

**T.C.
ANKARA ÜNİVERSİTESİ
SOSYAL BİLİMLER ENSTİTÜSÜ
KAMU EKONOMİSİ ANABİLİM DALI**

**1980 SONRASI TÜRK DIŞ BORÇLARI
VE
DIŞ BORÇLANMADA RİSK YÖNETİMİ**

Yüksek Lisans Tezi

Murat ALTUN

**Tez Danışmanı
Doç. Dr. Abuzer PINAR**

**ANKARA
Mayıs/2008**

İÇİNDEKİLER

İÇİNDEKİLER.....	I
KISALTMALAR	IV
TABLolar LİSTESİ	VI
GRAFİKLER LİSTESİ	VII
GİRİŞ.....	1

I. BÖLÜM

DEVLET BORÇLANMASI ve ÇEŞİTLİ YÖNLERİ

I.1. DEVLET BORÇLANMASI KAVRAMI	9
I.1.1. Tanımı ve Önemi	9
I.1.2. Devlet Borçlanmasına İlişkin Görüşler	11
I.1.2.1. Klasik Maliyecilerin Görüşü	11
I.1.2.2. Modern Maliyecilerin Görüşü	14
I.2. DEVLETİN BORÇLANMA NEDENLERİ	16
I.3. KAMU KESİMİ BORÇLANMA GEREĞİ	22
I.4. DEVLET BORÇLARININ SINIFLANDIRILMASI.....	26
I.5. DEVLET BORÇLARININ KAYNAKLARI	28
I.5.1. İç Kaynaklar	29
I.5.2. Dış Kaynaklar	31
I.5.2.1. Klasik Dış Borçlanma Kaynakları	32
I.5.2.1.1. Hükümet Kredileri	32
I.5.2.1.2. Çok Taraflı Kuruluşlardan Sağlanan Krediler	33
I.5.2.1.3. İhracat Kredileri	34

I.5.2.1.4. Ticari Krediler	35
I.5.2.2. Yap-İşlet-Devret/Yap İşlet Yöntemleri	36
I.5.2.3. Sermaye Piyasaları Aracılığı İle Borçlanma	37

II. BÖLÜM

TÜRKİYE'NİN DIŞ BORÇLARININ GÖRÜNÜMÜ

II.1. TÜRKİYE'NİN DIŞ BORÇ STOKU	41
II.2. DIŞ BORÇLARIN ALACAKLILARA GÖRE DAĞILIMI	45
II.2.1. Uluslararası Para Fonu	46
II.2.2. Dünya Bankası	50
II.3. DIŞ BORÇ STOKUNUN VADE YAPISI	53
II.4. DIŞ BORÇLARIN BORÇLULARA GÖRE DAĞILIMI	55
II.5. DIŞ BORÇLARIN YABANCI PARA BİRİMLERİNE GÖRE DAĞILIMI.....	58
II.6. TÜRKİYE'NİN DIŞ BORÇ RASYOLARI	61

III. BÖLÜM

DIŞ BORÇLANMADA RİSK YÖNETİMİ

III. 1. RİSK KAVRAMI ve DIŞ BORÇLANMADA KARŞILAŞILAN RİSKLER	67
III. 1. 1. Risk ve Risk Yönetimi Kavramı	67
III. 1. 2. Dış Borçlanmada Risk Yönetiminin Önemi	68
III. 1. 3. Borç Yönetimlerinin Karşılaştığı Riskler	72
III.1.3.1. Piyasa Riski	74

III.1.3.1.1. Faiz Oranı Riski	75
III.1.3.1.2. Döviz Kuru Riski	78
III.1.3.1.3. Ürün Riski	86
III.1.3.1.4. Ülke Riski (Ülkenin Kredibilitesi)	86
III.1.3.2. Likidite Riski	90
III.1.3.3. Karşı Taraf (Kredi) Riski	94
III.1.3.4. Operasyonel Risk	96
III.1.3.5. Koşullu Yükümlülükler (Contingent Liabilities) Riski	98
III. 2. RİSKTEN KORUNMA TEKNİKLERİ	104
III.2.1. Vadeli İşlem Sözleşmeleri (Future Sözleşmeleri)	105
III.2.2. Forwards İşlemleri	107
III.2.3. Takas İşlemleri (Swap İşlemleri)	110
III. 2.3.1. Faiz Oranları Takası	112
III.2.3.2. Döviz takasları	113
III.2.4. Opsiyon Sözleşmeleri	116
III. 3. RİSK YÖNETİMİNİN YASAL DAYANAĞI ve	
RİSK YÖNETİMİNDE ÖRGÜTSEL YAPI	118
III.3.1. Dış Borçlanma Mevzuatı ve Risk Yönetimi	118
III.3.2. Risk Yönetiminde Örgütsel Yapı	121
SONUÇ ve DEĞERLENDİRME	126
KAYNAKÇA	135
ÖZET	144
ABSTRACT	146
TABLolar	i

KISALTMALAR

AB	: Avrupa Birliği.
ABD	: Amerika Birleşik Devletleri.
CHF	: İsviçre Frangı.
CPL	: (Currency Pool Loans): Döviz Havuzu
DÇM	: Döviz Çevrilebilir Mevduat.
DEM	: Alman Markı
DPT	: Devlet Planlama Müsteşarlığı.
DTÖ	: Dünya Ticaret Örgütü.
EUR	: Avro.
FOB	: (Free On Board): Gemi Bordasında Teslim
FRF	: Fransız Frangı.
GBP	: İngiliz Sterlini.
GSMH	: Gayri Safi Milli Hasıla.
HM	: Hazine Müsteşarlığı.
ICSID	: Uluslararası Yatırım Anlaşmazlıkları Çözüm Merkezi.
IDA	: Dünya Bankası içerisinde bulunan Uluslar arası Yardım Kurumu.
IDB	: İslam Kalkınma Bankası.
IFC	: Dünya Bankası içerisinde bulunan Uluslararası Finansman Kurumu.
IMF	: (International Monetary Fund): Uluslararası Para Fonu.
JCR	: Japon Credit Rating Agency Ltd.
JPY	: Japon Yeni.
KİT	: Kamu İktisadi Teşebbüsü.
KKBG	: Kamu Kesimi Borçlanma Gereği.

KKNNG	: Kamu Kesimi Net Nakit Gereksinimi.
LİBOR	: Londra Bankalar Arası Faiz Oranı (bankaların birbirlerine ödünç vermede başvurdukları kısa vadeli toptancı piyasasında uygulanan faiz oranı).
MIGA	: Uluslararası Yatırımları Garanti Kurumu.
NLG	: Hollanda Florini.
OECD	: (Organisation for Economic Co-operation and Development) Ekonomik Kalkınma ve İşbirliği Örgütü.
OPEC	: (Organization of the Petroleum Exporting Countries) Petrol İhracat Eden Ülkeler Birliği
S&P	: Standar & Poor's Şirketi.
SDR	: Özel Çekme Hakkı.
TBMM	: Türkiye Büyük Millet Meclisi.
TCMB	: Türkiye Cumhuriyeti Merkez Bankası.
UNESCAP	: (United Nations, Economic and Social Commission for Asia and the Pasific): Birleşmiş Milletler, Asya Pasifik Ekonomik ve Sosyal Komisyonu
USD	: Amerikan Doları.
Yİ	: Yap-İşlet.
YİD	: Yap-İşlet-Devret

TABLolar LİSTESİ

Tablo 1: Dış Borç Rasyoları	74
Tablo 2: Döviz Kuru Riski Ve Kamu Dış Borç Stoğuna Etkisi	100
Tablo 3: Yıllar İtibariyle Kamu Finansman Dengesi	i
Tablo 4: Kamu Harcamalarının GSMH'ye Oranları	ii
Tablo 5: Kamu Borç Stoku Ve GSMH'ye Oranı	iii
Tablo 6: Dünya Bankası Verilerine Göre, Türkiye'nin Dış Borç Tutarları	iv
Tablo 7: Dış Borçların Vadelerine Göre Dağılımı (Dünya Bankası Verileri)	v
Tablo 8: Dış Borç Stokunun Yüzde Dağılımı	vi
Tablo 9: Türkiye'nin Dış Borç Stokları	vii
Tablo 10: Türkiye'nin Dış Borç Stokunun Dağılımı	viii
Tablo 11 : GSMH Ve Toplam Dış Borç Artış Oranları	ix
Tablo 12: Uluslararası Para Fonu'ndan Sağlanan Finansman	x
Tablo 13: Alacaklılara Göre Dış Borç Stoku (Eski Seri)	xi
Tablo 14: Alacaklıya Göre Dış Borç Stoku (Yeni Seri)	xiii
Tablo 15: Dış Borcun Alacaklılara Göre Dağılımı	xiv
Tablo 16: Dış Borcun Borçlulara Göre Dağılımı	xv
Tablo 17. Borçlulara Göre Kamu Dış Borç Stoku	xvii
Tablo 18: Dış Borçların Döviz Kompozisyonu	xiii
Tablo 19: Dış Borçların Döviz Kompozisyonu Ve Kur Etkisi	xix
Tablo 20: Türkiye'nin Kredi Notu	xx
Tablo 21: Hazine Garantili Dış Borç Stoku.....	xxi

GRAFİKLER LİSTESİ

Grafik 1: Kamu Gelir – Gider Dengesi.....	21
Grafik 2: Kamu Kesimi Borçlanma Gereği	29
Grafik 3: Kamu Borç Stokunun Dağılımı	32
Grafik 4: İç Borçların Alıcılara Göre Dağılımı	35
Grafik 5: Türkiye’nin Dış Borçların Dağılımı	49
Grafik 6: Dış Borçların GSMH’ye Oranı	52
Grafik 7: GSMH Ve Dış Borçların Artış Oranları	53
Grafik 8: IMF’e Olan Borç Stoku	58
Grafik 9: Türkiye’nin Dış Borcunun Vade Yapısı	64
Grafik 10: Kamu Dış Borcunun Borçlulara Göre Dağılımı	67
Grafik 11 : Dış Borçların Döviz Kompozisyonu	69
Grafik 12: Kamu Borç Stokunun Faiz Yapısı	91

Giriş

Ülkeler arasında gelişmişlik açısından büyük farklılıklar bulunmaktadır. Bu gelişmişlik farklılıklarına bağlı olarak, ülkeler gelişmiş ülkeler ve gelişmekte olan ülkeler olmak üzere ikiye ayrılırlar. Öte yandan, sadece kendi kaynakları ile gelişmiş ülkeler ile aralarındaki gelişmişlik farkını kapatmaları mümkün olmadığından, gelişmekte olan ülkeler, kalkınma hamlelerini gerçekleştirmeleri için dış tasarruflara ihtiyaç duymaktadırlar.

Dış borçlanma sadece gelişmekte olan ülkelerin başvurdukları bir araç değildir. Gelişmiş ülkeler de çeşitli saiklerle dış borçlanma yoluna gitmektedirler. Ancak, gelişmiş ülkeler ile gelişmekte olan ülkelerin dış borçlanma nedenleri birbirinden farklılık arz etmektedir. Gelişmiş ülkeler daha ziyade, bozulan ekonomik dengeleri yeniden rayına oturtmak amacıyla dış borçlanmaya başvururken; ülkemiz gibi gelişmekte olan ülkeler, büyük yatırım projeleri, bütçe açıkları ve ödemeler dengesi açıklarını finanse etmek amacıyla dış borçlanmaya başvurumaktadırlar.

Öte yandan, gelişmiş ülkeler, gerek döviz kurunun bünyesinde taşıdığı riskler ve gerekse mali piyasalarının derinleşmiş olması nedeniyle, yabancı para birimleri cinsinden dış borçlanma yoluna gitmemektedirler. Ancak, Türkiye gibi gelişmekte olan ülkelerin, iç tasarruflarının yetersizliği, borçlarının vadelerini genişletmek, farklı varlık piyasaları aracılığı ile faiz oranı riskini çeşitlendirmek, döviz rezervlerini güçlendirmek gibi nedenlerle uluslararası borç piyasalarına girmesi neredeyse bir zorunluluk teşkil etmektedir. Hal böyle olunca, bu gibi ülkelerin döviz kuru ve faiz oranı riskini minimize edecek, döviz ve faiz takasları gibi türev araçları kullanmaları gerekecektir (CASSARD and FOLKERTS-LANDAU, 1997: 13-14).

Dış borçlar, iç borçlara nazaran ülkeye bir kanyak transferi sağlarlar. Ancak, bu borçlar geri dönüşümü olan ve ülke ekonomisine katkı sağlayacak büyük yatırım projeleri için alınması halinde, ülke kalkınmasına katkı sağlarlar. Aksi halde, bu borçlar anapara borcu yanında bir de faiz ödemeleri şeklinde geri ödeneceğinden, ülke ekonomisine etkisi olumsuz da olabilmektedir.

Bununla birlikte, dış borçların gerçekten kaynak transferi şeklinde gerçekleşip gerçekleşmediği konusunda tartışmalar bulunmaktadır. Çünkü, iç ve dış borç ayırımında, borcun uluslararası piyasalardan mı yoksa iç piyasalardan mı temin edildiği kriteri kullanılmaktadır. Oysa, çoğu ülke borç senetlerini elinde bulunduran kişilerin kim olduğunu tam olarak bilememektedir. Dış piyasalardan temin edilmesine rağmen, gerçekte tahvil sahipleri yurtiçinden olabilmektedirler. Kaldı ki, artan finansal entegrasyon ve serbest sermaye akışı altında, iç ve dış borç arasındaki geleneksel fark gittikçe azalmıştır. Bu yüzden, iç ve dış borçların ayrı ayrı ele

alınması yerine borçların bir bütün olarak ele alınması, sadece karşılaşılabilecek risk ve korumasızlıkların izlenmesi amacıyla iç ve dış borç ayırımına gidilmesinin daha uygun olacağı ileri sürülmektedir (PANİZZA, 2008).

Diğer taraftan, devlet borçlanmasına bakış açısı, mali yaklaşımlara göre farklılıklar göstermektedir. Klasik maliyeciler, devlet borçlanmasının olağandışı bir uygulama olduğunu, zorunlu olmadıkça bu yola başvurulmaması gerektiğini ileri sürerlerken; modern maliyeciler, devlet borçlanmasına maliye politikasının bir aracı olarak bakmışlardır.

Ülkemizdeki uygulamaya baktığımızda ise, bu yaklaşım tarzlarından farklı olarak, kamu açıklarının Merkez Bankası kaynaklarından karşılanmasının enflasyonist etki yaratacağı gerçeğinden hareketle, devlet borçlanmasına yöneldiği ve devlet borçlanmasının kamu maliyesi açısından normal bir faaliyet gibi algılandığı anlaşılmaktadır.

Ancak, geçmiş uygulamalar, kısa vadeli ve yüksek faizli iç borçlanmanın – sonuçları itibariyle- Merkez Bankası finansmanından çok farklı sonuçlar doğurmadığını ortaya koymuştur. Bu tür bir borçlanma yöntemi, çok kısa vadede parasal genişlemeyi sınırlandırıp enflasyonu baskı altına alsada dahi, bir yıl ve ötesinde enflasyonist sonuçlar doğurmuştur (YARAR, 1994: 8).

Dış borçlar konusunda da benzer bir sonuç ile karşılaşmaktayız. Dış borçlanma, rezerv artışları yoluyla, parasal genişlemeye yol açarken, enflasyonla mücadeleyi de zorlaştırmıştır.

Öte yandan, yıllar itibariyle Türkiye'nin dış borçları incelendiğinde, 1985 yılından itibaren Hazine, diğer kamu kurumları ve özel kesimin (bankalar ve şirketler) dış borçlarında önemli artışlar olduğu anlaşılmaktadır.

Denilebilir ki, Türk lirası fon maliyetlerinin bu denli yüksek olduğu ve yurtdışı dövizli fon maliyetlerinin (beklenen kur riski dahil) en az 20-25 puan üzerinde olduğu bir ortamda fon kullanıcı kesimlerin (gerek kamu ve gerekse özel kesim) daha düşük maliyetli dış kaynaklara yönelmeleri doğaldır. Böyle bir ortamda dış kaynaklı fonların TL fonları ile rekabete girerek bu tür fonların fiyatını nisbi olarak sınırlandıracağı dahi söylenebilir. Ancak, burada hatırlanması gereken dövizli fon maliyetlerinin TL maliyetlerine oranla nisbeten daha düşük kalması bizzatihi takip edilen döviz kuru politikası (TL'nin aşırı değerlenmesi) ile ilgilidir. Ve 5-6 yıl süre ile takip edilen bu politika Türkiye'de aşırı boyutta ve kısa vadeli bir dış borçlanma ile sonuçlanmış ve 1994 yılının başından bu yana yaşanan derin iktisadi krizin temel nedenlerinden birisi olmuştur. 1985 sonrası dönemde dış borçlanma bir alternatif olarak düşünülürken, Türkiye'nin dış borçluluk açısından pek de olumlu bir noktada bulunmadığı hesaba katılmamıştır.

