washington DC.
- Boote, Anthony ve Diğ. (1995), "Official financing for developing countries," *IMF World Economic and Financial Surveys*, IMF Washington DC.
- Borotav, Korkut (1993), "İktisadi kriz üzerine bazı gözlemler," *İşletme ve Finans Dergisi*, sayı:100, Temmuz, s.22-30.
- Borotav, Korkut (1993), "External financial liberalization in developing countries: some adverse concequences," *ODTÜ Gelişme Dergisi*, Cilt:20, sayı:1-2, s.1-9.
- Böni, Rolf (1994), "The risks of derivatives," *Economic and Financial Prospects (Special Issue)*, Swiss Bank.
- Calvo, A.G. ve Diğ. (1996), "Inflows of capital to devoloping countries in the 1990s," *Journal of Economic Perspectives*, vol:10, no:2 spring, s.123-139.
- Canbaş, S. ve Doğukanlı, H. (1997), *Finansal Pazarlar*, İstanbul: Beta Basım Yayım A.Ş.
- Cangöz, M. Coşkun (1994), "Türkiye'de dış borç sorunu: borçlanma stratejileri, ve borç yönetimi," *Yayınlanmamış Yüksek Lisans Tezi*, Ank.Üniv., Sos. Bil.Enstitüsü, Ankara.
- Cangöz, M. Coşkun (1997), *Company Risk Management Under International Uncertainties*, Hazine Müst. Araştırma ve İnceleme Dizisi no:10, Ankara: Hazine Müsteşarlığı.
- Cangöz, M. Coşkun (1996), "Dış borçların makroekonomik dengelerle etkileşimi," *Hazine Dergisi*, Sayı:4, Ekim, s.1-28.
- Cassard, Marcel ve Landau, F. David (1997a), "Soverign debt: Managing the risks," *Finance and Development*, vol:34, December, no:4, s.12-15.
- Cassard, Marcel ve Landau, F. David (1997b), *Risk Management of Sovereign Assets and Liabilities*, IMF Working Paper no: 97-166, December, IMF Washington DC.
- Celasun, M. ve Rodrik, D. (1989), "Turkish experience with debt: macroeconomic policy and performance," *Developing Country Debt and the World Economy içinde*, Editör: J.D. Sachs, The University of Chicago Press.

- Cenk, F. Ömer (1996), "Türkiye'de Dünya Bankası kredilerinin kullanımı ve uygulamada karşılaşılan sorunlar," *Yayınlanmamış Uzmanlık Tezi*, Hazine Müsteşarlığı, Ankara.
- Ceyhan, Sevil (12.3.1996 ; 10.4.1996), "Konsorsiyum kredileri," *Dünya Gazetesi*.
- Chaudhri, Makhdoom (1985), "Pakistan debt management," *External Debt Management içinde*, Editör: Hassanali, Mehran, s.242-251, World Bank Washington DC.
- Cho, J. Yoon ve Sheng, Andrew (1993), *Risk Management and Stable Financial Structures*, World Bank Working Papers no:1109, World Bank, Washington DC.
- Claessens, Stijn (1993), "Alternative forms of external finance: a survey," *World Bank Research Observer*, January.
- Claessens, Stijn (1988), "The optimal currency composition of external debt," *World Bank Working Papers no:14*, World Bank Washington DC.
- Claessens, Stijn (1992), "The optimal currency composition of external debt: theory and applications to Mexico and Brazil," *World Bank Economic Review*, Vol:6, September no:3, s.503-528.
- Claessens, Stijn (1989), *Integrating commodity and exchange risk management: Implications for external debt management*, World Bank Washington DC
- Claessens, Stijn (1994), "Risk mangement," *External Debt Management içinde*, Hazırlayan: T.M.Klein, World Bank Technical Paper no:245, World Bank Washington DC.
- Claessens, Stijn (1993), "Risk management in developing countries," *World Bank Technical Paper no:235*, World Bank Washington DC.
- Colaco, X. Francis (1985), "International capital flows and economic development," *Finance and Development*, Vol:22, no:3, September, s.4-6,
- Coleman, J.R. ve Qian Ying (1991), "Managing financial risks in Papua New Guinea: Optimal external debt portfolio," *World Bank Working Papers no:739*, World Bank.
- Compbell, A.Frank (1992), *The Global Cash Crunch:An Examination of Debt and Development*, Canada: International Development Research Centre.
- Cooper, N.Richard (1996), "Is growth in developing countries beneficial to industrial countries," *Annual World Bank Conferance on Development Economics 1995 içinde*, Edited by; M.Bruno ve B.Plaskovic, World Bank.
- Craig, P.Roberts (1989), "Supply side economics," *National Westminster Bank Quarterly Review*, February.
- Çelebi, Füsün (1994), "Hazine hesaplarının işleyişi ve hesaplararası ilişkiler," *HDTM Dergisi*, Mart, sayı:20, s.1-14.
- Çelik, Necmi (1992), "Uluslararası sermaye yön değiştiriyor," *Bankacılar Dergisi*, Ocak.