Dış borç maliyetlerinin, iç borçlanmaya göre daha ucuz olması ya da iç borçlanmaya nazaran net kaynak transferine neden olması gibi olumlu yanlarının

yanı sıra; bu borçlanma türünün, ülkelerin hem ekonomik ve hem de siyasi bağımsızlığını tehdit edebilme özelliğine sahip olması bu borçların dikkatle izlenmesini ve yönetilmesini gerekli kılmaktadır.

Son dönemlerde, Güneydoğu Asya, Doğu Avrupa ve Latin Amerika ülkelerinde yaşanan iktisadi krizler, dış borçların krizlerin ana sebebi olmalar da, krizlerin derinleşmesinde önemli etkilerinin olduğunu; dış yükümlülükler üzerinde olumsuz etkiler meydana getirdiklerini ve dolayısıyla etkin bir şekilde yönetilmesi gerektiğini göstermiştir.

Örneğin, Krueger, sabit kur uygulaması ve dış borç stokunun kontrolsüzce büyümesi sorununu, Arjantin 2001 krizinin nedenleri arasında saymıştır. Arjantin’de 1991 yılında uygulamaya konulan “Konvertibilite Planı”nın saç ayaklarından birisi, yerel para birimi olan Peso ile ABD Dolarına arasındaki paritenin sabitlenmiş olmasıdır. Öte yandan, para kurulu uygulaması, bağımsız bir para politikasını uygulama şansını sona erdirdiği için, yıllar itibariyle peso sürekli olarak dolar karşısında değer kazanmış ve bu durum ülkenin ihracat gelirlerini azaltarak, mal ve hizmet ihracat gelirlerinin beş katı düzeyinde olan döviz cinsi borçların çevrilememesi sorunun doğmasına neden olmuştur (KRUEGER, 2002).

Diğer taraftan, dış piyasalarla entegre olmuş ve dolayısıyla sermaye hareketlerinin serbest dolaştığı ülkeler açısından, içsel şoklar kadar dışsal şoklar da ülke ekonomisini olumsuz şekilde etkileyebilmektedir. Nitekim, Arjantin 2001 krizini tahlil eden Mussa’ya göre, 1999 yılının başlarında yaşanan Brezilya

ekonomik krizi, bono faizlerini yükseltmek suretiyle Arjantin için negatif şoklar yaratmıştır (Musa, 2008).

Yukarıda yapılan açıklamalar, devlet borçlarının etkin ve aktif bir şekilde yönetilmesi gerektiğini bir kez daha ortaya koymaktadır. Öte yandan, devlet borçlarının yönetilmesi sorunu, sadece kamu maliyesi açısından değil, makroekonomik dengelerin sağlanması ve sürdürülmesi açısından da gerekli ve zorunludur. Çünkü, ekonomik olgular birbirleri ile yakın ilişkilidir ve bu olgulardan birisinde yaşanan bir sorun, zincirin diğer halkalarını da etkileyerek küresel bir olgu haline gelebilmektedir.

Dış borçların yönetimi konusu, mahiyeti itibariyle çok geniş bir yelpazeyi kapsamaktadır. Devlet borç yönetiminin önemli bir boyutu da, bu borçları yönetirken karşılaşılan riskler ve bu risklerin yönetilmesidir. Bu riskler iyi yönetilmediği zaman, bir yandan devletin borç miktarları bir anda katlanırken, diğer yandan doğabilecek bir borç krizi, diğer ekonomik olguları da olumsuz etkileyerek ekonomik krize neden olabilmektedir.

Dış borçlanmada risk yönetimi, dış borçların yönetimi sorunun bir parçasıdır ve esasında borç yönetiminin merkezine oturtulması gerekmektedir. Zira, risk yönetimi statik değil dinamik bir süreçtir ve dış borçların aktif bir şekilde yönetilmesini gerektirmektedir. Risk kavramını dikkate almayan bir yönetim anlayışı başarısız olmaya mahkumdur.

İşte, risk yönetiminin bu öneminden dolayı, modern risk yönetim politikaları, OECD bölgesinde, devlet borç yönetiminin önemli bir parçası haline getirilmiştir (BLOMMESTEİN, 2005: 12).

Uluslararası piyasada risk yönetimine atfedilen değerin artması ve risk esaslı mali yönetim yaklaşımının benimsenmesi esası, ülkemizde de etkisi göstermiş, 1990'lı yılların başında özel sektörde başlayan risk esaslı yönetim ve denetim faaliyetleri, kamu mali sistemini de etkilemiştir. Nitekim, kamu mali sistemimizde köklü değişiklikler yapan ve 2003 yılında Resmi Gazete'de yayımlanan 5018 Sayılı Kamu Mali Yönetimi ve Kontrol Kanunu ile, kamu mali sistemimize iç denetim sistemi getirtirilerek, bu denetimin risk esaslı yapılması anlayışı benimsenmiştir.

Yukarıda yapılan açıklamalar birlikte değerlendirildiğinde, çalışmamızda dış borç konusu ve dış borçlanmada risk yönetiminin seçilmiş olmasının birkaç nedeninin bulunduğu anlaşılmaktadır. Bu nedenlerden birincisi, dış borçlanmanın, ülkenin uluslararası kaynaklara ulaşımını artırarak ülkeye kaynak transferi şeklinde gerçekleşmesi ve ülke kalkınması için dış kaynak ihtiyacının bir zorunluluk olarak karşımıza çıkması; ikincisi, bu kaynak transferine karşılık, bu borçların geri ödemesi döviz cinsinden gerçekleşeceği için, bu borçların iyi yönetilmemesi halinde, dışa açık bir ekonomik politika izleyen ülkemizin dış şoklara karşı daha duyarlı hale gelmesi ve dolayısıyla ülkenin borç krizi ile karşı karşıya kalabilme olasılığının yüksek olması; üçüncüsü ise, borç krizlerine mahal vermemek için, gittikçe yaygınlık kazanan “risk yönetimi”nin dış borç yönetiminin merkezine oturtularak, dış borçların etkin ve aktif bir şekilde yönetilmesi gerektiğidir.

Bu çalışmadaki amacımız ise, dışa açılma süreci ile birlikte dış borçlarımızın nasıl bir seyir izlediği, bu borçların sürdürülebilir olup olmadığı, dış borç rasyolarımızın ne durumda olduğunu ortaya koymak ve özellikle OECD bölgesinde yaygınlık kazanan dış borçlanmada risk yönetimi hakkında fikir geliştirmektir.

Çalışmamız, üç bölümden oluşmaktadır. İlk bölümde, devlet borçlanmasına ilişkin kavram tanımlamaları ve maliye okullarının borçlanma hakkındaki görüşleri, borçlanmanın kaynakları ve borçlanma nedenleri ortaya konulmuş; ikinci bölümde ise, Türkiye'nin dış borçlarının alacaklılar, borçlular ve vade yapılarının nasıl bir dağılım gösterdiği ve dış borç rasyolarının ne durumda olduğu açıklanmış; üçüncü bölümde ise, dış borçların yönetimi sorununun sadece "Risk Yönetimi" boyutu üzerinde durulacak olup, kamu dış borç yönetiminde karşılaşılan risklerin ve riskten korunma tekniklerinin neler olduğu hususu ile dış borçlanmada risk yönetiminin nasıl gerçekleştirilebileceği hususu ortaya konulmuştur.

Çalışmamız kaynak taramasına dayanmakta olup, Türkiye'nin dış borç verilerine ilişkin bilgiler Hazine Müsteşarlığı, Merkez Bankası, Uluslararası Para Fonu, OECD ve Dünya Bankası kaynaklarından derlenmiştir.

I. BÖLÜM

DEVLET BORÇLANMASI ve ÇEŞİTLİ YÖNLERİ

I.1. DEVLET BORÇLANMASI KAVRAMI

I.1.1. Tanımı ve Önemi

Önemli bir kamu geliri olan borçlanma, kamu maliyesi içerisinde ayrı bir disiplin olarak yer almakta ve "Devlet Borçları" ya da "Kamu Kredisi" adını almaktadır. Devlet Borçları (Public Debt) yalnız merkezi devletin değil, mahalli idarelerin ve öteki kamu kuruluşlarının da borçlanmalarını kapsamaktadır (EKER ve MERİÇ, 1999: 4).

Devlet, ya iç piyasadan yada dış piyasadan borçlanmaktadır. Dış borçlanmayı, fon fazlası bulunan ekonomilerden, fon açığı bulunan ülkelere yönelik akımlar şeklinde tanımlamak mümkündür (EĞİLMEZ (a), 2001).

Özellikle, kamu maliyesi alanında ortaya çıkan gelişmeler ve fonksiyonel maliye anlayışının günümüzde kazandığı önem, devlet borçlanması'nın fiskal amaçlar dışında ektrafiskal amaçlarla da uygulanmasına ve gittikçe önem kazanmasına neden olmuştur. Devlet borçlanması'nın, kaynakların üretken alanlardan üretken olmayan alanlara yönelmesinden başka bir şey olmadığını ve dolayısıyla kamu harcamalarının verimsiz olduğu şeklindeki klasik anlayış, bir taraftan olağanüstü koşulların zorunlu kılması, diğer taraftan mali ve ekonomik konulardaki düşünce ve anlayışın değişmesiyle önemini yitirmiştir.

Klasik maliyecilere göre borçlanma olağanüstü bir kamu geliridir ve ancak büyük kamu yatırımları ve savaşlar gibi olağanüstü durumlarda başvurulmalıdır. Ancak, günümüz sosyal devlet anlayışı içerisinde, yıllık bütçe açıklarını kapatmak, kamu gelir ve giderleri arasında zaman itibarıyla meydana gelen dengesizlikleri gidermek, ekonomide konjoktüre bağlı olarak oluşan atıl fonları, devlet aracılığı ile tekrar aktif hale getirmek için de borçlanma yoluna gidildiği görülmektedir.

Devlet borçlanması, 1929-1930 ekonomik krizini yenmek için başvuru olan bütçe açığına dayalı harcama politikasının başlıca aracı olmuş, bunun sonucu gerek buhranlarla savaşta ve gerekse tam istihdamı sağlamak için kullanılan maliye politikası araçlarından birisi haline gelmiştir.

Öte yandan, gelişmekte olan ülkeler ekonomik büyümelerini gerçekleştirmek için, ek sermayeye ihtiyaç duyarlar. Zira, gelir seviyesinin düşük olması nedeniyle marjinal tasarruf eğiliminin küçük olması, bu ülkelerin sanayileşmelerine diğer

faktörlerin yanında bir darboğaz oluşturmaktadır; bu ülkeler hızlı sanayileşmek isterken, genellikle yatırımları yurtiçi tasarruflarını aştığından dış kaynaklara ihtiyaç duymaktadırlar. Yatırımlarının (I), yurtiçi tasarruflarından (S) yüksek olmasından doğan tasarruf açığı (I-S), yurtdışından transfer edilerek, ithalatla ihracat arasındaki ithalat lehine meydana gelecek farkla ($M > X$) karşılanabilmektedir (YILDIZ, 1988: 6).

Ancak bu konuda önemli olan nokta; bir ülkede borçlanmaya başvurabilmek için o ülkenin vergi kapasitesinin tam olarak kullanıp kullanılmadığı meselesidir. Yani vergilendirilecek vergi rezervleri mevcut olduğu halde borçlanmaya başvurmak devleti riske sokar (İNCE, 1996: 22).

Görüldüğü üzere, günümüzde borçlanmaya çeşitli amaçlarla başvurulmaktadır. Kimi zaman, ekonominin içerisinde bulunduğu darboğazların aşılması, kimi zaman yurtiçindeki yersiz tasarruf miktarlarının dışardan transferi ve kimi zaman da sırf bütçe açıklarının kapatılması amacıyla borçlanmaya başvurulmaktadır.

I.1.2. Devlet Borçlanmasına İlişkin Görüşler

I.1.2.1. Klasik Maliyecilerin Görüşü

Klasik maliyeciler, devletin faaliyet alanını oldukça küçük tutmuşlardır. David Hume, Adam Smith ve David Ricardo gibi klasik maliyecilere göre,

borçlanma ile finanse edilen kamu harcamalarının ekonomi üzerinde herhangi bir etkisi bulunmamaktadır. Kamu harcamalarında bu şekilde bir artış olması halinde, özel sektör bu tutar kadar yatırım ve tüketim harcamalarını azaltır (BAĞCI, 2001: 18-24).

Klasik maliyecilerden Hume göre, devlet borçlanmasının sakıncaları şunlardır;

- 1- Halkın parasını arazi, fabrika gibi yatırımlar yerine devlet borçlanma araçlarına yatırması sonucu, üretim ve istihdam azalacaktır.
- 2- Kamu borçlanma araçlarının para gibi kullanılabilir olması nedeniyle altın ve gümüşün değeri azalacaktır.
- 3- Devlet borçlarının faizlerinin ödenmesi için vergilerin arttırılması ve bunun da fakir kesimin gelirlerini önemli oranda azaltması. Çünkü, devlete borç veren kesimler zengin kişiler oldukları için ve bu verdikleri borçlardan faiz geliri elde ettikleri için, borçların faizlerini karşılamak için konular vergiler bu kişileri etkilemeyecektir.
- 4- Borçların yabancıların eline geçmesi halinde, devlet yabancıların etkisi altına girecektir. Ricardo da devlet borçlanmasının bu

sakıncalı yönüne vurgu yapmıştır. Ona göre, borçların faizlerini ödemek için vergilerin yükseltilmesi gerekeceğinden, yüksek borçlu ülkelerden dışarıya sermayenin kaçması imkan dahilinde olacaktır.

- 5- Devlet borçlanması rantıye sınıfını yaratacak, rantıye sınıfının hiç çalışmadan hayatlarını geçirmeleri garanti altına alınmış olmaktadır.
- 6- Devlete borç veren kişiler faiz geliri elde ettikleri için, gelir dağılımı bu kişiler lehine bozulacaktır.

Devletin ekonomiye müdahalesini kaynakların heba edilmesi olarak kabul ettikleri için, klasik maliyecilere göre devlet sadece savunma, adalet, eğitim ve sağlık gibi hizmetleri yürütmelidir. Devlet bütçesi daima gelir ve gider kalemleri birbirine eşit olarak hazırlanmalı ve bütçe açıklarına yer verilmemelidir. Klasiklere göre devlet olağanüstü haller dışında hiçbir zaman ve hiçbir şekilde borçlanmamalıdır.

Klasik maliyeciler, ekonomik faaliyet içerisinde devlete çok küçük bir pay biçtikleri için maliye politikasına önem vermemektedirler ve dolayısıyla maliye politikasının bir aracı olan devlet borçlanmasına da taraftar değildirler. Çünkü, olanlara göre, piyasalar, arz ve talep kanunları sayesinde daima dengededir, devletin borçlanma suretiyle piyasadan kaynak çekmesi dışlama etkisi yaratarak piyasaların dengeden uzaklaşmasına neden olmaktadır.

Bu görüşü savunanlara göre; devletin borç yükü daima gelecek nesillere yansıtılmaktadır. Borçlanma suretiyle gerçekleştirilen hizmetten yararlananlarla, bu borçları ödeyenler farklı kimseler olmaktadır (TURAL, 1992: 25).

I.1.2.2. Modern Maliyecilerin Görüşü

Bilindiği üzere 1929 yılında dünyada ekonomik buhran yaşanmış ve klasik iktisatçıların, yukarıda açıklamış olduğumuz ekonomik anlayışları ile bu buhrandan çıkmak imkansız olmuştur. İşte bu ortamda ortaya atılan ve maliye literatüründe yeni bir akımı başlatan Keynesyen politikalar sayesinde bu buhrandan çıkış olanak haline gelmiştir.

Modern iktisatçıların başını çeken Keynesyen iktisatçılara göre, önemli olan bütçe denkliliği değildir; önemli olan ekonominin genel dengesidir. Onlara göre, maliye politikasında makroekonomik şartların gözetilmesi gerekir. Ekonomik durgunluk dönemlerinde başarılı bir şekilde uygulanan açık bütçe politikaları, kalkınmakta olan ülkeler için vazgeçilmez bir yöntemdir.

İşte bu bağlamda, Keynesyen teori, klasik teorinin aksine ekonominin otomatik olarak dengeye gelmeyebileceğini, ekonomiye devlet müdahalesinin gerekli olduğunu ileri sürerek; kamu borçlanmasını tam istihdamın sağlanmasının bir aracı olarak görmektedir.

Öte yandan, modern maliyecilere göre, borçların yükünün gelecek kuşaklara nakledildiği yolundaki düşünceler de yanlıştır ve borçların hakiki yükü gelecek nesillere yansımamaktadır. Vergi yükü çeken toplum ve ekonomi aynıdır. Toplum ihtiyaçları borç alınarak önceden karşılandığı için gelecek kuşaklar daha iyi bir hayat yaşayacaklar ve karşılığında da faiz miktarı kadar ek yük taşıyacaklardır (TURAL, 1992:27).

Onlar, devlet borçlanmasına, yalnızca gelir temin etmek amacıyla başvurulmasını kabul etmezler. Fonksiyonel maliyeciler borçlanmanın ekonominin içinde bulunduğu şartlara uygun olarak kullanılması gerektiğini savunurlar.

Bu maliyecilere göre önemli olan toplumun zenginliğidir. Dolayısıyla iç borçlanmadan ziyade dış borçlar daha etkindir. Çünkü iç borçlanmada kaynaklar bir kesimden diğerine aktarılmakta ve dolayısıyla net etki nötrdür (TURAL, 1992: 27).

Genellikle klasikler, sadece olağanüstü durumlarda borçlanmayı uygun buldukları için eleştirilirken, Keynesci maliyecilerin devlet borçlarının faydalarını abarttığını söyleyebiliriz. Çünkü, ülkemiz örneğinde de rahatlıkla görülebileceği üzere, iyi bir borç yönetimi sergilenmediği zaman devlet borçları çok önemli bir sorun haline gelebilmekte ve alacaklı dış güçlerin ülkenin iç işlerine karışmasına yol açan bir araç haline de gelebilmektedir. Yani, fiskal amaçlar yanında, iktisadi ve sosyal ekstra fiskal amaçların gerçekleştirilmesi için iyi bir politika aracı olan devlet borçlanması, iyi yönetilmediği ve belli bir sınırı aşması halinde beraberinde yeni sorunları da getirebilecek bir yapıya sahiptir.

I.2. DEVLETİN BORÇLANMA NEDENLERİ

Devlet borçlanmasının çeşitli nedenleri bulunmaktadır. Bilinen en klasik borçlanma nedeni, devletin normal gelirlerinin, giderlerini karşılayacak düzeyde olmaması, yani bütçe açığının olmasıdır.

Devlet bütçesinin bir tarafında, kamu harcamaları yer alırken, diğer tarafında kamu gelirleri yer almaktadır. Bütçe tekniği açısından, kamu harcamalarının kamu gelirlerine eşit olması gerekmektedir. Zira, karşılığı olmayan bir harcamadan söz etmek mümkün değildir. Hal böyle olunca, normal kamu geliri kabul edilen vergi gelirleri ile kamu harcamaları arasında, kamu harcamaları lehine ortaya çıkan farkın, ya emisyon (para basma) yada iç veya dış borçlanma ile karşılanması gerekmektedir.

Gelişmekte olan ülkeler ile gelişmiş ülkelerin borçlanma nedenleri birbirinden farklılık göstermektedir. Gelişme yolunda olan ülkeler daha ziyade, kaynak yetersizliğinden kaynaklanan gerekçelerle borçlanmaya başvururken; gelişmiş ülkeler ise daha ziyade bir politika aracı olarak bu yola başvurmaktadır.

Nitekim, az gelişmiş bir ülke olarak Türkiye daha ziyade gelir sağlamak amacıyla borçlanmaya başvururken; ABD, arz-talep dengesizliklerini, gelir dağılımı adaletsizliklerini gidermek gibi amaçlarla borçlanmaya başvurmaktadır. 1929-1930 dünya ekonomi bunalımını yenmede ABD Başkanı F.D. Roosevelt uyguladığı maliye politikasında en büyük ağırlığı borçlanma politikasına vermiştir (İNCE, 1996: 32).

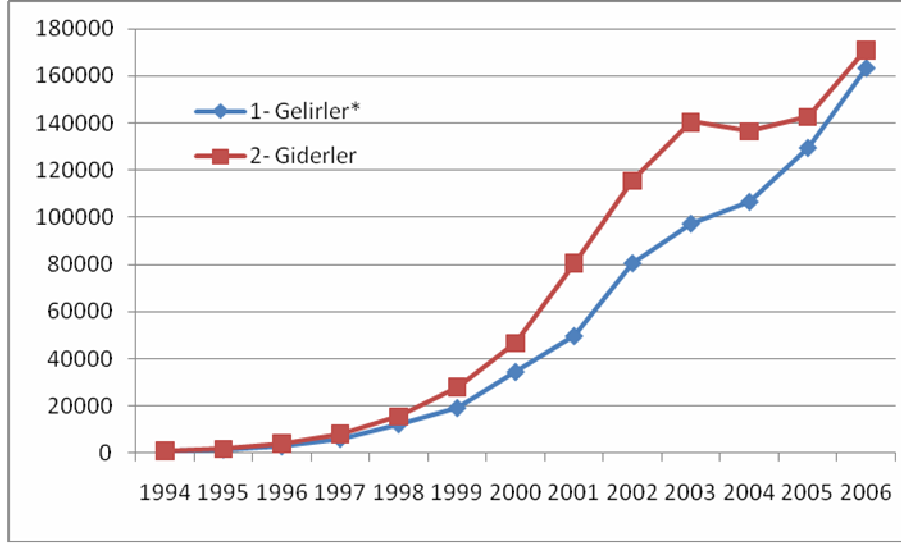
Nedenleri ÷lkeden ÷lkeye değişmekle beraber, borçlanmanın temel nedenlerini şöyle sıralamak mümkündür (DPT, 2001: 45):

- Bütçe açıklarının giderilmesi,
- Savunma giderleri için finansman sağlanması,
- Büyük yatırım ve reformların finanse edilmesi,
- Ekonomi krizlerinin aşılmasına destek sağlanması,
- Tasarrufların belli yatırımlara kanalize edilmesinin sağlanması,
- Vadesi gelmiş borçlara finansman sağlanması.¹

÷lkemizin borçlanmasının en temel nedeni, devletin toplam gelirlerinin devletin toplam giderlerini karşılayamaması dolayısıyla ortaya çıkan bütçe açığıdır. Bu durumu aşağıdaki grafikte görmek mümkündür.

¹ Borcun borçla ödenmesi uygulanmasına röfinansman kredileri denilmektedir. Borçlanılarak elde edilen kaynaklardan, vadesi gelen borçların geri ödemeleri yapıldıktan sonra kalan kısım net borçlanma hasılatını oluşturmaktadır.

GRAFİK 1: KAMU GELİR-GİDER DENGESİ (Milyon YTL)



Veri Kaynağı: Hazine Müsteşarlığı.

Yukarıdaki grafikten de görüleceği üzere, devlet bütçesinin gelirleri ile giderleri arasında, yıllar itibariyle giderler lehine bir açık bulunmaktadır. Devletin gelirlerinden fazla harcama yapması mümkün olmadığından, giderler lehine ortaya çıkan farkın, ya para basma, ya özelleştirmeden elde edilecek gelirler ya da borçlanma suretiyle kapatılması gerekmektedir. Para basmanın ekonomi üzerindeki tahribatının daha fazla olması ve özelleştirme gelirlerinin çok sınırlı olması, bu farkın büyük bölümünün borçlanma suretiyle kapatılması sonucunu doğurmuştur. Ancak, 2005 yılından itibaren özelleştirme gelirlerinin önemli düzeylere ulaştığı görülmektedir (Tablo: 3).

Türkiye, 1977 yılından itibaren, dünyada görülen petrol fiyatlarındaki artışlar, kamu açıkları ve Türk lirasının aşırı değerlenmesinin neden olduğu cari açıklar

nedeniyle, kendisini borç krizi içerisinde bulmuş; 1978 ve 1979 yıllarında IMF önderliğinde uygulanan birer istikrar programı başarısızlıkla sonuçlanmıştır (CELASUN and RODRİK, 1989: 194-198).

Yaşanan bu krizler ve devamında uygulanan istikrar programları ile özellikle kısa vadeli ticari borçlar devlet borçlarına dönüştürülmüş ve borçların ertelenmesi yoluna gidilmiştir. Örneğin, 1978 sonu itibariyle, 13.925 milyon dolar olan toplam dış borçlarımızın %52'si kısa vadeli borçlardan oluşmaktaydı. Bu kısa vadeli borcun 1.2 milyar doları ertelenmiştir. Ayrıca, 1979 yılında 2.2 milyar dolarlık DÇM (Dövizle Çevrilebilir Mevduat) borcu¹ da Merkez Bankası borcuna dönüştürülmüştür (EVGİN, 1996: 73). Bu durum, Türkiye'nin 1980 sonrasındaki borç yükünü arttırmıştır.

Öte yandan, özellikle 1990 sonrasında borç stokundaki artışlar, bütçe açıklarının yanı sıra, hazinenin muhtelif kamu kurumlarına ve yap-işlet-devretlere vermiş olduğu garantilerin (1992-2000 döneminde toplam 12,3 milyar dolar) hazine üzerine yük olarak kalması, kamu bankalarının görev zararları ve özellikle son yıllardaki sosyal güvenlik sistemi açıklarından kaynaklanmıştır (EMİL, 2003: 63-64).

¹ DÇM borcu, yetkili ticari bankaların konvertibl dövizler karşılığında yurt dışında veya Türkiye'de yerleşik gerçek ve tüzel kişiler adına hesap açmalarına olanak tanıyan ve 1967 yılında başlatılan bir uygulamadır. Başlangıçta yurtdışındaki Türk işçilerinin hesaplarının Türkiye'ye kaydırılması amacıyla başlatılan DÇM hesaplarının temel amacı, genel olarak ülkenin döviz ve iç tasarruf açıklarının giderilmesidir. Ancak, bu uygulamayı teşvik etmek amacıyla Avrupa Para Piyasasında oluşan faize ek bir faizin verilmesi, kur garantisinin sağlanmış olması ve yaşanan petrol krizleri ile birlikte ithalatın artmış olması, Türkiye'nin döviz krizine girmesine neden olmuştur.

Bütün az gelişmiş ülkeler gibi Türkiye'nin de tasarruf açığı¹ ile ödemeler dengesi açısından kaynaklanan dış kaynak ihtiyacı, devletin dış borç stoğunu arttırmıştır (ÜNAL, 2005: 3).

24 Ocak Kararları ile ihracata uygulanan geniş teşvikler, kamu ve özel kesimde kaynak sıkıntısı yaratmıştır. İthalat liberalizasyonu ile ara ve hammadde ithalatında önemli artışlar meydana gelmiştir. Hal böyle olunca, Türkiye, cari işlemler açıklarını kapatmak ve vadesi gelen borçlarını ödemek için borçlanma yolunu seçmiştir (EVGİN, 2000: 61; BAL, 2001: 232).

Diğer taraftan, 1990'lı yılların başlarından itibaren ülkemizin dış borçlarındaki bir başka gelişme, dış borçlanmanın giderek ticari finansmanlar halini almasıdır. 1990'ların başlarında resmi finansmanların, toplam dış borçlar içerisindeki payı %48.8 iken, bu oran 2007 yılında %12'ye kadar gerilemiş; buna karşın aynı dönemde özel finansmanların payı %51.2'den %70'lere kadar yükselmiştir. Bunun neticesinde finansmanların mali koşulları (faiz, vade gibi) göreceli olarak ağırlamıştır. Dış borçların mali koşullarında (örneğin vadelerin kısalması ve faiz oranlarının yükselmesi hallerinde) meydana gelen bozulmalar, dış borçların giderek artış göstermesine neden olmuştur (BAL, 2001: 261-265).

¹ Kamu tasarrufu, kamu harcanabilir gelirinden kamu tüketimi düşürüldükten sonra kalan kısım olduğuna göre, kamu tasarruf açığını düşürmek hatta ortadan kaldırmak için üç yol bulunmaktadır. Ya kamu gelirleri arttırılacak, ya kamunun tüketim harcamaları azaltılacak yada kamunun yatırım harcamaları azaltılacak. Ülkemiz, üçüncü şıkkı seçmiştir. Son yıllarda yatırım harcamalarının bütçe giderleri içerisindeki payı %5'in altına inmiştir.

1980 sonrası dönemde dış borçlarımızda görülen artışının bir nedeni de, bu dönemde yerel yönetimler, fonlar ve KİT'lerin dış borç kullanmaya başlamalarıdır (DEMİRCAN, 2004: 10).

Diğer yandan, ülkemizin dış borçlarının artmasının tek nedeni kredi kullanımı değildir; kredi harici faktörlerin rolü azımsanmayacak düzeydedir. Nitekim, Türkiye'nin 1981-1990 dönemine ilişkin dış borçlarını inceleyen Gazi ERÇEL'e göre, söz konusu dönemdeki net dış borç artışının %43.1'i net artış kredi kullanımından, %35.2'si kur farklarından, %14.2'si borç ertelemeleri ve ayarlamalardan ve %7.5'i ise diğer nedenlerden ortaya çıkmıştır (BAL: 2001: 266).

Ülkemizin borçlarının sürekli artmasının arkasındaki bir başka gelişme, kamu açıklarının, parasal bir genişleme yaratmadığı sürece, borçlanma ile karşılanmasının herhangi bir sakıncasının olmadığı düşüncesinin hakim olmasıdır. Hal böyle olunca, kamu kesimi borçlanabildikçe, borçları ve borçlanmayı düşürme düşüncesi arka plana atılmıştır. Hatta Türkiye'nin borç sorunu olmadığı söylemini desteklemek için, Belçika, İtalya ve Yunanistan'ın yüzde yüzün üzerindeki borç oranları örnek olarak verilmiştir. Oysa, başka ülkelerle karşılaştırıldığında, Türkiye'nin borç stoğunun vadeleri çok kısadır. Avrupa Birliği ülkelerinde borç stokunun ortalama vadesi 17 yıl iken, ülkemizde ortalama vade bazen 6 ayın da altına inmektedir. Yani, borç stoğu yüksek görünen Avrupa Birliği üyesi ülkeler, borç stoklarının her yıl sadece %5-6'nı çevirmek zorundayken, ülkemiz borç stoğunu her yıl neredeyse iki kez çevirmektedir (UYGUR, 2003: 34-35).

Hal böyle olunca, yalnızca borç oranlarına bakarak, bir ülkenin borcunun sorun yaratıp yaratmadığına karar vermek hatalı sonuçlara varmamıza neden olmaktadır. Nitekim, Arjantin, kamu borçlarının GSMH'sına oranı %50'ler civarında olmasına karşın, bunu sürdüremedi ve 2001 yılında büyük bir çöküntü yaşadı.

I.3. KAMU KESİMİ BORÇLANMA GEREĞİ

Devlet borçlanması hakkındaki açıklamaların daha sağlıklı olabilmesi için açıklanması ve yıllar itibariyle oransal olarak ortaya konulması gereken kavramlardan birisi de “Kamu Kesimi Borçlanma Gereği” (KKBG) kavramıdır. Kamu kesiminin borçlanma ihtiyacını ölçmek için 1970'lerin sonlarına doğru geliştirilen ve IMF tarafından yaygın biçimde kullanılan bu ölçüt, bir ekonomide kamu kesiminin gelir ve giderleri arasında ortaya çıkabilecek ve dolayısıyla finanse edilmesi gereken açığın, Gayri Safi Milli Hasılaya (GSMH) olan oranını ifade etmektedir.

Hesaplama yöntemi ise, bütçe açığı ile kamu kesiminin bütçe dışında kalan bölümünü oluşturan KİT'lerin, sosyal güvenlik kuruluşlarının, yerel yönetimlerin v.b. açıklarının toplanması esasına dayanmaktadır. Bu şekilde hesaplanan açık, bize kamu kesiminin o yıl ne kadar borçlanacağını göstermektedir.

Öte yandan, Devlet Planlama Teşkilatı (DPT) tarafından hazırlanan ve yayınlanan KKBG rakamları, kamu açıklarının sadece bir kısmını göstermektedir. Çünkü, KKBG tabloları nakit dışı işlemleri kapsamadığı gibi, merkezi hükümetin

bütçe dışı yapmış olduğu harcamalar da bu tablolara tam olarak yansıtılmamaktadır. Hal böyle olunca, kamu açıkları istatistiklerde olduğundan daha az görölmektedir (DPT, 2001: 21).

KKBG tablolarında yer verilmeyen kalemleri başlıklar halinde şöyle sıralayabiliriz (DPT, 2001: 21-23);

1. KİT'lerin açıkları, KKBG tablolarında tam olarak yer almamaktadır. Bu durum, özellikle KİT zararlarının bilançolara yansıtılmamasından kaynaklanmaktadır.
2. KKBG tabloları, hazinenin sadece nakit borçlanma işlemlerini gösterecek şekilde hazırlanmaktadır. Oysa, hazinenin gerçek finansman sağlayan nakit dışı borçlanma işlemleri de bulunmaktadır.
3. Görev zararları da KKBG tablolarına yer almamaktadır. Görev zararları borçları, muhasebe kayıtlarında takip edilmediğinden DPT'ye bildirilmemekte ve KKBG tablolarında gösterilmesi mümkün olmamaktadır. Bu borçlar, 1999 yılında GSMH'nın %15'ini bulmuştur.