- Çetinkaya, Hayri (16.11.1998), "Klüp modeliyle dış borçlanma dönemi," *Hürriyet Gazetesi*.
- Çiller, Tansu ve Kızılyallı, Hüsnü (1987), *Dış Borçlar: Tahmin ve Analiz*, İstanbul: TUSİAD.
- Çolak, Ö. Faruk (1998), "Güney Asya krizinin etkileri," *İşveren Dergisi*, Cilt:36, Sayı:5, Şubat, s.19-21.
- Danışman, Mustafa (1993), "Belediye finansmanında yapısal değişim," *Uluslararası Finansman: Teknikler ve Araçlar İçinde*, Hacettepe Üniv. İ.İ.B.F. Mezunlar Derneği.
- Das, Satyajit (1989), *Swap Financing*, London: IFR Publishing Ltd.
- Debs, Richard ve Diğ.(1983), *Finance For Developing Countries*, New York:Group of Thirty.
- Dedeoğlu, Emin (1995), *Devlet Borç Yönetimi*, Ankara: Bütçe Uzm. Derneği Yayın no:2.
- Dedeoğlu, Emin (14-15.7.1998), "Hedef tahmin edilebilir borç yönetimi," *YeniYüzyıl*.
- Dedeoğlu, Emin (1998), " TCMB ve Hazine Müsteşarlığı ilişkileri, *Bankacılar Dergisi*, Sayı:26, Eylül, s.82-84.
- Dedeoğlu, Emin (1998), "Türkiye'de enflasyon," *İşletme ve Finans Dergisi*, yıl:13, Eylül, sayı:150, s.16-34.
- Dehasa, Guillermo (1985), "Institutional structure for external debt management," *Paper Presented at the Seminar on External Debt Management*, Washington DC.: IMF Publ.
- Demir, Gülten (1988), "Dış borçlanma ve Türkiye'nin dış borçları üzerine bazı gözlemler," *Anadolu Üniversitesi İ.İ.B.F. Dergisi*, Cilt:6, Sayı:2, s.219-237.
- Deniz, Saadet (1990), "Dış borç ve borç stratejisinde son çalışmalar," *HDTM Dergisi*, sayı:5, s.7-12.
- Derdiyok, Türkmen (1993), *Türkiye 'de Dış Borç Yönetimi*, HDTM Araştırma ve İnceleme Dizisi no:21, Ankara, HDTM.
- Dış Borçlar Bülteni, *Çeşitli Sayılar*, Ankara: Hazine Müsteşarlığı.
- Dış Ticaret Müsteşarlığı (1998), *Dünya Ekonomileri Bülteni*, sayı:13,14, Nisan, Temmuz
- Dış Ticaret Müsteşarlığı (1998), "Doğu Asya krizi," *Asya Krizi Özel Sayısı*, Yıl:3.
- Didi, M.Ahmed, (1992), "Maldives external debt management, " *Managing External Debt in Developing Countries içinde*, Editör: T.M.Klein, World Bank Discussion Paper no:155, s. 140-144, World Bank Washington DC.
- Diwan, Ishac (1989), "Foreign debt, crowding out and capital flight," *Journal of International Money and Finance*, Vol:8, s.121-136.
- Doğukanlı ,Hatice (1994), *Yeni Finansal Araçlar*, Adana: ADSİAD Yayın no:1994/1.
- Doğru, Necati (7.10.1997), "Kesinlikle batmalıdır," *Sabah Gazetesi*.
- Dollar, David ve Prichet Lant (1998), *Assessing Aid: What Works, What Doesn't and Why*, World Bank Policy Research Report, World Bank Washington DC.

- Dornbush, R. ve Diğ. (1998), *Macroeconomics*, USA:Irwin/McGrav Hill book Company.
- Dornbush, R. ve Diğ. (1998), *Makroekonomi* (Çev.: E. Yıldırım ve Diğ.), İstanbul: McGraw Hill – Akademi ortak yayını.
- Dowsett, H. ve Hunsberger, D. (1990), "The World Bank technical assistance in debt management," *Debt Management Systems içinde* , World Bank Discussion paper no:108, s.105-114, World Bank, Washington DC.
- DPT (1999), "Ekonomik ve Sosyal Konsey üyeleri için hazırlanan bilgi notu," Ankara:DPT.
- DPT (1999), *Konjonktür Değerlendirme Raporu*, Sayı:16, Nisan, Ankara:DPT.
- DPT (1998), *Ekonomik ve Sosyal Göstergeler* (1950-98), Ankara:DPT.
- Drucker, F. Peter (1991), *Yeni gerçekler* (Çev. B. Karanakçı), T.İş Bankası Kültür Yayınları, Tisamat Basım Sanayi, Ankara.
- Dülger, F. ve Önal, Y.B. (1992), "Faiz ve döviz swapları uygulaması," *HDTM Dergisi*, sayı:12, Mart, s.50-67.
- Dünya Gazetesi (2.11.1998), "Hazine yatırım kredilerinde teminat desteğinin azaltıyor"
- Dünya Gazetesi (22.10.1997), "Yabancı kredilere limit getirildi"
- Eales, A. Brian (1995), *Financial Risk Management*, England: McGraw Hill Book Company.
- Edwards, Sebastian (1987), "Sequencing capital accaunt liberalization in developing countries," *Finance and Development*, March.
- Eğilmez, Mahfi (1997), *Hazine*, Ankara: Diyalog Yayıncılık.
- Eğilmez, Mahfi (17.3.1998), "IMF'nin yeni imkanı," *Yeni Yüzyıl Gazetesi*.
- Eğilmez, Mahfi (15.9.1998), "IMF'ye krizden çıkış önerisi," *Yeni Yüzyıl Gazetesi*.
- Eğilmez, Mahfi (22.10.1998), "Krizden çıkan dersler," *Yeni Yüzyıl Gazetesi*.
- Eichengreen, Bary (1991), "Historical research on international lending and debt," *Journal of Economic Perspectives*, vol:1, no:2, Spring, s.149-169.
- Emil, F. ve A.İ. Gülberi (1996), "Borç yönetimi ve para politikalarının koordinasyonu," *Hazine Dergisi*, Ekim, Sayı:4, s.51-70.
- Erçel, Gazi (1993), "Türkiye'nin dış borç birikiminin kaynakları," *3.İzmir İktisat Kongresi Tebliğleri içinde*, cilt:6, s.31-40, DPT, Ankara.
- Erçel, Gazi (1999), "Para politikası uygulamaları ve sonuçları," *Konuşmalar içinde*, s.77-88, TCMB, Ankara.
- Erden, Arif (1993), "Türkiye'nin uluslararası sermaye piyasalarındaki performansı," *HDTM Dergisi*, Sayı:17, Haziran, s.23-36.
- Erol, Ümit (1994), *Futures Piyasaları: Teori ve Pratik*, Ankara: Türkiye Bankalar Birliği Yayın no:190.