Matematiksel bir yaklaşımla, borçlanma tutarının bütçe açığına denk olması gerekmektedir. Oysa, Sekizinci Beş Yıllık Kalkınma Planından da anlaşılacağı üzere, uygulamada “Bütçe Açığı = Net Borçlanma Hasılatı” dengesi sağlanamamış, 1980

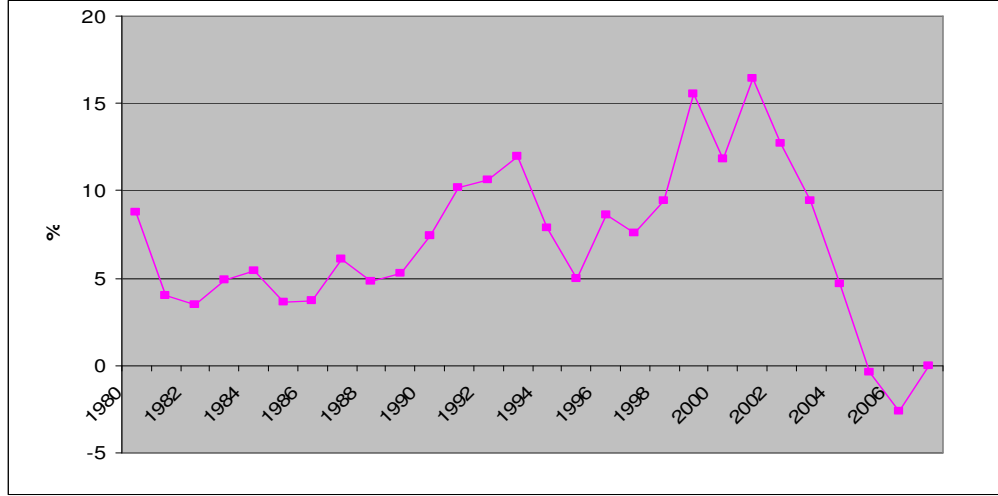
yılından bu yana net borçlanma hasılatı bütçe açığının ortalama 2,7 katı olmuştur. Bu durum, merkezi hükümetin bazı harcamalarının bütçe dışı olduğunu göstermektedir.

Bazı rakamların mali tablolara yansıtılmadığını, IMF ve DPT tarafından belirlenen KKBG oranlarının birbirinden farklı olmasında da görmek mümkündür. Şöyle ki, DPT bu oranı 1996 yılı için %9,1 ve 1997 yılı için %8,8 olarak belirlemişken; IMF aynı oranı 1996 yılı için 11,4 ve 1997 yılı için %11,1 olarak tespit etmiştir. IMF'nin oranının farklı çıkması, nakit dışı borçlanma ve garantili borç ödemelerini de hesaplamalarına dahil etmesinden kaynaklanmaktadır (DPT, 2001: 21).

Bu eksiklikleri dolayısıyla 2000'lere doğru KKBG terk edilmeye başlandı ve yerine 'Kamu Kesimi Net Nakit Gereksinimi' (PSNCR ya da Türkçe kısaltmasıyla KKNNG) kavramı kullanılmaya başlandı. Aslında, KKBG ve KKNNG'nin ifade ettiği anlam aynıdır: Kamu kesiminin borçlanmasının gayrisafi milli hasılaya oranının ne olduğu. İlk İngiltere'de kullanılmaya başlanan ve daha sonra AB'nin ölçü yöntemi haline gelen KKNNG yönteminde, kamunun borçlanma ihtiyacı belirlenirken, sadece devletin borçları değil, varlık ve alacakları da dikkate alınarak safi bir borç tutarı ortaya konulmaya çalışılmaktadır. Oysa, KKBG yönteminde, kamu kesimi borç yükü hesaplaması yapılırken borçların gayri safi toplamı esas alınmaktaydı (EĞİLMEZ, Radikal Gazetesi, 17/04/2005).

Ülkemizin borç yönetiminden sorumlu olan kuruluşların yayınlarında KKBG'yi kullanmaları nedeniyle, çalışmamızda da kamu kesiminin borçlanma ihtiyacı ifade edilirken bu ölçüt kullanılacaktır.

GRAFİK 2: KAMU KESİMİ BORÇLANMA GEREĞİ (%)



Veri Kaynağı: Hazine Müsteşarlığı.

Yukarıdaki grafikten de anlaşılacağı üzere, kamu kesiminin borçlanma ihtiyacı yıllar itibariyle sürekli artarak 1999 yılından itibaren çift haneli rakamlara ulaşarak 2001 yılında %16,4 olmuştur. 2001 yılından itibaren düşüş eğilimine giren KKBG, 2006 yılında -%2,6 ve 2007 yılı temmuz ayı itibariyle -%0,04 olmuştur.

Son yıllarda, KKBG'de görülen düşüşün çeşitli nedenleri bulunmaktadır. En önemli nedenlerinin başında, çalışmamızın ileriki bölümlerinde de açıklanacağı üzere, GSMH'da görülen artışın bütçe açığı artışından yüksek olması ve yüksek oranlarda gerçekleşen faiz dışı fazladır.

Zira, 1980 yılında devletin borçlanma ihtiyacının neredeyse tamamı faiz dışı giderlerden kaynaklanmasına karşın, takip eden yıllardan 2001 yılı sonu kadar devletin borçlanma ihtiyacının artmasında konsolide bütçe faiz ödemelerinin payı sürekli artmış; 2002 yılından itibaren ise borç faiz ödemeleri dolayısıyla ihtiyaç duyulan borçlanma gereği sürekli azalmıştır. 1999 yılını saymazsak, 1995 yılından itibaren bütçe sürekli faiz dışı fazla vermiş ve bu faiz dışı fazla oranı 2000’li yıllarda yüksek seviyelerde seyrederek 2006 yılı sonu itibariyle %7,3 olarak gerçekleşmiştir (Tablo 4).

Öte yandan, 2000’li yıllarda faiz dışı fazlanın yüksek oranlarda seyretmesinde IMF ile imzalanan stand-by düzenlemelerinin etkisi büyük olmuştur. Çünkü, bu düzenlemeler, bir yandan kamu harcamalarını azaltıcı, diğer yandan kamu gelirlerini artırıcı politikalar izlenerek, kamu bütçenin faiz dışı fazla vermesini öngörmektedirler¹. Faiz dışı fazla vermek suretiyle kamu borç stokunun azaltılması politikası, 1990’lı yılların başında bütçe giderlerinin %10’u düzeyinde olan yatırım harcamalarının sürekli azalarak 2000’li yıllarda %5 düzeyine düşmesi sonucunu yaratmıştır. Zira, devlet çarkının döndürülebilmesi için, yapılması gereken personel harcamaları ile cari harcamaları kısmak imkan dahilinde değildir.

I.4. DEVLET BORÇLARININ SINIFLANDIRILMASI

Devlet borçlarının sınıflandırılması ile kastedilen, kamu borcunun çeşitli kıstaslara göre tasnif edilmesidir. Böyle bir tasnif yapmak, borç yönetimlerine

¹ Faiz dışı fazla verilmesi, faiz ödemeleri dışarıda tutulduğunda bütçenin fazla vermesi anlamına gelir.

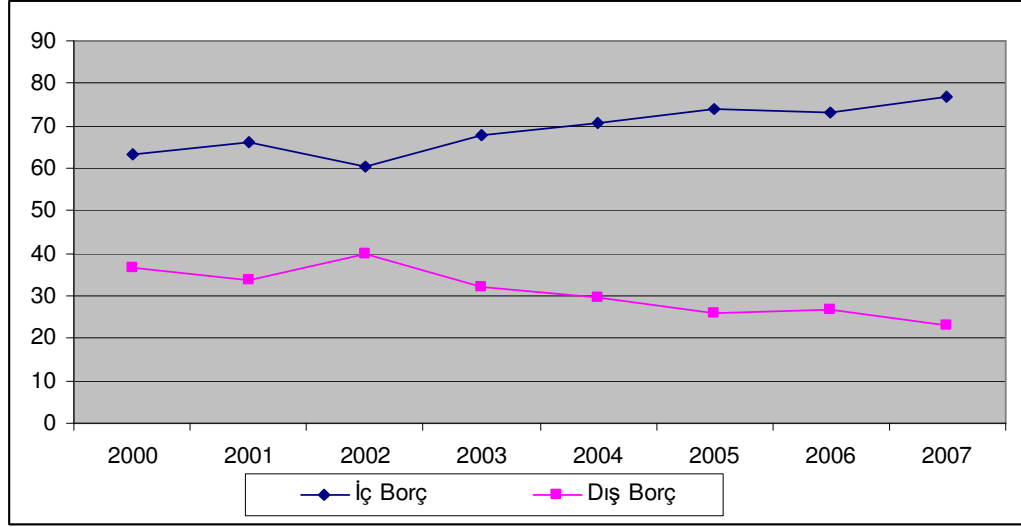
kolaylıklar sağladığı gibi, bilimsel çalışmalar yapmak isteyenlere de yardımcı olmaktadır. Zira tasnif edilmemiş bir bilgiyi kullanmak oldukça zor ve karmaşıktır.

Bu bağlamada, devlet borçlarını, borcun vadesine, kaynağına, para birimine, borçlulara, alacaklılara göre sınıflandırmak mümkündür.

Bu sınıflandırma türlerine ilişkin açıklamalar, çalışmamızın ilerleyen bölümlerinin ilgili alt başlıkları altında verileceğinden, burada tekrardan kaçınılmıştır. Bu alt başlık altında, sadece devlet borçlarının ne kadarının iç piyasadan ve ne kadarının dış piyasalardan yapıldığı hususu irdelenecektir.

Aşağıdaki grafikten de anlaşılacağı üzere, kamu borçlanmasının yaklaşık %25-30'u dış borçlanma, buna mukabil %70-75'i iç borçlanma şeklinde gerçekleşmektedir. Dış borç payının, 2000-2002 arası yıllarda yüksek seviyelerde seyretmesinin nedeni, 2000 ve 2001 yıllarında yaşanan ekonomik krizler nedeniyle, borçlanma ihtiyacının dış borçlanma şeklinde gerçekleşmiş olmasıdır. Bu yıllarda yüksek düzeylerde, IMF kredisi kullanılmıştır.

GRAFİK 3: KAMU BORÇ STOĞUNUN DAĞILIMI (%)



Veri Kaynağı: Hazine Müsteşarlığı.

Dış borçların toplam kamu borcu içerisindeki payı, 2003 yılından itibaren sürekli azalarak, 2007 yılı sonu itibariyle %23 olmuştur. Buna mukabil, iç borcun payı yükselmiştir (Tablo: 5).

I.5. DEVLET BORÇLARININ KAYNAKLARI

Devlet borçlarının kaynakları ile kastedilmek istenen, borçlanmanın hangi kaynaktan temin edildiği hususudur. Devletler, borçlanma ihtiyaçlarını ya yurt içi ya da yurt dışı kaynaklardan karşılarlar. Çalışmamız, daha ziyade dış borçlar ile ilgili olduğu için burada dış borç kaynakları üzerinde durulacak, iç borç kaynakları sadece ismen belirtilerek, nasıl bir dağılım gösterdiği ortaya konulacaktır.

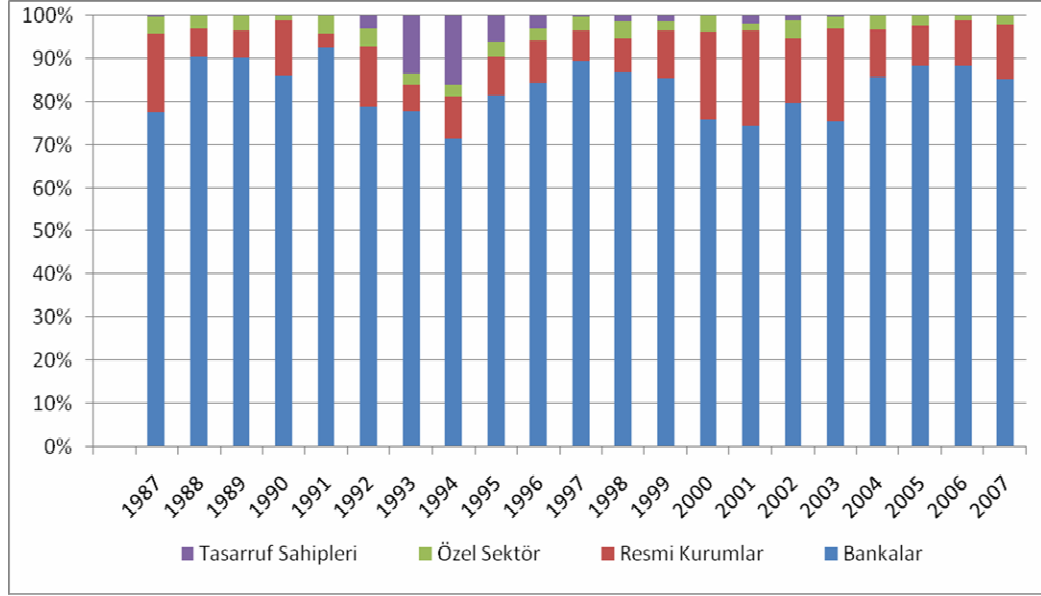
Bununla birlikte burada açıklanması gereken bir konu da, yurt dışı – yurt içi ayırımının ne kadar sağlıklı olduğu hususudur. Zira, yurt dışı piyasadan temin edilmiş olmasına karşın, senedi elinde bulunduranlardan bazıları eğer yurt içinde ikamet ediyorlarsa, bu borçlanmanın kaynağı iç kaynak mıdır yoksa dış kaynak mıdır? Kaldı ki, artan finansal entegrasyon ve serbest sermaye akışı altında, iç ve dış borç kaynakları arasındaki geleneksel fark gittikçe azalmıştır (PANİZZA, 2008).

I.5.1. İç Kaynaklar

Devlet ihtiyaç duyduğu finansmanı iç kaynaklardan sağlayabilir. Devletin başvurabileceği iç borçlanma kaynakları şunlardır;

- 1- Bireyler,
- 2- Ticari bankalar,
- 3- Merkez Bankası,
- 4- Mali kurumlar (Emekli Sandığı, Bağ-Kur, Sosyal Sigortalar Kurumu).

GRAFİK 4: İÇ BORÇLARIN ALICILARA GÖRE DAĞILIMI (%)



Veri Kaynağı: Hazine Müsteşarlığı.

Yukarıdaki grafikten de anlaşılacağı üzere, Türkiye'nin iç borç kaynaklarının yaklaşık %85'ini bankalar, geri kalanın büyük bir bölümünü Emekli Sandığı, Bağ-Kur, Sosyal Sigortalar Kurumu gibi kamu kurumları oluşturmaktadır. Bireylerden alınan borç tutarlarının, toplam iç borçlar içerisindeki payı yok denecek kadar azdır.

Özellikle 1980'lerden sonra banka mevduatlarının büyük çoğunluğu kamu borç finansmanına yönelmiştir. Hükümetler, borçlanmayı mümkün olan en düşük maliyetle gerçekleştirme çabası içine girmekten ziyade; karşılaşılan finansman açıklarını özel kesimle kıyasıya rekabete girerek ve özel kesimin kaldırabileceği maliyetlerin çok üzerinde faiz ve ilave vergi avantajları teklif ederek karşılama yolunu tercih etmiştir. Yüksek faiz politikaları, bankacılık kesiminde ciddi boyutta

donuk ve tahsili gecikmiş kredi problemlerini meydana getirmiş, özel kesimin kredilendirme olanağını riskli hale getirmiştir. Yüksek faiz politikası yanında, kamu kağıtları için ikincil bir piyasanın mevcut olmayışı, kamu kağıtlarına olan talebin bankalarla sınırlı kalmasına neden olmuştur. Bu da bankaların pazarlık gücünü artırmıştır (EKER ve MERİÇ, 1999: 37).

I.5.2. Dış Kaynaklar

Devletlerin finansman ihtiyaçlarını karşılayabileceği piyasalardan birisi de dış piyasalardır. Dış piyasalar, bir ülkenin sermaye ve mali piyasalarının dışında kalan ve o ülkenin borçlanabileceği her türlü sermaye piyasaları, mali piyasalar, hükümet ve uluslararası kuruluşlardan borçlanma imkanlarını ifade etmektedir.

Gelişmekte olan ülkeler için 70’li yıllar dış kaynak ihtiyacının arttığı yıllardır. Başlangıçta uygun koşullarla alınan krediler, bu ülkelerin borçlarını hızla arttırmıştır ve 70’li yılların ortalarında, gelişmekte olan ülkeler, dış kaynak ihtiyaçlarını karşılamak üzere, özellikle İMF kaynaklarına giderek daha fazla başvurmak zorunda kalmışlardır.

Çalışma konumuzun, ağırlıklı olarak Türkiye’nin dış borçlanması ile ilgili olması münasebetiyle, dış borç kaynakları ayrıntılı olarak ele alınıp incelenecektir. Ancak, çalışmamızın bu bölümünde dış borç kaynaklarının teorik açıklamasının yapılması amaçlandığından, Türkiye’nin hangi kaynaktan ne kadar borçlandığına

ilişkin istatistiki bilgiler verilmeyecektir. Bu bilgiler çalışmamızın ikinci bölümünde ortaya konulacaktır.

Devlet borçlanması dış kaynaklarını üç başlık altında incelemek mümkündür (DPT, 2001: 79-86):

I.5.2.1. Klasik Dış Borçlanma Kaynakları

Klasik dış borç kaynaklarını, hükümet kredileri, çok taraflı kuruluşlardan sağlanan krediler, ihracat kredileri ve ticari krediler şeklinde saymak mümkündür.

I.5.2.1.1. Hükümet Kredileri

Bilinen en eski dış borç kaynağı hükümet kredileridir. Yürürlüğe girebilmeleri için Bakanlar Kurulu tarafından onaylanması gereken hükümet kredileri, herhangi bir ülkenin ikili ilişkiler çerçevesinde Türkiye Cumhuriyeti Hükümetine sağladığı kredilerdir.

“Uygun Koşullu Kredi” veya “Soft Loan” olarak da ifade edilen bu kredilerin diğer kredi türlerine nazaran çeşitli avantajları bulunmaktadır. Bu kredilerin en önemli avantajı, piyasa faiz oranlarının altında ve sabit faizli olarak verilmiş olmaları, uzun bir süre ödemesiz ve geri ödemesinin yine uzun vadeli olmasıdır.

Hükümet kredilerinin bir diğer olumlu özelliği, daha sonraki bölümlerde de anlatılacağı üzere ticari kredilerde rastlanan idari ücret, taahhüt ücreti, ajan ücreti ve ihracat kredilerinde bulunan sigorta primi gibi ek maliyetleri içermemesidir.

Diğer taraftan, bu kredilerin en önemli dezavantajı, bağlı krediler olmasıdır. Yani, kamu kurumu tarafından açılan ihaleyi hükümet kredisi veren ülkeden bir firma kazanmazsa, o kredi kullanılamaz. Yine, ihaleyi kazanan firma tarafından getirilen fiyat teklifinin yüksek olması ve kredinin ucuzluğunun fiyatla dengelenmesi olasılığı da mevcuttur.

Hükümet kredilerinin bir başka dezavantajı, krediyi veren ülke, ihracatını arttırmak amacıyla kredi verdiği için, bu durumun kredi alan ülkenin ithalatını artırarak ödemeler dengesini olumsuz yönde etkilemesidir.

1.5.2.1.2. Çok Taraflı Kuruluşlardan Sağlanan Krediler

Bu tip krediler, Dünya Bankası, Uluslararası Para Fonu (IMF), Avrupa Yatırım Bankası, Uluslararası Ekonomik İşbirliği Bankası, Uluslararası Yatırım Bankası, Avrupa Konseyi Sosyal Kalkınma Fonu, İslam Kalkınma Bankası ve çeşitli bölgesel kalkınma bankalarından alınan, uzun ödemesiz dönem ve yine uzun vadeli, faiz yapısı sabit ancak piyasa faiz oranlarına yakın olan kredilerdir. Bu krediler, faiz ve kredinin kullanılmayan kısmı üzerinden taahhüt ücretinin alınması dışında, idari ücret, ajan ücreti gibi ek maliyetler alınmadığından, hükümet kredilerinden sonra en ucuz ikinci finansman kaynaklarıdır.

Bu krediler de genellikle bağılı kredilerdir. Bu kredileri alabilmek için uluslararası ihaleye çıkılmalıdır. Ancak, bölgesel kalkınma bankalarından alınacak krediler için, sadece o bölge ülkeleri içerisinde ihaleye çıkmak yeterlidir. Hükümet kredileri ile karşılaştırıldığında, bu kredilerin, ihalelerin uluslararası olması nedeniyle, daha rekabetçi bir ortam yarattığını söyleyebiliriz.

Bu kredilerin en çok eleştirilen yönü, finansman öncesi proje değerlendirmesinin çok uzun bir süre alması ve kredi verildikten sonra da kreditorlerin borçlu ülkeye ve projeye çok sık müdahale etmeleridir. İşte bu gerekçelerle, ortaya çıkan zaman maliyeti bazen bu tür kredilerin avantajlarını ortadan kaldırmaktadır. (Dünya Bankasının desteği ile tarıma verilen Doğrudan Gelir Desteğinin verilme koşulları ve neden doğrudan gelir desteği araştırılarak örnek olarak açıklanacak)

Türkiye, Dünya Bankası, Uluslararası Para Fonu, Avrupa Yatırım Bankası, Avrupa Konseyi Sosyal Kalkınma Fonu, İslam Kalkınma Bankası, Kuveyt Fonu, Suidi Arabistan Fonu gibi kaynaklardan kredi sağlamaktadır (DPT, 2001: 81).

I.5.2.1.3. İhracat Kredileri

İhracat kredileri bir projenin dış kredi gereksiniminin karşılanması amacıyla verilen kredidir. 1978 yılında, OECD üyesi 22 ülke bir anlaşma imzalayarak, üye ülkelerin ihracatlarına sağladıkları devlet sübvansiyonlarına sınırlama getirilmiştir.

Üye ülkeler, GSMH'lerine göre, 3 kategoriye ayrılmış ve verilen ihracat kredilerinin geri ödeme süreleri, en zengin ülkelerin yer aldığı birinci kategoride bulunan ülkeler için 5 yıl, orta sınıf ülkeler için 8,5 yıl ve göreceli olarak fakir olan ülkeler için 10 yıl olarak belirlenmiştir.

Bu kredilerin geri ödemesi, krediyi veren bankanın bulunduğu ülkedeki resmi ihracat kredisi sigorta kurumu tarafından garanti edilmekte, sigorta kurumları bu hizmetleri karşılığında, kredi verilen ülkenin kredi değerliliğine, mali yapısına ve politik durumuna belirlenen sigorta primleri almaktadır. Türkiye'ye uygulanan primler, kredi notu ve mali yapısında meydana gelen bozulmalar nedeniyle sürekli bir artış eğilimindedir (DPT, 2001:82).

I.5.2.1.4. Ticari Krediler

Ticari krediler, uluslararası para piyasalarında faaliyet gösteren ticari bankalar tarafından sağlanan kısa vadeli, yüksek faizli, bağlı olmayan ve proje finansmanında kullanılan kredilerdir. Bu kredi uygulaması şöyle olmaktadır: Belirli bir finansman kaynağına ihtiyaç duyan borçlu, belirli koşullarda bir krediyi piyasadan toplayabilmesi için bir bankayı ajan olarak seçer ve ona yetki belgesini verir. Bu banka tek başına bu riski yüklenmemek için diğer bankalarla iletişime geçerek, onların finansman paketine katılmalarını sağlar. Böylece ajan banka ve katkıda bulunan diğer bankalar sendikasyon oluşturmuş olurlar. Bu yüzden, bu şekilde oluşturulan kredilere sendikasyon kredileri denilmektedir.

Bu dış borç kaynağı en pahalı borçlanma şeklidir. Çünkü, bu kredinin maliyeti bankaların birbirlerine uygulamış oldukları faiz oranları ve buna eklenen kar marjları ile taahhüt ücreti, kredi tutarı üzerinden defaten ödenen idari ücret ve sendikasyona katılan bankalar için alınan ve kredinin kullanıldığı her yıl için banka başına ödenen sabit bir tutar olan ajan ücretinden oluşmaktadır. Kredinin maliyetine eklenen kar marjları ise, ülkenin kredi değerliliğine göre değişmekte, kredi değerliliği ne kadar yüksek ise kar marjı o kadar düşük olmaktadır.

I.5.2.2. Yap-İşlet-Devret/Yap İşlet Yöntemleri.

Yukarıda anlatmış olduğumuz klasik finansman yönteminde, proje finansmanı için alınan krediler doğrudan Hazinesin borcu olmakta veya diğer kamu kurumlarının borçlu oldukları durumlarda Hazine tarafından garanti edilmekte, dolayısıyla Türkiye Cumhuriyeti'nin dış borcuna ilave olmakta ve dış borç stokunu olumsuz etkilemektedir.

İşte buna çare olarak, özel sektörün altyapı projeleri finansmanına katılmasını sağlamak için çeşitli yöntemler araştırılmış ve daha çok ileri teknoloji ve yüksek yatırım gerektiren enerji projelerinde Yap-İşlet-Devret (YİD) veya Yap-İşlet (Yİ) yöntemleri 1980'li yılların başlarında Türkiye'de tatbik edilmeye başlanmıştır (DPT, 2001: 83).

Bu modellerde, işi yapacak olan şirket, toplam yatırım tutarının öz sermayesi dışında kalan kısmı için uluslararası banka yada finans kuruluşlarından borçlanmakta, Hazine ise bu borçlara kefil olmaktadır.

Öte yandan, başlangıçta sadece enerji projeleri için öngörülen YİD yönteminin kapsamı, 1994 yılında çıkarılan 3996 sayılı Kanun ile genişletilerek, köprü, tünel, baraj, sulama, içme ve kullanma suyu, arıtma tesisi, kanalizasyon, haberleşme, maden işletmeleri, fabrika ve benzeri tesisler, çevre kirliliğini önleyici yatırımlar, otoyol, demiryolu, limanlar ve benzeri yatırımlar da bu kapsama alınmıştır.

Yap işlet metodunda ise, şirket sahip olduğu tesisi devlete devretmemekte, bu tesisin sahibi olarak onu daimi surette işletmektedir. Böylelikle, devlet, faydalı ama ömrünü doldurmuş bir tesisi devralmak sorumluluğundan kurtulmaktadır.

I.5.2.3. Sermaye Piyasaları Aracılığı İle Borçlanma

Dış finansmana olan ihtiyaçları ve banka kredilerindeki maliyet artışları gelişmekte olan ülkeleri alternatif kaynak arayışlarına yöneltmiştir. Bu alternatiflerden birisi de tahvil ihracıdır. Tahvil ihracının en önemli özelliği ve üstünlüğü, borçlu ile nihai yatırımcı arasında aracı görevini üstlenen bankaları ortadan kaldırması ve borçlu ile yatırımcı arasında doğrudan bir ilişki yaratmasıdır. Banka kredilerinin kullanılması durumunda, bu kredinin maliyeti, mevduat sahibine verilen faizden daha yüksek bir faiz oranı ile idari ücret, ajan ücreti, taahhüt ücreti

gibi komisyonlardan oluşmaktadır. Tahvil piyasasında da, bu işi organize eden bir sendikasyon bulunmaktadır. Ancak, tahvil piyasasından borçlanmak daha az külfetlidir.

Türkiye, özellikle dış borçların ödenmesi amacıyla sık sık tahvil ihracında bulunmakta ve anılan tahvil ihraçları, dış borçların düzenli ödenmesinde önemli bir rol oynamaktadır. Diğer taraftan, Türkiye'nin dış piyasalarda ihraç etmiş olduğu tahvillere ilgi az olduğu için, proje finansmanı için de aynı piyasaya çıkılması, piyasada oluşan fiyatı etkilemekte, ayrıca başlangıçta Hazine garantisi aranmamakla beraber, tahvil ihraç eden diğer kamu kurumları borcunu geri ödeyemezse, Türkiye'nin itibarını korumak amacıyla Hazine bu borcu yüklenmekte ve bu da Hazineye fazladan bir yük getirmektedir. Bu ve benzeri nedenlerle, proje finansmanı için uluslararası piyasalarda tahvil ihracı tavsiye edilen bir yöntem değildir (DPT, 2001: 86).

II. BÖLÜM

TÜRKİYE'NİN DIŞ BORÇLARININ GÖRÜNÜMÜ

Çalışmamızın bu bölümünde, dış borç stoğuna ilişkin veriler irdeleneceğinden, kullanılan verilerin hangi kaynaklardan derlendiği hususunun açıklığa kavuşturulması gerekmektedir.

Türkiye'nin dış borç stoğu hakkındaki Hazine Müsteşarlığı verilerinin sağlıklı olup olmadığını ortaya koymak amacıyla, IMF, Dünya Bankası ve OECD gibi uluslararası kuruluşların bu konudaki verileri incelenmiştir.

Çalışmamızın ekinde bulunan Tablo 6 ve Tablo 7'den de görüleceği üzere, Dünya Bankası, ülkelere ilişkin dış borçları, uzun vadeli, kısa vadeli ve IMF kredisinin kullanımı şeklinde sınıflandırmaktadır. Yani, IMF'den alınan kredilerin uzun vadeli mi yoksa kısa vadeli mi oldukları hususlarını ortaya koymamıştır. Ancak, Dünya Bankası rakamları ile Hazine Müsteşarlığı'nın Türkiye'nin kısa vadeli dış borç rakamlarının birbirinden çok farklı olmaması ve Hazine'nin dış borç

kayıtlarında IMF kredilerinin uzun vadeli dış borçlar içerisinde gösterilmiş olması nedeniyle, Tablo 3 ve Tablo 4’de yer alan “IMF Kredi Kullanımı” tutarlarının da uzun vadeli borçlara eklenmesi gerekmektedir. Nitekim, Türkiye’nin dış borç rakamlarına ilişkin OECD kayıtlarında da, IMF’den alınan krediler uzun vadeli borçlar içerisinde gösterilmiştir (OECD, 2000: 186).

Öte yandan, Türkiye’nin dış borçlarına ilişkin OECD ve Dünya Bankası verilerinin karşılaştırılmasından, bu iki uluslararası kuruluşun verilerinin de birbirinden farklılık gösterdikleri anlaşılmaktadır. Bu iki kuruluşun Türkiye’nin dış borçlarına ilişkin rakamlarının, genellikle Hazine Müsteşarlığı rakamlarından daha düşük olduğu ve Dünya Bankası verileri ile Hazine’nin verilerinin birbirine çok yakın olduğu görülmüştür. Mesela, Tablo 4’den de görüleceği üzere, Dünya Bankası verilerine göre, 2002 yılında ülkemizin dış borçlarının %88,45’i uzun vadeli (bu orana IMF’den alınan krediler dahil değildir) %11,55’i ise kısa vadeliyken; Tablo 8’den de görüleceği üzere, Hazine Müsteşarlığı’na göre bu oranlar sırasıyla %87,39 ve %12,61’dir. Verilerin birbirlerine çok yakın olması, ülkemizin dış borçları hakkındaki Hazine Müsteşarlığı verilerinin sağlıklı olduğu kanaatine oluşturmuş ve bundan sonraki tablolarda Hazine Müsteşarlığı’nın verilerinin kullanılması kararlaştırılmıştır. Nitekim, uluslararası kuruluşların, ülkelerin dış borçlarına ilişkin ayrıntılı verilerine de ulaşamamıştır.

Burada belirtilmesi gereken bir husus da, Hazine Müsteşarlığı’nın 1997 yılında “Dış Finansman Bilgi Sistemi”ne geçmesi nedeniyle 1996 yılı dahil olmak üzere sonraki yılların bu yeni sistemle yani yeni seriyle oluşturulmuş olmasıdır.

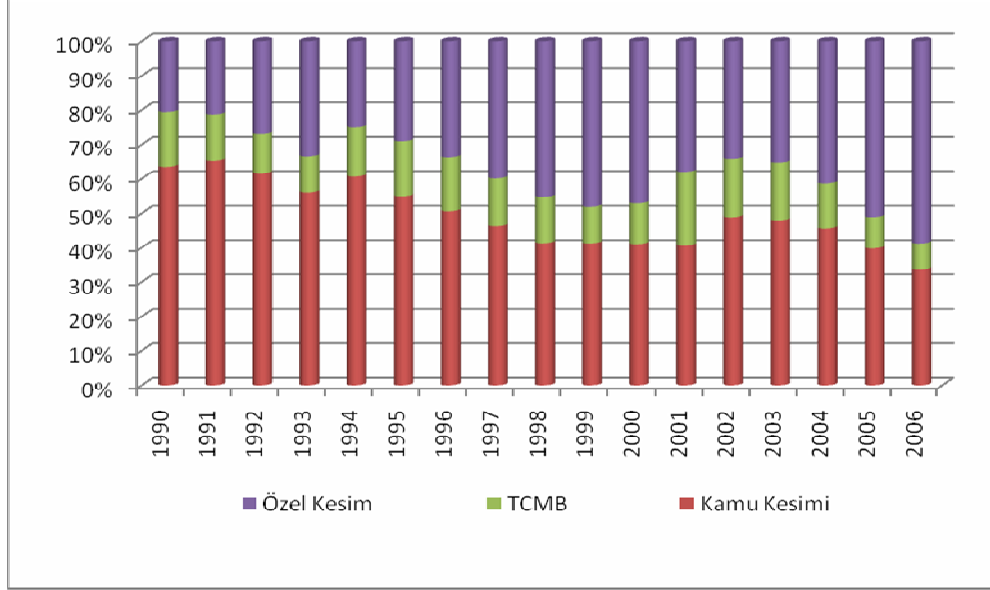
Dolayısıyla, eski ve yeni seri arasında bir farklılık söz konusu olmaktadır. Ancak, Hazine Müsteşarlığı 1990 yılına kadar, yeni seriye göre geriye dönük düzeltmeler yapmıştır. Hal böyle olunca, yıllar itibariyle daha sağlıklı mukayeseler yapabilmek için, burada 1990-2007 yılları arası dış borçlara ilişkin rakamlar ortaya konulmuştur.