- Ersel, Hasan (24.12.1997), "Sermaye akışı kesilmeden yapısal önlem gündeme gelmez," *Yeni Yüzyıl Gazetesi*.
- Ersönmez, C. ; Özkaban, D.; Yılmaz, D.M. (1999), "Euro'nun dış borç yönetimine etkileri," *Hazine Müsteşarlığı İnternet Sitesi (www.treasury.gov.tr)*, Ankara.
- Eşkinat, Rana (1997), "GOÜ'lerin ekonomi politikalarında değişim," *Anadolu Üniv. İ.İ.B.F. Dergisi* Cilt:13, Sayı:1-2, s.349-360.
- Evgin, Tülay (1996), "Dış borçlarımız," *Hazine Dergisi*, Ekim, sayı:4,s.71-88.
- Evgin, Tülay (1996), "Dış Borçlanma ve dış borçlarımızda yapılan düzenlemeler," *Ekonomik Yaklaşım*, Kış, cilt:7, sayı:23, s.15-33.
- Fedder, M.J. ve Mukherjee,M. (1992), "The reemergence of developing countries in the international bond markets," *Beyond Syndicated Loans içinde*, Editör:John, D. Schilling, Technical papers no:163, World Bank Washington DC.
- Feldstein, Martin (24.6.1995), "Too little not too much," *The Economist*, s.90,91.
- Fetini, M.R. ve Diğ. (1998), Recent Economic Developments and Selected Issues in Turkey, *IMF İnternet Sitesi (www.imf.org)*.
- Fischer, Stanley (20.3.1998), "IMF and the Asian crises," *Basın açıklaması (www.imf.org)*.
- Fischer, Stanley (1997), "Capital account liberalization and the role of the IMF," *External Relations Department*, September, IMF Washington DC.
- Fortune (1998), A Hack of the Hedge-Fund Managers, *Fortune*.
- Forum (1999), "On soruda borç idaresi," *Forum Dergisi*, yıl:6, Mayıs, sayı:5, s.16-19.
- Frankel, Robert (1996), "Azgelişmiş ülkelerde finansal serbestleşme deneyimleri (söyleşi)," *İşletme ve Finans Dergisi*, Yıl:11, Sayı:127, Ekim, s.5-12.
- Friedman, M. ve Friedman, R. (1980), *Free to Choose*, Newyork: Harcourt Publishing.
- George, Eddie (1995), "Barings olayı," *Bankacılar Dergisi*, Sayı:15, s.65-71.
- Glen, Jack (1994), "How firms in developing countries manage risk," *IFC Discussion Paper no:17*, World Bank Washington DC.
- Global Development Finance, *Çeşitli sayılar*, Washington DC, World Bank.
- Gondodiyoto, S. ve Diğ. (1990), "Country presantation by participants from Indonesia," *Debt Management Systems içinde*, World Bank Disc. Paper no:108, s.93-96, World Bank
- Gooptu, S. ve Masood Ahmed (1993), "Portfolio investment flows to developing countries," *Finance and Development*, March.
- Gökçe, Deniz (15.1.1998), "Bu kriz farklı," *Akşam Gazetesi*.
- Göker, Metin (1998), "Asya kaplanları bu duruma neden düştüler," *Genç Ekonomi Dergisi*, Mart, Sayı:20, s.12-14.

- Griffith-Jones, S. (1986), A Framework for Analysis Debt Crises Management, *Institute of Development Centre Studies*, Disc. Paper no:221, October.
- Guitian, Manuel (1988), "The challenge of managing capital flows," *Finance and Development*, June, vol:35, no:2, s.14-17.
- Guitian, Manuel (1991), "Economic integration and capital flows," *Turkey's Experience in Developing a Market Economy Symposium içinde*, s.369-395, DPT., Ankara.
- Gulati, D.A. ve Thimann Christian (1997), "Saving in Southeast Asia and Latin America, compared searching for policy lessons," *Working Papers no:110*, World Bank
- Gümüşeli, Saniye (1994), *Döviz Kuru ve Faiz Oranı Risklerinden Korunma Teknikleri*, Ankara: TBB Yayın no:179.
- Gür, T.Han (1998), *External Debt and Empirical Models for Country Risk Assessment*, Ankara: SPK Yayın No: 117.
- Gürbüz, Burak (1995), "Finansal gelişmenin kalkınmaya etkisi," *Banka ve Ekonomik Yorumlar Dergisi*, Eylül, s.33-46.
- Gürsesli, Jale (1995), "Ekonomi ve finansman politikalarında kredibilite faktörü," *Yayınlanmamış Uzmanlık Tezi*, Hazine Müsteşarlığı, Ankara.
- Güven, C. Tarık (1993), "HDTM 10 yaşında," *HDTM Dergisi*, Aralık, sayı:19, s.1-3.
- Hagen, J.Von, Harden, I.J. (1994), "National budget process and fiscal performance," *European Economy*, no:3
- Hanke, Steve (28.1.1998), "Krizi hafife almayın (Akt.:Murat Arın)," *Sabah Gazetesi*.
- Hansen, Peter (1987), *Dünya Ekonomisinde Dinamik Güçler*, Ankara:MTO Türkiye Komitesi.
- Haryano, Subaliona (1985), "Indonesia debt management," *External Debt Management içinde*, Editör:Hassanali Mehran, s.224-230, World Bank Washington DC.
- Hazine Müsteşarlığı (1998), *Ekonomik Politikalar Bildirgesi*, Ankara: Hazine Müsteşarlığı.
- Hazine Müsteşarlığı (7.7.1997), *Basın Açıklaması (DFBS ile ilgili)*, Ankara: Hazine Müst.
- Hazine Müsteşarlığı Kuruluş Kanunu (20.12.1994), Resmi Gazete.
- Hazine Müsteşarlığı Internet Web Sitesi (Çeşitli veriler).
- Hazine Müsteşarlığı (1996,1997), *Dış Ekon. İliş. Gen. Müd. Faaliyet Raporları*, Ankara.
- Hazine Müsteşarlığı (1992,1996), *Hazine Müsteşarlığı: İşlevleri, Görevleri ve Teşkilat Yapısı*, Ankara: Hazine Müsteşarlığı.
- Hazine Müsteşarlığı (30.7.1998), *Basın Açıklaması (Hazine ile Merkez Bankası'nın enlasyonla mücadele için hazırladıkları ve imzaladıkları protokol metni)*, Ankara: Hazine Müsteşarlığı Internet Sitesi (www.treasury.gov.tr).
- Hedef (1998), "Asya krizi," *Hedef Dergisi*, sayı:50, Şubat, s.25-31.