II.1. TÜRKİYE’NİN DIŞ BORÇ STOKU

Türkiye’nin toplam dış borçları denilince, hem kamu ve hem de özel kesim tarafından yapılan dış borçların toplamı kastedilmektedir. Çalışmamızın konusu her ne kadar kamu dış borçları olsa da, etkin bir borç yönetiminin gerçekleştirilebilmesi için, kamu borç yönetimlerinin ülkenin sadece kamu borcunu değil, aynı zaman özel kesim borçlarını da takip etmeleri gerekmektedir.

Çalışmamızın bu bölümünde, Türkiye’nin dış borçlarının, yıllar itibariyle nasıl bir seyir gösterdiği; ülkemizin toplam dış borcunun kamu kesimi, özel kesim ve TCMB arasında nasıl bir dağılım gösterdiği; bu borçların vade yapısının nasıl olduğu hususları ortaya konulacaktır.

GRAFİK 5: TÜRKİYE’NİN DIŞ BORÇLARIN DAĞILIMI (%)



Veri Kaynağı: Hazine Müsteşarlığı.

Yukarıdaki grafikten de anlaşılacağı üzere, 1990’lı yılların başında ülkemizin toplam dış borçlarının %63,51’i kamu kesimine aitken, yıllar itibariyle bu oranın sürekli azaldığı, 1994 ve 2001 krizleri ile beraber yeniden yükseliş eğilimine giren kamu kesimi dış borç payı, 2003 yılı ile beraber azalarak 2006 yılı sonu itibariyle %33,65 olmuştur. Buna karşılık, 1990 yılında %20,58 olan özel kesim dış borç payı, 1994 ve 2001 krizleri hariç sürekli yükselerek, 2006 yılı sonu itibariyle %58,8 olmuştur. TCMB’nin toplam dış borçlar içersindeki payı ise, %7,56’dır.

Türkiye’nin dış borç stoğu rakamsal olarak incelendiğinde, 1990 yılında 52.381 milyon dolar olan ülkemiz dış borçları, 1994 ve 2001 yılları haricinde sürekli artan bir trend izlemiş, 2007 yılı sonu itibariyle 247.200 milyon dolar olmuştur

(Tablo 9). Anılan yıllarda, dış borçlanmalarda yaşanan düşüşleri, yaşanan iktisadi kriz hasebiyle Türkiye'nin uluslararası piyasalarda güvenilirliğinin azalması ve dolayısıyla borçlanma koşullarının ağırlaşması ile uygulanan istikrar programlarına bağlamak mümkündür (ÜNAL, 2005: 11).

Ülkemizin dış borçları vade yapısı açısından incelendiğinde, ülkemizin dış borçlarının ortalama %20'sinin kısa, %80'inin uzun vadeli olduğu; kamunun kısa vadeli dış borçlarının toplam dış borçlar içerisindeki payının %1, TCMB'nin %1-2 civarında olduğu, özel kesimin kısa vadeli dış borçlarının toplam dış borçlar içerisindeki payının ise yaklaşık %18 olduğu görülmüştür (Tablo 10). Özel kesiminin kısa vadeli dış borçlarının yarısından fazlası, banka kesimine aittir.

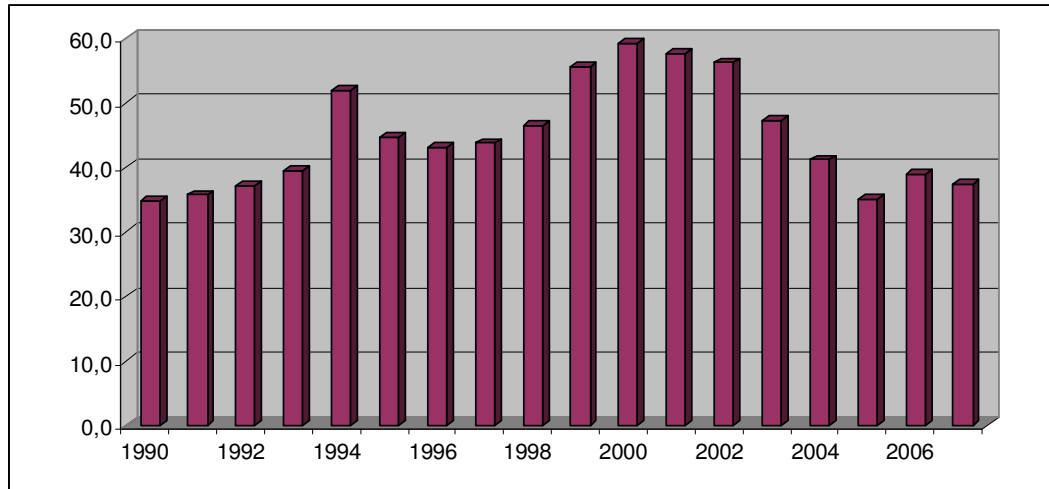
Son yıllarda kısa vadeli dış borçların artışında özel kesimin etkinliği yüksektir. Özel kesim, işletme sermayesi ve spekülasyon amaçlarıyla dış borçlanmaya gitmektedir. Bu eğilimin ana nedeni, iç ve dış faiz oranları arasındaki olağanüstü farklılaşmadır. Bir başka neden, iç ve dış faiz oranları arasındaki büyük fark ve buna koşut olarak TL'nin değişim fiyatının (döviz kurlarının) enflasyonun altında ya da ona yakın bir eğilim göstermesidir. Özellikle 1990 sonrasında görülen kısa süreli dış borçların artışının ana nedeni budur (KEPENEK ve YENTÜRK, 2003:261).

Tablo15'te dikkati çeken bir başka nokta, kamunun uzun vadeli borcunun çok büyük bir bölümünün merkezi yönetime ait olması, mahalli idareler, KİT'ler, finansal ve finansal olmayan kuruluşların payının çok düşük olması hususudur.

Hazine'nin 1994 yılından 2000 yılına kadar net dış borç ödeyicisi olması nedeniyle, dış borçların sürekli azalış eğiliminde olduğu bu süreçte iç borçlar ağırlık kazanmaya başlamıştır (EMİL, 2003: 69). Ancak, bu süreçte uzun vadeli dış borcun payı azalırken, kısa vadeli dış borç payında artış olmuştur.

Diğer taraftan, bir ülkenin dış borç stokunun anlam ifade edebilmesi için bu borç stokunun ülkenin GSMH'si ile ilişkilendirilmesi gerekmektedir.

GRAFİK 6: DIŞ BORÇLARIN GSMH'YE ORANI (%).

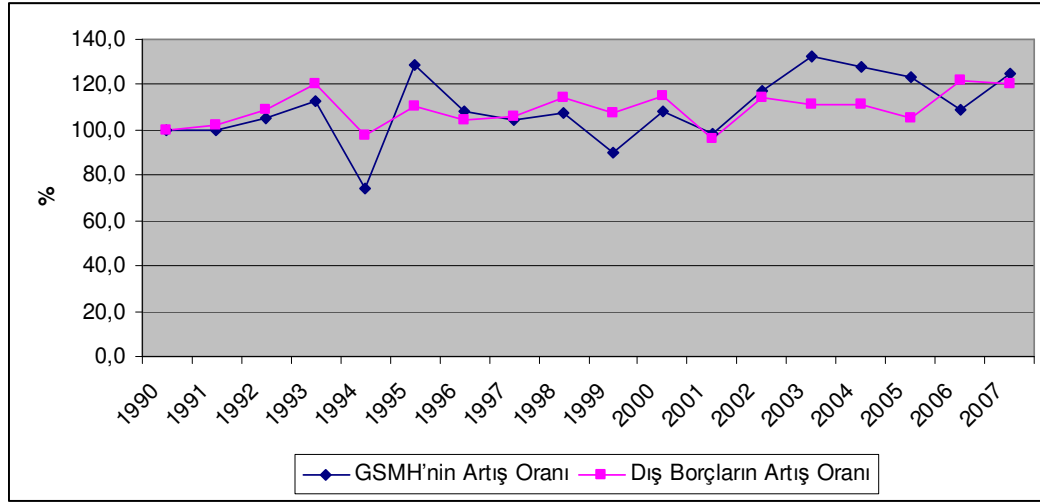


Veri Kaynağı: Hazine Müsteşarlığı.

Türkiye'nin dış borç stokunun GSMH'ye oranı 1990 yılında % 34,7 iken, bu oran sürekli artarak 2001 yılı sonu itibariyle yaklaşık % 59 olmuş ve bu yıldan itibaren giderek azalmış ve 2007 yılı sonu itibariyle % 37 olmuştur. Daha önce de açıklandığı üzere, dış borçlar miktar olarak giderek artmış olmasına karşın, 2002 yılından itibaren GSMH'ye oranının azalmış olmasının nedeni, aynı süreçte GSMH'deki artış oranının dış borçların artış oranından daha fazla olması ve döviz

kurunun düşük olmasının ülkeye sağlamış olduğu avantajlardan kaynaklanmaktadır (Tablo 11). Bu durumu aşağıdaki grafikte görmek mümkündür.

GRAFİK 7: GSMH ve DIŞ BORÇLARIN ARTIŞ ORANLARI (%).



Veri Kaynağı: Hazine Müsteşarlığı.

Yukarıdaki grafikten de anlaşılabileceği üzere, 1990 yılını baz aldığımızda, 2001 yılı sonuna kadar toplam dış borç artış oranı, GSMH'nin artış oranından daha yüksek olmasına rağmen; 2006 yılı hariç, 2002 yılından itibaren GSMH'deki artış oranı toplam dış borçların artış oranının üzerinde seyretmiştir.

II.2. DIŞ BORÇLARIN ALACAKLILARA GÖRE DAĞILIMI

Dış borçların alacaklılara göre dağılımı, ilk bölümde anlatmış olduğumuz dış borçların kaynakları ile yakın ilişkilidir. Dış borç kaynaklarının neler olduğu hususu çalışmamızın I. Bölümünün 5.2. nolu alt başlığı altında anlatılmış olduğu için burada tekrar anlatılmayacaktır.

Burada dış borçların alacaklılar arasındaki dağılımı ve son yıllarda Türkiye ekonomisi üzerindeki ağırlıkları iyice hissedilen IMF ve Dünya Bankası gibi kuruluşlardan kısaca bahsedilerek, bu kuruluşlara olan borçlar ortaya konulacaktır. Dış borçların alacaklılara göre dağılımını göstermeden önce bahsetmiş olduğumuz uluslararası kuruluşlar hakkında kısa bilgi vermenin faydalı olacağı düşünülmüştür.

Bilindiği üzere, 1929 ekonomik bunalımı dünya ekonomisinin karşılaştığı en büyük ekonomik bunalımlardan birisidir. Bu bunalım, herhangi bir ülkede ortaya çıkan ekonomik istikrarsızlığın, diğer ülke ekonomilerini de olumsuz etkilediğini göstermiştir. II.Dünya Savaşının sonlarına doğru, dünya kapitalizminin karşılaşılabileceği bu tür sorunları daha kolay atlatabilmesi için uluslararası işbirliğine gitmenin ve bunu kurumsallaştırmanın gerekli olduğu anlaşılmıştır. Bu çerçevede üç uluslararası kurum tasarlanmıştır. Bunlar Uluslararası Para Fonu (IMF), Dünya Bankası ve Dünya Ticaret Örgütüdür. Burada, ülkelere borç veren kuruluşlar olmaları nedeniyle IMF ve Dünya Bankası hakkında kısaca bilgi verilecektir.

II.2.1. Uluslararası Para Fonu

Geçmiş deneyimler, dış ticaret açıkları ve dolayısıyla cari denge sorunlarıyla karşılaşan ülkelerin ilk başvurdukları yolun ya miktar kısıtlamaları ya da tarifeler (gümrük vergileri ve benzerleri) yoluyla ithalat kısıtlamaları olduğunu ortaya koymuştur. Ancak, bir ya da birkaç ülkenin bu şekilde bir ithalat kısıtlamasına

gitmesi, diğer ülkelerin de benzer uygulamalara başvurmaları sonucunu yaratarak dünya refahının azalması sonucunu doğurmuştur.

Hal böyle olunca, ödemeler dengesi sorunları ile karşılaşan ülkelere, kurulacak para fonu aracılığı ile destek sağlanarak dünya ticaretinde daralma yaşanması ve dolayısıyla uluslararası refahın gerilenmesinin önüne geçilmek istenmiştir. İşte bu düşünceler ile Uluslararası Para Fonu (IMF), geçici ödemeler dengesi sıkıntısını çeken ülkelerin, ithalat kısıtlamalarına gitmelerini önlemek için 27/12/1945 yılında kurulmuş ve 01/03/1947’de finanssal operasyonlarına başlamıştır.

IMF Anasözleşmesini kendi parlamentolarında onaylatarak uluslararası anlaşma haline getirmek ve kendisine düşen kotayı IMF’e ödemek ya da ödenecek bölümü ödeyip kalanını taahhüt etmek şartıyla, her ülkenin IMF’e üye olması mümkündür. İlk kuruluşunda 45 üyesi bulunan IMF’in şuan 183 üyesi bulunmaktadır. IMF’ye kurucu üye olarak katılmayan Türkiye, IMF’nin finanssal operasyonların başladığı 1947’de IMF’ye katılmış olup, IMF’de 964 milyon SDR katılım payı ve 9.890 oy hakkına sahiptir.

1980’li yıllara kadar IMF, kredilerini kullanırmak için ağırlıklı olarak, kısa vadeli geleneksel talep kısıcı istikrar önlemleri uygulaması koşulunu ileri sürmüştür. 1980’li yıllarda ise, dış açıkların finansmanı, istikrar ve yapısal uyum programları adı altında, köklü politika değişikliklerine bağlanmıştır. İstikrar ve yapısal uyum programları, gelişmekte olan ülkeler için, dışa yönelik bir gelişme modeli

öngörmektedir. Bu çerçevede öngörülen politikalar arasında konvertibiliteye geçiş ve finansal liberalleşme uygulamaları da yer almıştır (DPT, 2001: 47).

IMF, az gelişmiş ülkelere 1970’li yıllardan beri doğrudan borç veren önemli bir kurum haline gelmiştir. Az gelişmiş ülkelerin dış ödeme sorunları ile birlikte IMF’nin ağırlığı da artmıştır. Özellikle, 1974 krizinden sonra Fon, kriz yönetimi ve borç erteleme görüşmelerinde “başrolü” oynamıştır. Öyle ki, 1970’li yıllarda IMF’den “bilirkişi raporu” almayan hiçbir ülke, ne IMF’den yeni kedi alabilir, ne de eski borçlarını erteletebilir hale gelmiştir (BAŞKAYA, 1986: 64-65).

Gerek uyguladığı politikalarda ve gerekse kamuya yapmış olduğu açıklamalarda üye ülkelerinin Merkez Bankalarının bağımsızlığına vurgu yapan IMF’in kendisinin bağımsız bir kuruluş olmadığı ve ABD’nin etkisi altında olduğu ileri sürülmektedir.

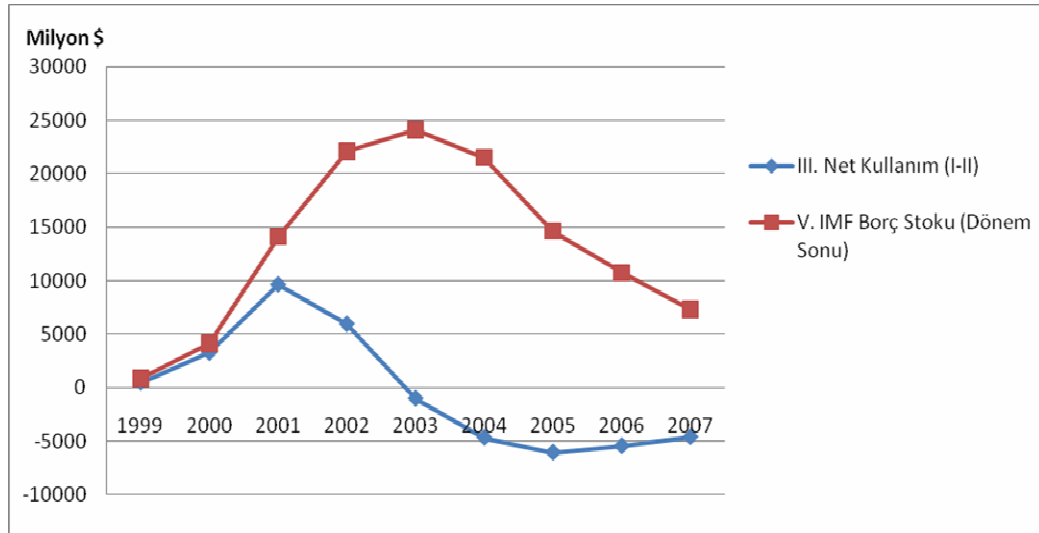
Mahfi EĞİLMEZ, IMF’nin Amerikan yönetiminin bir departmanı haline gelişinin en güzel örneğinin Türkiye ile olan ilişkilerinde görüldüğünü belirterek şöyle devam emektedir (EĞİLMEZ (d), 2002):

Türkiye, 2000 yılına başlarken IMF ile 18. Stand by (Türkiye’nin ilk stand by düzenlemesinin 1958 yılında yapıldığını varsayarsak 18. Stand by düzenlemesinden söz ediyoruz demektir) düzenlemesine girmişti. Bu düzenlemenin öngördüğü programı uygularken Kasım 2000’de bir krize girdi. Hemen arkasından IMF’den alınan Ek Rezerv Kolaylığı Desteği (SRF) ile yoluna devam etti. Bu kez 2001 Şubat ayında bir krizle karşılaştı ve IMF Türkiye’ye dalgalı kura geçmesi kaydıyla yeniden destek verdi. 2001 yılının Eylül

ayına gelindiğinde IMF, Türkiye’yi ağır bir dille eleştiriyor ve gereken reformları yapmadığı için stand by düzenlemesinin son iki taksidini zamanında serbest bırakmayarak bloke etmiş bulunuyordu. Tam bu sıralarda 11 Eylül olayı oldu. Birdenbire Türkiye’nin stratejik önemi ortaya çıktı. ABD birden Türkiye’ye yönelik eleştirileri bir kenara bırakarak Türkiye’yi övmeye başladı. Hemen ardından IMF’nin Türkiye’ye yaklaşımı değişmeye ve o güne kadar sert biçimde eleştirilen Türkiye, üzerine düşenleri yapan bir ekonomi olarak lanse edilmeye başlandı. Bu yaklaşımın ardından da Türkiye ile 19. Stand by düzenlemesi yapıldı ve Türkiye’ye yönelik destek muslukları açıldı. IMF, bağımsızlığını tümüyle yitirmiş ve Amerikan Yönetiminin bir departmanı haline gelmişti. Bütün dünyadaki Merkez Bankalarının bağımsız olması gerektiğini savunan IMF, ne yazık ki artık kendisi bağımsız değildi...

Öte yandan, Ülkemizin yıllar itibariyle IMF’den kullanmış olduğu kredileri bir arada görebilmek için aşağıdaki tablo hazırlanmıştır.

GRAFİK 8: IMF’DEN SAĞLANAN FİNANSMAN (Milyon Dolar)*



* Hazine Müsteşarlığı ve TCMB toplamını içermektedir.

Veri Kaynağı: Kamu Borç Yönetimi Raporu (Kasım 2007).

Yukarıdaki grafikten de anlaşılacağı üzere, 2000 ve 2001 yılında yaşanan ekonomik krizler sonrasında IMF'den yüksek miktarlarda kredi kullandırılmıştır. 2003 yılından itibaren, IMF'den net kredi kullanımı eksi olmuş, yani IMF'den daha önce alınan krediler geri ödenerek borç stoku azaltılmış ve 2007 sonu itibariyle borç stoku 7.158 milyon ABD doları olmuştur (Tablo 12).

II.2.2. Dünya Bankası

Bilindiği üzere, II.Dünya Savaşı, Avrupa Ülkelerinde büyük yıkıntılara sebep olmuştur. Kapitalizmin yeniden canlanması ve uluslararası ticaretin yeniden düzene girebilmesi için, Avrupa'nın yeniden inşası gerekmektedir. Dünya Bankası, ilk aşamada bu amaçla, IMF ile aynı tarihte kurulmuştur. Dünya bankasının temel hedefi, gelişmiş ülkelerin mali olanaklarını, gelişme yolundaki ülkelere kanallandırmak ve fakirliği azaltmak amacıyla, gelişme yolundaki ülkelere proje ve program kredilerini vermektir (EĞİLMEZ (c), 2002).

Türkiye, Dünya Bankası'na 1947 yılında üye olmuş olup, 7,629 oy hakkına sahiptir. Bu oy hakkı, Türkiye'ye % 0.48 oranında bir oy gücü sağlamaktadır.

Dünya Bankası grubu içerisinde farklı amaçlara hizmet eden Uluslararası Finansman Kurumu (IFC), Uluslararası Yardım Kurumu (IDA), Uluslararası

Yatırımları Garanti Kurumu (MIGA) ve Uluslararası Yatırım Anlaşmazlıkları Çözüm Merkezi (ICSID) gibi beş ayrı kredi kuruluşu bulunmaktadır.

Bu kuruluşlardan 2.4 milyar dolar toplam sermayeli ve 175 üyeli IFC, gelişme yolundaki ülkelerin özel kesim kuruluşlarına proje kredisi vermektedir. Türkiye, IFC'ye 1956 yılında kurucu üye olarak katılmış olup, IFC'deki sermayesi 14.5 milyon dolardır, oy sayısı 14,795 ve oy gücü yüzde 0.62'dir. Ülkemiz, IFC imkanlarını kullanma açısından ön sıralarda gelen bir ülke konumundadır. Bu sıralama Türk özel kesiminin uluslararası alana açılmadaki gücünü ve başarısını sergilemektedir (EĞİLMEZ (c), 2002).

Öte yandan, Türkiye, kurucu üyesi olduğu ve amacı düşük gelirli en az gelişmiş ülkelere düşük faizli, uzun vadeli kredi sağlamak olan IDA'dan kredi kullanan bir ülke iken sonradan "donor ülke" konumuna geçmiştir.

Ülkelere borç veren iki önemli uluslararası kuruluş hakkında gerekli bilgiyi verdikten sonra, şimdi dış borçların alıcılara göre nasıl bir dağılım gösterdiği hususunu ortaya koyalım.

Ancak, alacaklılara göre Türkiye'nin dış borç durumuna ilişkin veriler, 1980-1995 yıllarına ait olanlar eski seri, 1996 sonrası yıllara ait olanlar ise yeni seriye göre düzenlendiği için bu iki döneme ilişkin veriler ayrı tablolar halinde verilmiştir.

Çalışmamızın ekinde bulunan ve 19980 – 1995 yılları arasını kapsayan tablodan da anlaşılacağı üzere (Tablo 13), 1980-1995 sürecinde ülkemizin uluslararası kuruluşlardan dünya bankasına borcu bulunmamakta, IMF'ye olan borcu ise çok düşük düzeyde bulunmakta ve hatta bazı yıllarda hiç borcu bulunmamaktadır. Diğer taraftan, 1998-1995 yılları arasında, özellikle ikili anlaşmalardan doğan ve büyük çoğunluğu OPEC üyesi ülkelere olan dış borçlarımız sürekli artmışken; 1990'lı yılların ortalarına doğru tahvil ihraçları karşılığında borçlanmanın da yaygınlık kazandığı görülmektedir.

Öte yandan, yeni seriye göre hazırlanan ve çalışmamızın ekinde bulunan Tablo 14 ve Tablo 15'den de anlaşılacağı üzere, 2001 yılında yaklaşık % 30 olan resmi kuruluşların dış borçlar içerisindeki payı sürekli azalarak 2007 yılı sonu itibariyle %11'e düşmüşken, 2001 yılında %54 olan özel alacaklıların payı % 73 olmuştur. Tahvillerin payı ise, yaklaşık %16 olarak gerçekleşmiştir.

Ülkemizin dış borçlarının % 15 - 20'si kısa vadeli, % 80 - 85'i ise uzun vadeli borçlardan teşekkül etmektedir. Kısa vadeli borçların yaklaşık %60-70'ı özel kesim kredilerinden oluşmakta, kalanı ise ticari banka kredilerinden teşekkül etmektedir.

Uzun vadeli dış borçlarımız açısından bakıldığında ise, çalışmamızın ekinde bulunan Tablo 15'den de rahatlıkla görülebileceği üzere, resmi kreditorlerin (hükümet kuruluşları ve uluslararası kuruluşlar) dış borçlar içerisindeki payı 2001 yılında yaklaşık % 27 iken, 2007 yılı sonu itibariyle bu oran yaklaşık %11 olmuştur. Buna karşın, özel kreditorlerin uzun vadeli alacaklarının toplam dış borçlar

içerisindeki payı, aynı süre içerisinde % 40'tan % 56'ya yükselmiştir. Kısacası, son yıllarda özel kesim kreditorlerin toplam dış borç stoku içerisindeki payı artmıştır.

Resmi kreditorler ayırımında da, hükümet kuruluşlarının payı gittikçe azalırken, uluslararası kuruluşların payı gittikçe artmaktadır. 2007 yılı sonu itibariyle IMF ve Dünya Bankası'nın alacaklarının dış borç stoğu içerisinde payları % 3 düzeyindedir.

Buna karşın, Tablo 13'den da görüleceği üzere, 1980-1995 döneminde IMF'e borçlarımız neredeyse yok denecek seviyedeysen, Dünya Bankasına olan borçlarımız anılan dönemin son yıllarında yaklaşık 5 milyar ABD doları civarındadır.

Yukarıda yapılan açıklamalardan, yıllar itibariyle resmi kreditorlerin dış bor stoku içerisindeki payı sürekli azalırken, özel kreditorlerin payı artmakta ve bu da dış borçların vadelerinin kısalmasına ve maliyetlerinin artmasına neden olmaktadır. Zira, resmi kreditorlerden alınan borçların hem vadesi uzundur ve hem de faiz oranları daha düşüktür.

II.3. DIŞ BORÇ STOKUNUN VADE YAPISI

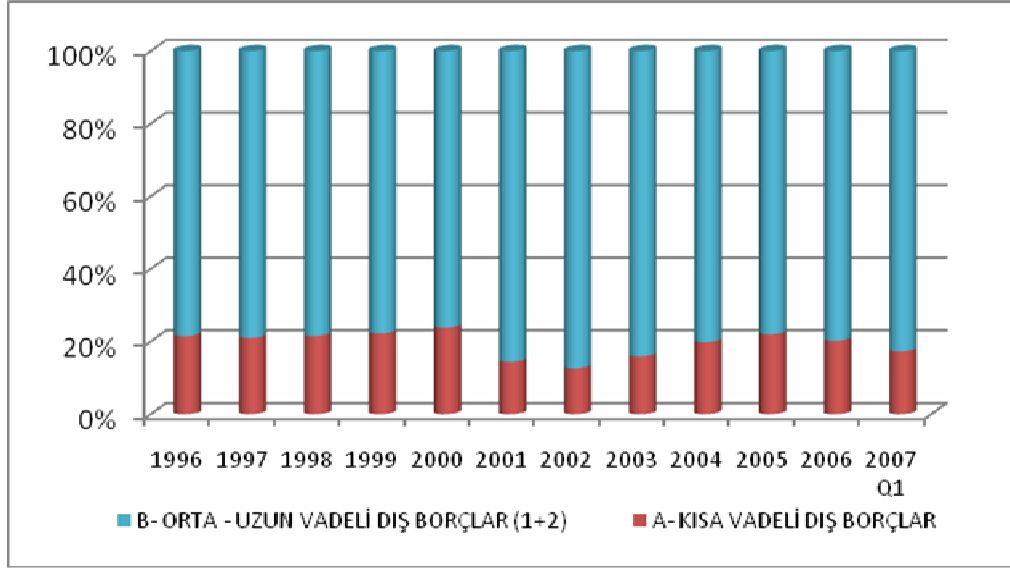
Kamu dış borçlarının vade yapıları açısından irdelenmesi, özellikle dış borçlanmada risk yönetimi açısından büyük önem arz etmektedir.

Kamu borçlarının vadelerine göre sınıflandırılması, bu borçların ne kadarının kısa vadeli, ne kadarının uzun vadeli olduğunun ortaya konulmasıdır. Öte yandan, bir yıl yada daha az süreli dış borç kullanımları kısa vadeli, bir yıldan uzun süreli borçlanmalar ise orta ve uzun vadeli olarak tasnif edilmektedir (DPT, 2001: 57).

Meksika krizinde görüldüğü üzere, borçların vade yapısı da, en az, borçların toplam tutarı kadar ülkenin dış şoklara karşı korumasız olmasına neden olabilmektedir. Nitekim, Meksika'nın borçlarının GSMH'ye oranı % 51 civarında olmasına ve OECD ülkelerinin ortalaması olan % 71 ile karşılaştırıldığında, bu oran göreceli olarak düşük olmasına rağmen, döviz rezervlerinin çok düşük olması (1994 yılının sonunda toplam 6,3 milyar dolar) ve 1995 yılında vadesi dolan dövizde endeksli toplam 29 milyar dolar değerindeki kısa vadeli borçlarının olması, belirtilen yıllarda, Meksika ekonomisinin finansal krize karşı korumasızlığı arttırmıştır (CASSARD and FOLKERTS-LANDAU, 1997: 13).

Meksika'da yaşanan bu gerçek, dış borçların vade yapılarının iyi izlenmesi, özellikle dış yükümlülüklerin yerine getirilmesi esnasında, yaşanabilecek likidite riskinin ve bu riskin yönetilmesinin ne derece önemli olduğunu göstermektedir. Dış borç yönetiminde karşılaşılan likidite riskine ilişkin açıklamalara, çalışmamızın *III.1.3.2. Likidite Riski* alt başlığı altında yer verilmiştir.

GRAFİK 9: TÜRKİYE’NİN DIŞ BORCUNUN VADE YAPISI



Veri Kaynağı: Hazine Müsteşarlığı.

Ülkemizin dış borçları vade yapısı açısından incelendiğinde, ülkemizin dış borçlarının ortalama %20'sinin kısa, %80'inin uzun vadeli olduğu; kamunun kısa vadeli dış borçlarının toplam dış borçlar içerisindeki payının %1, TCMB'nin %1-2 civarında olduğu, özel kesimin kısa vadeli dış borçlarının toplam dış borçlar içerisindeki payının ise yaklaşık %18 olduğu anlaşılmaktadır (Tablo 10). Özel kesiminin kısa vadeli dış borçlarının yarısından fazlası, banka kesimine aittir.

II.4. DIŞ BORÇLARIN BORÇLULARA GÖRE DAĞILIMI

Kamu dış borcunun borçlulara göre dağılımı ile kastedilen, dış borçların hangi kurum ve kuruluşlara ait olduğu hususudur.

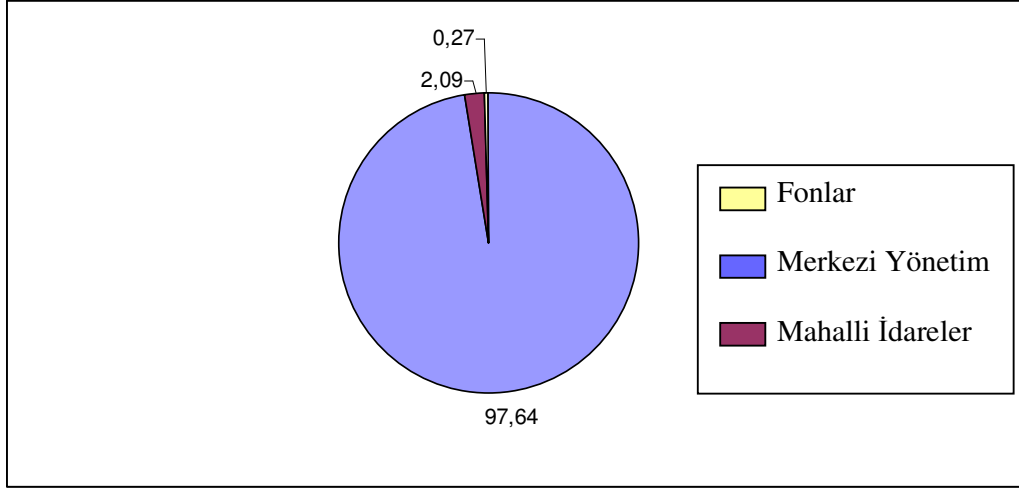
Çalışmamızın II.1. nolu alt başlığında da anlatmış olduğumuz üzere, özel kesimin dış borçlar içerisindeki payı giderek artmış, dış borçlarımızın yaklaşık %60'ı özel kesim, %33 kamu kesiminin ve %7'si TCMB'nin olmuştur.

Yine daha önce II.3. nolu alt başlık altında da belirtildiği gibi, son yıllarda kısa vadeli dış borçların artışında özel kesimin etkinliği yüksektir. Özel kesim, işletme sermayesi ve spekülasyon amaçlarıyla dış borçlanmaya gitmektedir. Bu eğilimin ana nedeni, iç ve dış faiz oranları arasındaki olağanüstü farklılaşmadır. Bir başka neden, iç ve dış faiz oranları arasındaki büyük fark ve buna koşut olarak TL'nin değişim fiyatının (döviz kurlarının) enflasyonun altında ya da ona yakın bir eğilim göstermesidir. Özellikle 1990 sonrasında görülen kısa süreli dış borçların artışının ana nedeni budur (KEPENEK ve YENTÜRK, 2003:261).