- Heycock, S. Ve Eroğlu, Ö. (1997), "The requirements of foreign borrowing and two-gap theory: A case of Turkey," *Hacettepe Üniv. İ.İ.B.F. Dergisi*, Cilt:15, Sayı:2, s.1-32.
- Hope, Nicholas (1985), "What is a debt system," *World Bank Debt System Conference içinde*, Paris, s.3-5.
- Husain, Ishrat (1992), "External debt and the development process," *Managing External Debt in Developing Countries içinde*, Editör:T.M.Klein, World Bank, Washington DC.
- Husain, Ishrat (1992), "Finance for development: past trends and future prospects," *Managing External Debt in Developing Countries içinde*, Editör: T.M.Klein, World Bank.
- Husain, Ishrat (1990), "Organizing for efficient debt management," *Debt Management Systems içinde*, World Bank Disc. Paper no:108, World Bank, Washington DC.
- Husain, Ishrat ve Mitra S.(1989), "Future financing needs of the highly indebted countries," *International Economics Department Working Papers*, August, World Bank.
- IIF (29.1.1998), "Net private capital flows to leading emerging markets," *Institute of International Finance (www.iif.com)*, USA.
- IMF (1998), *Annual Report 1998*, IMF Washington DC.
- IMF (1984a), "Exchange rate volatility and world trade," *Occasional Paper no:28*, IMF.
- IMF (1984b), "The Exchange rate system: Lessons of the past and options for the future," *Occasional Paper no:28*, IMF Washigton DC.
- IMF Staff (1998), "The Asian crises," *Finance and Development*, June, Vol:35, no:2, s.18-21.
- Irgat, Yücel ve Diğ. (1992), "Debt management in Turkey," *Managing External Debt in Developing Countries içinde*, Editör: T.M.Klein, World Bank Discussion Paper no:155, World Bank Washington DC.
- İnce, Macit (1996), *Devlet Borçlanması*, Seçkin Yayınevi Ankara.
- Jalil, Hadenan ve Diğ. (1992), "Debt management in Malaysia," *Managing External Debt in Developing Countries içinde*, Editör:T.M.Klein, World Bank Discussion Paper no:155, s.122-140, World Bank Washington DC.
- Jalil, Hadenan (1992), "Management of currency composition of debt: Malaysian experience," *Managing External Debt in Developing Countries içinde*, Editör:T.M.Klein, World Bank Discussion Paper no:155, World Bank Washington.
- Johnston, R. Bary ve Diğ. (1997), *Sequencing Capital Account Liberalization*, IMF: Working Paper No:157.
- Kalderen, Lars (1992), "Institutional aspects of external debt management," *Managing External Debt in Developing Countries içinde*, Editör: T.M. Klein, World Bank Discussion Paper no:155, World Bank, Washington DC.

- Karacan, A.İhsan (19.3.1997), "Bütçe dengliği üzerine," *Dünya Gazetesi*.
- Karacan, A.İhsan (21.5.1997), "Ulusal borç kurulu," *Dünya Gazetesi*.
- Kardüz, A. Rıza (21.5.1997), "Döviz kredisinin faizi %92, TL kredinin maliyeti %140," *Sabah*.
- Kayacan ve Diğ. (1998), *Güney Doğu Asya Krizi: Türkiye Ekonomisi ve İMKB'ye Etkileri*, İstanbul: İMKB Araştırma Müdürlüğü.
- Kaufman, Henry (1994), "The paradoxes of government debt," *Institutional Investor*, Vol:19, No:1, January.
- Kazgan, Gülten (1988), *Ekonomide Dışa Açık Büyüme*, İstanbul: Altın Kitaplar Yayınevi.
- Kayra, Cahit (1970), *Dış Finansman Teknikleri*, İstanbul: İstanbul Üniversitesi İkt. Fakültesi.
- Kırım, Arman (1992), "Mali risk nedir nasıl yönetilir," *Finans Dünyası Dergisi*, Araştırma Eki, Ağustos.
- Kindleberger, C.P. ve Herrick, B. (1983), *Economic development*, McGraw-Hill, Singapore.
- Kjellstrom, S.B. ve Filly, A. (1986), "Aid coordination," *Finance and Development*, September, s.37-40.
- Klein, M. Thomas (1992), "External debt information systems in developing countries," *Managing External Debt in Developing Countries içinde*, Editör: T.M.Klein, World Bank Discussion paper no:155, World Bank, Washington DC.
- Klein, M. Thomas (1994), *External Debt Management: An Introduction*, World Bank Technical Paper no:245, Washington DC, World Bank.
- Korkmaz, Esfender (1988), "Dış borç krizine yol açan gelişmeler," *İstanbul Üniversitesi İktisat Fak. Mecmuası*, Cilt:44, Sayı:1-4.
- Kozanoğlu, Hayri (1993), "Türev piyasaları," *işletme ve Finans Dergisi*, sayı:92-93, Kasım-Aralık, s.94-96.
- Kozanoğlu, Hayri (1994), "Finansal piyasaların karabasanı: Türev piyasalar," *İktisat Dergisi*, yıl:30, sayı:352, Eylül, s.56-59.
- Kroner, F. Kenneth ve Claessens, Stijn (1991), "Optimal dynamic hedging portfolios and the currency composition of external debt," *Journal of International Money and Finance*, Vol:10, no:1, March, s.131-148.
- Kroner, F. Kenneth ve Claessens, Stijn (1989), "Improving the currency composition of external debt," *World Bank Working Paper no:150*, World Bank Washington DC.
- Krueger, A.O. (1987), "Origins of the developing countries' debt crises," *Journal of Development Economics*, No:27, s.165-187.
- Kumcu, Ercan (3.5.1998), "Devletin bütçesi," *Yeni Yüzyıl Gazetesi*.

- Kunt, A.D. ve Detragiache, E., (1994), "Interest rates, official lending and the debt crises: a reassessment," *Journal of Development Economics*, Vol:44, No:2, August, s.263-285.
- Kurdaş, Kemal (1994), "Ekonomide bunalıma doğru," *Banka ve Ekonomik Yorumlar Dergisi*, yıl:31, Şubat, sayı:2, s.39-52.
- Küçük, Mansur (1990), "Managing currency composition of external debt and foreign exchange risk," *Yayınlanmamış Uzmanlık Tezi*, HDTM, Ankara.
- Küçükkiremitçi, Oktay (1995), "Türk gibi mütevekkil," *İşletme ve Finans Dergisi*, Yıl:10, Sayı:113, Ağustos, s.89-92.
- Landau, F. David ve Diğ. (1997), *International Capital Markets: Developments, Prospects and Key Policy, Issues*, November, IMF Washington DC.
- Lasonde, P.L. ve Taşkın, Fatma (1993), "Türkiye'nin dış kredibilitesindeki değişikliklerin bir analizi," *3. İzmir İktisat Kongresi Tebliğleri içinde*, Cilt:4, s.97-114, DPT Ankara.
- Lavy, V. ve Rapaport, Hillel (1992), "External debt and structural adjustment: Recent experience in Turkey," *Middle Eastern Studies*, vol:28, no:2, April, s.313-323.
- Lee, Peter (1996), "The jugglers of sovereign debt," *Euromoney*, June, s.91-96.
- Leslie, Derek (1993), *Advanced Macroeconomics*, England: McGraw Hill Book Company.
- Lessard, R.Donald (1986), "International financing for developing countries," *World Bank Staff Working Paper no:783*, World Bank.
- Mexico Government (1997), *Government Medium Term Program 1997-2000*, Mexico.
- Mcbath, John (1994), "Indonesia offers help to third world borrowers," *Far Eastern Economic Review*, September, s.72-73.
- McDermott, C. John ve Diğ. (1997), "Fiscal imbalances, capital inflows and real exchange rate: the case of Turkey," *Working Papers no:97/1*, World Bank Washington DC.
- Mehran, Hassanali (1987), "Dış borç yönetimi (Çev.:Fevzi Devrim)," *Banka ve Ekonomik Yorumlar Dergisi*, Haziran, Sayı:6, s.35-39.
- Minibaş, Türkel (1989), "Azgelişmiş ülkelerde kalkınmanın finansman politikaları ve Türkiye," *İstanbul Üniversitesi Maliye Konferansları Serisi*, Yayın no:3542, İstanbul.
- Montenegro, Santiago (1995), "Macroeconomic risk management in Nigeria: Dealing with external shocks," *Findings-Africa Region, No:30*, January, World Bank, Washington.
- Morova, Tuğra (1996), "Meksika Peso krizinin uluslararası finans açısından değerlendirilmesi," *Bankacılar Dergisi*, Sayı:17, s.37-42.
- Mortan, Kenan (3.11.1998), "Şili ve aykırılık," *Dünya Gazetesi*.
- Müminoğlu, Miray (1994), *Yeni Mali Ürünler ve Türkiye'de Uygulanması İçin Gerekli Düzenlemeler*, Ankara: TBB Yayın no:184

- Navarrate, J. Eduardo (1988), "Mexico: An overview of adjustment and debt management policies," *Institute of Development Studies*, Discussion Paper no: 246, June.
- Navarrate, J. Eduardo (1987), "Latin American debt management : issues and policies," *Institute of Development Studies*, Discussion Paper no: 229, March.
- Neftçi, Salih (21.3, 3.4, 5.4, 1996), "Türev Piyasalar I, II, III," *Hürriyet Gazetesi*.
- Oktar, Suat (1989), "Uluslararası borç krizi yükünün paylaşımı," *İktisat ve Maliye Dergisi*, Haziran, s.224-231.
- Oktar, Suat (1993), "Gelişmekte olan ülkelere sermaye akışı ve dış borçların menkulleşmesi," *Banka ve Ekonomik Yorumlar Dergisi*, Yıl:30, Sayı:12, Aralık, s.25-28.
- Oktar, Suat (1995), "Uluslararası sermaye akışı ve sıcak para," *Banka ve Ekonomik Yorumlar Dergisi*, Kasım, Yıl:32, Sayı:11, s.5-11.
- Öktem, Ayşe (1985), "Çeşitli ülkelerde dış borç yönetimi," *HDTM Dergisi*, Haziran, 1985/2.
- Öktem, Ayşe (1985), "External debt management in Turkey," *External Debt Management içinde*, Editör: Hassanali Mehran, IMF Washington DC.
- Önder, İ. ve Diğ. (1995), *Kamu Açıkları ve Kamu Borçları*, Ankara:Türk Harb-İş Sendikası.
- Önder, İ. ve Diğ. (1993), *Türkiye 'de Kamu Maliyesi, Finansal Yapı ve Politikalar*, İstanbul: Tarih Vakfı Yurt Yayınları, İktisat Politikası Seçenekleri no:2.
- Öniş, Ziya (1989), *Türkiye 'de Dış Ticaret Politikaları ve Dış Borç Sorunu 1980-88*, İstanbul: İTO Yayın no:33.
- Öniş, Ziya ve Özmucur, Süleyman (1991), *Capital Flows and the External Financing of Turkey's Imports*, Paris: OECD Technical Paper no:36.
- Özatay, Fatih ve Diğ. (1996), *1980 Sonrasında Kaynakların Kamu ve Özel Sektör Arasında Paylaşımı ve Sonuçları*, İstanbul: TÜSİAD
- Özbay, Pınar (1997), "Avrupa para birliği ve Euro," *TCMB Tartışma Tebliği no:9702*, Ankara.
- Özkaban, D.Duru (1997), "Risk yönetimi," *Yayınlanmamış Kurum içi Tartışma Dökümanı*, Hazine Müsteşarlığı, Ankara.
- Pakdemirli, Ekrem (1985), "Türkiye'nin içve dış borçları," *Maliye Araştırma Merkezi Konferansları*, yıl:1983/84, İstanbul Üniversitesi yayın no:3304.
- Parades, M., Tamez, Imalda (1990), "Country presentation by participants from Mexico," *Debt Management Systems içinde*, World Bank Discussion Paper no:108, s.133-162, World Bank Washington DC.
- Parasız, İlker (1992), *Para Banka ve Finansal Kurumlar*, Bursa: Ezgi Kitabevi.
- Parasız, İlker (1998), *1923'ten Günümüze İktisat ve İstikrar Politikaları*, Bursa: Ezgi Kitabevi.
- Paya, Merih (1998), "Uzakdoğu krizi ve Türkiye," *İSO Dergisi*, Mart, s.20-22.

- Pehlivan, Özgür (1994), "Dünya Bankası döviz havuzu sistemi ve bu sistemin maliyet analizine bir bakış," *Yayınlanmamış Uzmanlık Tezi*, Hazine Müsteşarlığı, Ankara.
- Pettis, Michael (1994), "The historical process of default loans," *The Colombia Journal of World Business*, Summer, s.79-83.
- Pirimoğlu, Abdülbaki (1982), *Türkiye 'nin Dış Borçları ile İlgili bir Tahlil Denemesi*, Erzurum:Atatürk Üniversitesi Yayın no:600.
- Plihon, Dominique (1995), *Döviz Kurları* (Çev.: Mehmet Bolak), İstanbul: İletişim Yayınları.
- Poyraz, Emine (1995), "1985-1995 yıllarında dış borçların ekonominin genel dengesi ve ödemeler dengesi üzerindeki makro analizi," *Yayınlanmamış Uzmanlık Tezi*, Hazine Müsteşarlığı, Ankara.
- Powell, Andrew (1993), "Commodity, exchange rate and interest rate risks in Colombia," *Managing External Debt in Developing Countries içinde*, Editör: S.Claessens ve R.C.Duncan, John Hopkins University, Baltimore, Maryland, U.S.A.
- Pradhan, M. ve Pill, H. (1997), "Financial liberalization in Africa and Asia," *Finance and Development*, Vol:34, No:2, June, s.7-10.
- Qian Ying ve Claessens, S. (1993), "Financial risk management in Sub Saharan Africa," *Managing External Debt in Developing Countries içinde*, Editör: S.Claessens ve R.C.Duncan, John Hopkins University, Baltimore, Maryland, U.S.A.
- Radstam, Bengt (1992), "The management of the external debt : The approach taken by the Swedish National Debt Office," *Managing External debt in developing countries içinde*, Editör. T.M.Klein, World Bank Discussion paper no:155 ,s.64-72, World Bank
- Raheem, M. Iyiola (1994), "Assessing and managing external debt problems in Nigeria," *World Development*, Vol:22, August, no:8, s.1223-1242.
- Raimandos, P. ve Lahiri, S. (1994), "Competition for aid and trade policy," *Essex University Discussion Paper Series no:433*, Essex, England.
- Rajasinghan, S. (1990), "The World Bank technical assistance in debt management," *Debt Management Systems içinde*, World Bank Disc. Paper no:108, s.115-120, World Bank, Washington DC.
- Rota, Kerim (1998), "Bankacılıkta türev ürünler ve uygulaması," *Bankacılar Dergisi*, Sayı:27, Aralık, s.108-113.
- Sachs, Jeffry (3.11.1997), "The wrong medicine for Asia," *The New York Times*.
- Sanver, Üstün (17.2.1998), "F.I.A.S.C.O.," *Liberal Bakış Gazetesi*.
- Saracoğlu, Aslı (1996), "Dış borçların yeniden yapılandırılması," *Yayınlanmamış Uzmanlık Tezi*, Hazine Müsteşarlığı, Ankara.

- Savaş, Murat (1996), "Modern anlamda dış borç yönetimi," *Yayınlanmamış Uzmanlık Tezi*, Hazine Müsteşarlığı, Ankara.
- Sayıştay (1997), *1996 Yılı Hazine İşlemleri Raporu*, Ankara: Sayıştay Başkanlığı.
- Sel, Cüneyt (1992), "HDTM veri sistemleri projesi," *HDTM Dergisi*, sayı:44, Eylül, s.105-109.
- Selçuk, Faruk ve Rantanen, A. (1996), *Türkiye'de Kamu Harcamaları ve Kamu Borçlanması: Mali Disiplin Gereği Üzerine Gözlem ve Öneriler*, İstanbul: TUSİAD.
- Selowsky, M. (1988), "Comments on: the debt crises: structural explanations of country performance by A.Berg ve J.Sachs," *Journal of Development Economics*, Vol:29, s.307-309.
- Serdengeçti, Süreyya (1999), "TCMB'de döviz riski yönetimi," *Bankacılar Dergisi*, Sayı:29, Haziran, s.83-85.
- Seyidoğlu, Halil (1997), *Uluslararası Finansman*, İstanbul: Güzem Yayınları no:12.
- Sharma, Sunil ve Diğ. (1997), "How can Sub-Saharan Africa attract more private capital inflows," *Finance and Development*, June, vol:34, no:2, s.3-6.
- Somers, J. Michael (1994), Ireland: Reducing reliance on foreign borrowing," *Institutional Investor*, Sovereign Debt Forum Special Issue, January.
- Somerville, Hernan (1985), "Debt Management in Chile," *External Debt Management içinde*, Editör: Hassanali Mehran, s.204-208, IMF, Washington DC.
- Sonat, Arslan (1994), "KKFA ve dış denge," *10. Türkiye Maliye Sempozyumuna Sunulan Bildiri*, Antalya.
- Sönmez, Sinan (1990), "Az gelişmiş ülkelerin finansmanında özel bankaların işlevi," Maliye Araştırma Merkezi Konferansları, Otuzikinci seri içinde, İstanbul Üniv. Yayın No:3659, İstanbul.
- Sönmez, Sinan (1998), *Dünya Ekonomisinde Dönüşüm*, Ankara: İmge Kitabevi.
- Söylemez, Ufuk (22.3.1998), "Asya'da neler oluyor," *Akşam Gazetesi*.
- Subbarao, D. (1990), "Country presentation by participants from India," *Debt Management Systems içinde*, World Bank Discussion Paper no:108, s.129-132, World Bank
- Sutherland, Thomas (1993), "Trends in international financial markets," *Uluslararası Finansman: Teknikler ve Araçlar içinde*, Hacettepe Üniversitesi İ.İ.B.F. Mezunlar Derneği Yayını, Ankara.
- Şenel, İlker (1994), "Dış borçların artış nedenleri," *Uzmanlık Tezi*, HDTM, Ankara.
- Şimşek, Muammer (1996), "Dış yardımların Türkiye'nin ekonomik büyümesi üzerindeki etkileri," *Cumhuriyet Üniversitesi, İ.İ.B.F. Dergisi*, Vol:1, s.67-77.

- Taşdelen, Servet (1995), *Mali Sektörle ilgili kararlar ve olaylar dizini 1980-1994*, Ankara: Hazine Müsteşarlığı Araştırma ve İnceleme Dizisi no:1, Hazine Müsteşarlığı.
- Taşkın, Z. Banu (5.9.1997), "Neden risk yönetimi," *Dünya Gazetesi*.
- Taylor, P.M. Sarno, L. (1997), "Capital flows to developing countries: long and short term determinants," *World Bank Economic Review*, vol:11, no:3, September, s.451-470.
- TBB (1996), "Türk mali sisteminin Avrupa Birliği üyesi ülkelerin mali sistemleri ile karşılaştırılması," *Bankacılar Dergisi*, Sayı:17, Haziran, s.17-18.
- TCMB (1999), *Yıllık Rapor 1998*, Ankara: TCMB.
- TCMB Ödemeler Dengesi İstatistikleri (Çeşitli Sayılar).
- TCMB (1994), *TCMB Tanıtım Kitabı* (1932-1995), Ankara:TCMB.
- TCMB (1997), Kurum içi eğitim programları çerçevesinde hazırlanan Dış Krediler ve Dış Borçları İzleme Müdürlüğü'nün Görev ve İşlemleri notları, Ankara: TCMB.
- TCMB (1997), Merkez Bankası'na transferi gerçekleştirilen ve öngörülen dış borç ödemeleri notları, Ankara: TCMB.
- TCMB (1999), *Yıllık Rapor 1998*, Ankara: TCMB.
- Tekeoğlu, Muammer (1988), "Dış finansman ve AGÜ'ler," *Çukurova Üniversitesi İ.İ.B.F. Dergisi*, Sayı:1/1988.
- Thirlwall, A.P. (1980), *İktisadi Kalkınmanın Finansmanı* (Çev.: Tülay Arın), Macmillan İktisat Serisi, İstanbul: Akbank Kültür Yayınları.
- Thompson, S. ve Robert, J.M. (1989), "Optimal portfolios of external debt in developing countries: The potential role of commodity-linked bonds," *American Journal of Agriculture Economics*, May, s.517-521.
- TİSK (1998), *Avrupa Rekabet Gücünün Kıyaslanması: Benchmarking*, Ankara: TİSK.
- Todaro, M. (1983), *The Struggle For Economic Development*, Newyork: Longman Publishing.
- Toker, Çiğdem (15.9.1997), "TKB'de sentetik bono soruşturması," *Hürriyet Gazetesi*.
- Tozer, Ayhan (1997), "Makroekonomik dengeler açısından optimum dış borçlanma kapasitesi," *Yayınlanmamış Uzmanlık Tezi*, Hazine Müsteşarlığı, Ankara
- Törüner, Yaman (1.12.1998), "Hazine duruma ne kadar hakim," *Akşam Gazetesi*.
- Tugay, Fatoş (1991), "Ülke riski," *Bankacılar Dergisi*, Temmuz, s.30-35.
- Tulgar, Koray (1993), *Ticari Bankalarda Aktif-Pasif Yönetimi*, Ankara: TBB Yayın no:177.
- Tuncel, Kürşad (1994), "Swap sözleşmeleri," *Uzman Gözüyle Bankacılık Dergisi*, Yıl:2, Sayı:5, Mart, s.27-36.
- Tural, Yunus ve Diğ. (1991), *Dış Borçlarımızın Yapısı ve Dış Borç Yönetimi*, Ankara, HDTM.

- Türel, Oktar (1994), "Türkiye'de 1993/1994 bunalımı üzerine düşünceler," *Mülkiyeliler Birliği Dergisi*, cilt:18, sayı:168, Haziran, s.4-16.
- Türkakın, Gülçin (1990), "Sendikasyon kredileri," *İktisat-İşletme ve Finans Dergisi*, Sayı:48, Mart, s.55-61.
- Ugan, Füsun Çelebi (1997), *Debt Management Policies in Turkey: A Directed Study Project*, Ankara:Hazine Müst. Araştırma ve İnceleme Dizisi no:11,
- Uluğbay, Hikmet (1994), "Türkiye ekonomisinde 5 Nisan kararları öncesi ve muhtemel sonraları," *Mülkiyeliler Birliği Dergisi*, cilt:18, sayı:169, Temmuz, s.2-19.
- Uluğbay, Hikmet (1994), "Kur-faiz politikalarının dış borçlanma üzerindeki etkileri," *Mülkiyeliler Birliği Dergisi*, cilt:18, sayı:169, Temmuz.
- Ulusoy, Ahmet (1992), "GOÜ'lerin dış finansman ihtiyacı, dış borçlanmaları ve dünya borç krizi," *Yayınlanmamış Doktora Tezi*, Karadeniz Teknik Üniversitesi, Trabzon.
- Uluğbay, Hikmet ve Diğ. "Mali liberalizm ve borç krizi," *İktisat Dergisi*, sayı:358, Ağustos, s.82-110.
- UNCTAD (1997), "Küreselleşme üzerine uyarılar (Çev.: İşletme ve Finans Dergisi)," *İşletme ve Finans Dergisi*, Yıl:12, Sayı:138, Eylül, s.6-9.
- UNCTAD (1998), *Trade and Development Report*, Newyork: United Nations.
- Uras, Güngör (9.5.1999), "Hazine'yi dış kredide zora sokan bizim bankalar," *Milliyet Gaz.*
- Uras, Güngör (1981), "Türkiye'de yabancı sermaye yatırımları," *2.Türkiye İzmir İktisat Kongresi Tebliğleri içinde*, Cilt:2, DPT.
- Urban, Laszlo (1994), "Hungary:Maintaining investor confidence," *Institutional Investor*, Sovereign Debt Forum Special Issue, vol:19, January, no:1 s.113-116.
- Ünsal, Necla ve Diğ. (1989), *Türkiye'de Dış Kredi Kullanımı*, Ankara: MPM Yayınları No: 380.
- Ündül, Gonca (1998), "Güney Doğu Asya'da neler oluyor," *İSO Dergisi*, Mart, s.14-16.
- Ünver, İzzet (1994), "Türkiye'nin dış borçlarının bilgisayarda izlenmesi," *Yayınlanmamış Uzmanlık Tezi*, Hazine Müsteşarlığı, Ankara.
- Uygur, Ercan (28.11.1996), "Borç oyunu ve Rita Rodriges," *Yeni Yüzyıl Gazetesi*.
- Valentin, Robert (1992), "Computer based systems to meet debt management information needs," *Managing External Debt in Developing Countries içinde*, Editör: T.M.Klein, World Bank Disc. paper no:155, s.161-171, World Bank, Washington DC.
- Verbeek, Jos ve Klein M.Thomas (1994), "Measuring debt servicing capacity," *External Debt Management içinde*, Hazırlayan: T.M.Klein, World Bank Technical Paper no:245, S.119-132, World Bank, Washington DC.

- Verner, Dorte (1999), "The Euro and Latin America," *Finance and Development*, vol:36, no:2, June, s.43-45,
- Veziroğlu, Levent (1994), "Türkiye'nin dış borç yapısı ve optimum borçlanma düzeyi," *Yayınlanmamış Uzmanlık Tezi*, HDTM, Ankara.
- Vilatela, Enrique (1994), "Optimizing debt management in Mexico," *Institutional Investor*, January, vol: 19, no:1.
- Yeldan, Erinç (1998), "Doğu Asya krizinin etkileri üzerine bir makro ekonomik genel denge modelinin sonuçları," *İşletme ve Finans Dergisi*, Yıl:43, Sayı:146, Mayıs, s.9-14.
- Yeldan, Erinç (1996), "Azgelişmiş ülkelere yönelik kısa vadeli sermaye akımlarının etkileri üzerine gözlemler," *İktisat Dergisi*, sayı:360/361, Ekim/Kasım, s.49-57.
- Yener, A. Levent (1997), "Dünya Bankası kredilerinin yeniden yapılandırılması," *Yayınlanmamış Uzmanlık Tezi*, Hazine Müsteşarlığı, Ankara.
- Yeni Yüzyıl (24.7.1998), "Sıkı bütçe gevşetiliyor," *Yeni Yüzyıl Gazetesi*.
- Yılmaz, Salih (1994), "GOÜ'lerde dış tasarrufa duyulan ihtiyacın nedenleri," *HDTM Dergisi*, sayı:20, Mart, s.97-113.
- Young, A. (1995), "The tyranny of numbers: confronting the statistical realities of the East Asian growth experience," *Quarterly Journal of Economics*, August.
- Yurt, Emel (1993), "1980 ve sonrasında Türkiye'nin dış borçlanmasında ülke riskindeki gelişmeler," *Banka ve Ekonomik Yor. Dergisi*, Ocak-Şubat, Yıl:30, s.1/2, s.59-68.
- Wijnberger, S. ve Diğ. (1992), *External Debt, Fiscal Policy and Sustainable Growth in Turkey*, Washington DC: World Bank.
- Wolf, Charles (4.2.1998), "Too much government control," *Wall Street Journal*.
- World Bank (1998), *Global Economic Prospects 1998/99*, World Bank, Washington DC.
- World Bank (1999), *World Development Report*, World Bank, Washington DC.
- World Debt Tables, *Çeşitli Sayılar*, Washington DC, World Bank.
- Zaidi, H. ve Ahmad, S. (1992), "External debt management in Pakistan," *Managing External Debt in Developing Countries içinde*, Editör: T.M.Klein, Disc. Paper no:155, s.144-147, World Bank Washington DC.
- Zıllıoğlu, Osman (1984), *Gelişmekte Olan Ülkelerde Dış Borç Sorunu*, Eskişehir:Anadolu Üniversitesi İ.İ.B.F. Yayın no:17.

ÖZGEÇMİŞ

ADI VE SOYADI Harun BAL
DOĞUM YERİ Adana / 22.07.1967
EĞİTİM DURUMU Çukurova Ü. Sosyal Bilimler Enstitüsü İktisat
Anabilimdalı Doktora Programı (1994-1999)
Çukurova Ü. Sosyal Bilimler Enstitüsü İktisat
Anabilimdalı Yüksek Lisans Programı (1990-1994)
Uludağ Üniversitesi İktisadi ve İdari Bilimler
Fakültesi, İktisat Bölümü (1986-1990)
Adana Borsa Lisesi (Fen Bölümü) (1982-1985)
YABANCI DİL İngilizce. Konuşma, okuma ve yazma iyi düzeyde.
KPDS Seviyesi: "C" (75 Puan)
E-MAIL harunbal@mail.cu.edu.tr

YAYIN LİSTESİ

- 1) "Güneydoğu Asya Ülkeleri Dış Borç Krizi ve Gelişmekte Olan Ülkeler", Başak Dergisi, Yıl:22, Sayı:101, s.98 – 105, Eylül-Ekim 1998,
- 2) Gelişme Sürecinde Dış Finansman Kullanımı ve Türkiye, TC. Başbakanlık Hazine Müsteşarlığı, Ekonomik Araştırmalar Genel Müdürlüğü, Araştırma ve İnceleme Dizisi No:16, Hazine Müsteşarlığı Matbaası, Ankara Ocak 1998
- 3) "Döviz Kurunun Yüksekten Uçuş (Ani Sıçrama) Modeli ve Türkiye Ekonomisinde Döviz Kurlarının Hareketliliği", İktisat-İşletme ve Finans Dergisi, Yıl:12, Sayı:138, Eylül 1997, s.50-70.
- 4) "Parasal Tabanı Etkileyen Faktörler ve Bu Alanda Türkiye'de Para Politikasına Yansıyan Sorunlar", Maliye Yazıları Dergisi, Sayı.56, Temmuz-Eylül 1997, s.21-38.
- 5) "Gelişmekte Olan Ülkelerde Ekonomik Liberalizasyonun Sıralanması" (Çeviri Çalışması), (Yazarı: Sebastian EDWARDS), İktisat-İşletme ve Finans Dergisi, Yıl:12, Sayı:133, Nisan 1997, s.54-63.
- 6) "Post Keynesyen Okul" (Çeviri Çalışması), (Yazarı: Shelia C. DOW), Maliye Yazıları Dergisi, Sayı.50, Ocak-Mart 1996, s.45-71.
- 7) "Uluslararası Sermaye Hareketlerindeki Eğilimler Işığında Türkiye Ekonomisinin Avrupa Topluluğu ile Gümrük Birliğine Girmesi ve Yabancı Sermaye", İktisat-İşletme ve Finans Dergisi, Yıl:9, Sayı:105, Aralık 1994, s.19-31.
- 8) "Dış Finansman ve Tahvil İhraçları: Türkiye ve Diğer Gelişmekte Olan Ülkelerde Yaşanan Gelişmeler Üzerine bir İnceleme", Çukurova Ü. İ.İ.B.F. Dergisi, Yıl:1994, Cilt:5, Sayı:1, s.353-367.
- 9) "Uluslararası Finansman, Tahvil Piyasaları, Kredi Değerliliği (Rating) ve Gelişmekte Olan Ülkeler", İktisat-İşletme ve Finans Dergisi, Yıl:9, Sayı:103, Ekim 1994, s.10-24.
- 10) "Uluslararası Finansman ve Tahvil Piyasaları: Türkiye ve Diğer Gelişmekte olan Ülkelerin Dış Finansman Kaynakları Açısından Bir İnceleme", Maliye Yazıları Dergisi, Sayı.43, Nisan-Haziran 1994, s.36-58.
- 11) "Kambiyo Politikaları, Dış Ticaret ve Enflasyon", İktisat-İşletme ve Finans Dergisi, Yıl:8, Sayı:85-86, Nisan-Mayıs 1993, s.33-43.