Kamu dış borç stoku, borçlular açısından incelendiğinde, 1990 yılında kamu dış borcunun yaklaşık % 84'ü genel yönetim, %4'ü finansal kuruluşlar (Bankalar) ve yaklaşık % 12'si finansal olmayan kuruluşlara (KİT'ler ve diğer) aitken; yıllar itibariyle bu oranlar genel yönetim lehine, finansal ve finansal olmayan kuruluşlar lehine değişerek, 2007 yılı sonu itibariyle, genel yönetimin payı yaklaşık % 96, finansal kuruluşların payı % 1 ve finansal olmayan kuruluşların payı yaklaşık % 3 olmuştur (Tablo 16). Öte yandan, 2001 yılında 47.129 milyon dolar olan kamu dış borç stoğu 2007 yılı sonu itibariyle 73.359 milyon dolar olmuştur (Tablo 17).

Kamu borçlarının nerdeyse tamamının genel yönetime ait olması nedeniyle, bu genel yönetime ait borçların nasıl bir dağılım gösterdiğini ortaya koymak amacıyla aşağıdaki grafik hazırlanmıştır.

GRAFİK 10: KAMU DIŞ BORCUNUN BORÇLULARA GÖRE DAĞILIMI



Kaynak: Hazine Müsteşarlığı.

Öte yandan, genel yönetimin dış borçları tahlil edildiğinde, 1990'ların başında genel yönetimin dış borçlarının yaklaşık %93'ünün merkezi yönetime, %3'ünün mahalli idarelere ve %4'ünün de fonlara ait olduğu, bu oranların merkezi yönetim lehine değiştiği ve 2007 yılı sonu itibariyle, merkezi yönetimin payının yaklaşık % 98, mahalli idarelerin payının % 2 ve fonların payının % 0,2 olduğu görülmektedir.

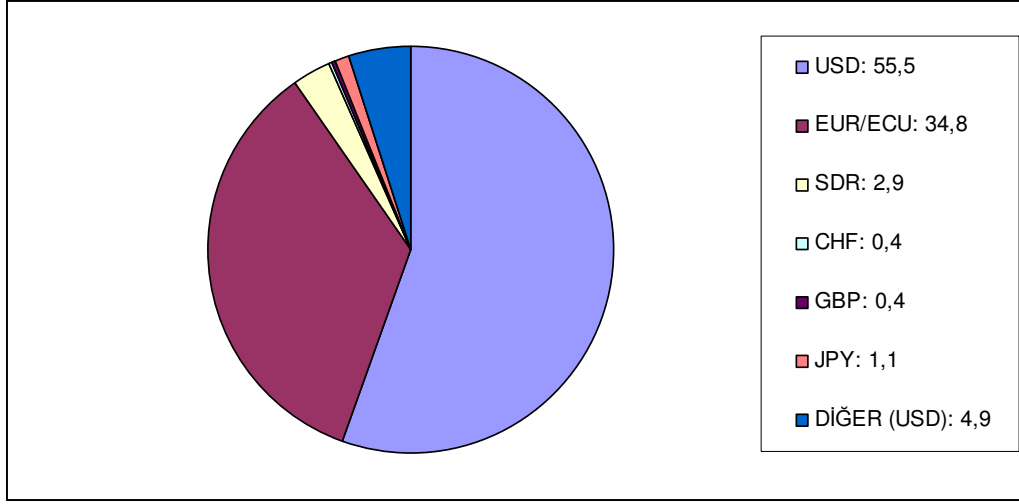
II.5. DIŞ BORÇLARIN YABANCI PARA BİRİMLERİNE GÖRE DAĞILIMI

Dış borçların yönetiminde, özellikle risk yönetiminde dikkate alınması gereken bir konu da dış borçların döviz kompozisyonunun ortaya konulmasıdır. Özellikle kur riskine karşı korunmak için dış borçların döviz kompozisyonunun izlenmesi gerekmektedir.

Kendi para birimleri cinsinden borçlanan ülkelerin (Örneğin, ABD, İngiltere, Fransa, Almanya, Japonya gibi gelişmiş ülkeler), yabancı para birimleri cinsinden borçlanana ülkelere (Örneğin, Türkiye, Arjantin, Brezilya, Macaristan, Rusya gibi gelişmekte olan ülkeler) nazaran ciddi avantajlara sahip olduğu gerçeği herkes tarafından kabul edilmektedir.

Şöyle ki, bu gibi ülkelerin, yeni vergiler koymak, para basarak ve borçlanma yoluyla finansman yaratma olanakları daha kolay olduğundan, dış borçlarını daha kolay çevirebilme olanaklarına sahiptirler. Oysa, yabancı para cinsinden borçlanan ülkeler, kendi paraları cinsinden finansman yaratsalar bile, dış borçlarını ödeyebilmek için döviz ihtiyacı duyacaklardır. Yani, bir yandan ek vergilerle finansman sağlarken, diğer yandan ihracatı, turizm gelirlerini v.b. arttırarak döviz bulmaları gerekmektedir (EĞİLMEZ (a), 2001).

GRAFİK 11 : DIŞ BORÇLARIN DÖVİZ KOMPOZİSYONU (%).



Veri Kaynağı: Hazine Müsteşarlığı.

Yukarıdaki grafikten de görüleceği üzere, dış borçlarımıza hakim olan para birimleri ABD Doları ve Avro'dur ve 2007 yılı sonu itibariyle dış borç portföyümüzün %55'i USD ve %35'i EUR'dan oluşmaktadır. % 1'lik payın üzerinde olan diğer para birimleri ise, Japon Yeni ve IMF'den alınan borçlardan kaynaklanan SDR'dir.

Dış borçlarımızın yıllar itibariyle döviz kompozisyonu incelendiğinde, en çok borçlanılan para biriminin ABD Doları olduğu görülmektedir. 1996 yılında toplam dış borçların yaklaşık %38'i ADB Doları cinsindeyken, 2007 yılı sonu itibariyle bu oran %55 olmuştur. Bu para birimini, Alman Markı takip etmektedir. 1999 yılından itibaren tahvil ihraçlarının ağırlıklı olarak Euro cinsinden yapılmasıyla birlikte, Alman Mark'ının Euro'ya dönüşüm yaptığı gözlenmektedir. 2001 yılından itibaren, Avrupa Para Birliği'ne geçen ülkelerin para birimleri cinsindeki (DEM, FRF, NLG)

borçların Euro'ya dönüşüm yapmasıyla, 1996 yılında %2'lik paya sahip olan Euro'nun toplam dış borçlar içerisindeki payı artarak 2007 yılı sonu itibariyle yaklaşık %35 olmuştur (Tablo 18).

Diğer taraftan, 1996 yılında yaklaşık %14'lük paya sahip olan Japon Yeni'nin payı sürekli azalarak, 2007 yılı sonu itibariyle yaklaşık %1 düzeylerine inmiştir.

Öte yandan, 1980-2000 arasında, İslam Kalkınma Bankası'ndan alınan kredilerde kullanılmış olan İslam Dinarı cinsinden borçlanmalar görülmektedir. Ayrıca, hükümet kredisi sağlanan çeşitli ülkelerin para birimleri cinsinden de borçlanmalar yapılmıştır. Suudi Arabistan Riyali, İsviçre Frankı, Hollanda Florini, Belçika Frankı, Avusturya Şilini, İtalyan Lireti ve Kuveyt Dinarı gibi çeşitli para birimleri bu tür borçlanmalara örnek gösterilebilir. Ancak, yıllar itibariyle incelendiğinde, anılan para birimleri alındıkları yıl içerisinde %1'in altındaki oranlarda kalmışlardır (DENİZ, 2001: 78).

Dünya Bankası'ndan 1985-1995 yılları arasında sağlanan 10,1 milyar dolar eşdeğerindeki kredi bölümü, "Döviz Havuzu" (Currency Pool Loans- CPL) cinsinden kredilerdir. Dünya Bankası'nın üye ülkelere sağladığı kredilerin riskinin tüm borçlularca eşit olarak paylaşılması amacıyla başlatılan Döviz Havuzu kredileri sistemi, ABD Doları eşdeğerinde değişik para birimlerinden oluşmaktadır. Dolayısıyla, bu kredilerin hepsinin dolar cinsinden borç olarak kabul edilmesi doğru olmayacaktır. Bu kapsamda kullanılan kredilerin 2,9 milyar dolarlık bölümü ABD

Doları, 3,7 milyar dolarlık bölümü Alman Markı ve 3,4 dolarlık bölümü Japon Yeni cinsinden yükümlülük doğurmuştur (DENİZ, 2001: 80).

II.6. TÜRKİYE’NİN DIŞ BORÇ RASYOLARI

Dış borç rasyoları, bir ülkenin az borçlu mu yoksa çok borçlu bir ülke mi olduğunu ortaya koyabilmek açısından önem arz etmektedir. Bu rasyolar, bir ülkenin kredibilitesi belirlenirken de dikkate alındığından ayrıca önem taşımaktadır.

Başlıca dış borç rasyoları şunlardır (EVGİN, 1996: 77-79);

1) Toplam Dış Borç/GSMH

Bu rasyo, genellikle bir ülkenin kredibilitesinin ölçülmesinde kullanıldığı gibi, risk ve borç yükü analizlerinde de genel bir ölçüt olarak kullanılmaktadır. Bir ülkenin bu rasyosu, %30-50 arasında ise, o ülke orta derecede borçlu, %50’yi aşıyorsa çok borçlu olarak kabul edilmektedir.

2) Toplam Dış Borç/İhracat

Bu rasyo, bir ülkenin ihracat gelirlerinin toplam dış borç stoku üzerindeki uzun dönemli etkilerini ortaya koymak için kullanılır. Bu oranın, %165-275 arasında olması halinde ülke orta dereceli borçlu; %275’i aşması halinde ise, ülke çok borçlu ülke kategorisine girmektedir.

3) Dış Borç Servisi/İhracat

Dış borç yükünün ölçülmesinde etkili bir şekilde kullanılan bu rasyo, ülkenin ihracat gelirlerinin ne oranda dış borçlanma giderlerine ayrıldığını gösterir. Borçlu ülkenin dış borç ödeyebilme gücü bakımından kabul gören genel kural, bu rasyonun %30'un altında olmasıdır.

4) Faiz/İhracat

Bu oranın %12-20 arasında olması, ülkenin orta derecede borçlu bir ülke olduğunu, %20'yi aşması ise, ülkenin çok borçlu bir ülke olduğunu göstermektedir. Eğer faiz servisi artış hızı, ihracat artış hızından daha fazla ise, bu durum dış borçlanmadan elde edilen kaynakların, yatırımlardan çok, diğer alanlara (dış borç geri ödemelerine) kanalize edildiğini göstermektedir.

Dünya Bankası ve IMF, dört borç göstergesinden üçünün yukarıda belirtilen oranları aşması durumunda söz konusu ülkenin çok borçlu ülke olduğunu kabul etmektedirler.

Türkiye'nin, yukarıda açıklamış olduğumuz dış borç rasyolarının ne durumda olduğunu görebilmek için aşağıdaki tablo hazırlanmıştır.

TABLO 1: DIŞ BORÇ RASYOLARI (%)

YILLAR	1997	1998	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007
Toplam Dış Borç / GSMH	43,8	46,6	55,7	59,3	51,7	56,3	47,3	41,2	35,0	39,0	37,5
Toplam Dış Borç Stoku / İhracat (FOB)	320,8	356,9	387,9	426,7	362,5	359,6	305,3	254,5	229,6	240,3	230,6
Dış Borç Servisi / İhracat (FOB)	47,3	61,2	68,9	79,0	78,6	80,0	58,3	48,3	49,9	46,5	44,2
Faiz / İhracat (FOB)	17,5	17,8	20,5	22,7	22,8	17,8	14,8	11,3	10,9	10,9	10,0

Veri Kaynağı: Hazine Müsteşarlığı.

Yukarıdaki tabloda yer alan rasyoları, daha önce yapmış olduğumuz açıklamalar çerçevesinde değerlendirdiğimizde, 2000 ve 2001 yılında yaşanan krizler nedeniyle daha da kötüleşen dış borç rasyolarımızın 2002 yılından itibaren iyileşmeye başladığı, 2002 yılında bir, 2003 yılında iki ve devam yıllarda üç rasyonun, aynı anda belirlenen oranların altında gerçekleştiği, dolayısıyla 2004 yılından itibaren çok borçlu ülke kategorisinden çıkarak orta derece borçlu ülke kategorisine girdiği kanaatine varılmıştır.

Dünya Bankası'nın, 1996-2003 yılı verilerini dikkate alarak, ülkeleri dış borçlarının seviyelerine göre sınıflandırmasında da, Türkiye, aşırı borçlu-orta gelirli ülkeler kategorisine konulmuştur (The World Bank, 2005: 169). Ancak, yukarıdaki tablodan da görüleceği üzere, 2004 yılından itibaren, ülkemizin dış borç rasyolarından üçü aynı anda IMF ve Dünya Bankası'nın belirlemiş olduğu oranların altında gerçekleştiği için, Türkiye artık orta dereceli borçlu ülke kategorisine girmektedir.

Burada vurgulanması gereken bir nokta da, bir ülkenin çok borçlu mu yoksa az borçlu bir ülke mi olduğuna karar vermek için kullanılan ve yukarıda belirtmiş olduğumuz rasyoların gelişmiş ülkeler ile gelişmekte olan ülkeler için aynı anlamı ifade etmediği gerçeğidir. Örneğin, yukarıda da belirtildiği üzere, bir ülkenin dış borç stokunun GSMH'ye oranı %50'nin altındaysa bu ülkenin orta dereceli borçlu ülke olduğu varsayılmaktadır. Hatta, Avrupa Birliğinin, Maastrich Anlaşması ile üye ve aday ülkeler için şart koştuğu bu oran % 60'dır.

Arjantin 2001 krizini tahlil eden Krueger'in de belirttiği üzere, 1998 yılında Arjantin'in dış borçlarının GSMH'ye oranı % 40 düzeylerinde olmasına ve dolayısıyla bu oran % 50'nin altında olmasına rağmen; “konvertibilite planı”nı destekleyecek yeterli mali ve diğer politikaların yokluğu ve döviz kurunun geleceğine yönelik endişeler piyasalarda korkular yaratarak 2000 yılında % 50 olan bu oranın 2001 yılının sonunda aniden % 130'ye yükselmesine neden olmuştur. Bu durum, aynı orandaki borç yükünün gelişmekte olan ülkeler ile gelişmiş ülkeler için farklı anlamlar ifade ettiğini açık bir şekilde göstermektedir. Yani, gelişmekte olan ülkelerin, borçları kaldırabilme yetenekleri, gelişmiş ülkelere göre oldukça sınırlıdır. Bunun nedenlerini; gelişmekte olan ülkelerin, vergi gelirlerini arttırma olanaklarının sınırlı olması, dış şoklara karşı daha korumasız olmaları, borçlarının genellikle yabancı para birimleri cinsinden geri ödenmesi şeklinde sıralamak mümkündür (KRUEGER, 2002).

Aynı sonucun Meksika'nın da başına geldiğini görmekteyiz. Nitekim, Meksika'nın borçlarının GSMH'ye oranı % 51 civarında olmasına ve OECD ülkelerinin ortalaması olan % 71 ile karşılaştırıldığında, bu oran göreceli olarak çok düşük olmasına rağmen, döviz rezervlerinin çok düşük olması (1994 yılının sonunda toplam 6,3 milyar dolar) ve 1995 yılında vadesi dolan ve dövize endekslenmiş toplam 29 milyar dolar değerindeki kısa dönemli borçlarının olması, anılan yıllarda Meksika ekonomisinin finansal krize karşı korumasızlığı artırmıştır (CASSARD and FOLKERTS-LANDAU, 1997: 13).

Bu iki örnek, son yıllardaki olumlu gelişmelerle dış borç rasyolarımızda yaşanan iyileşmelere göre ülkemizin çok borçlu ülke olmadığı kabul edilse bile; mali piyasalarımızın derinleşmemiş olması ve dış şoklara karşı hassasiyetinin devam etmesi nedeniyle dış borçlarımızın sorun olmaya devam edebileceği ve dolayısıyla iyi yönetilmesi gerektiği düşünülmektedir.

Öte yandan, Dünya Bankası'nın bir yayınında, Türkiye'nin dış borçlarının 1980 sonrasında sürekli arttığı, ancak diğer borçlu çoğu ülkeden farklı geliştiği belirtilmektedir. Bunun bir nedeninin, TL'nin ticari ilişki kurulan ülkelerin paraları karşısında değerinin düşük olması nedeniyle, dış borçların ihracata oranının sürekli azalması; bir diğer nedenin ise, 1970'li yılların sonlarında borçlarını yeniden yapılandırırken yurtdışındaki işçilerin tasarruflarını çekebilmesi ve çok taraflı uluslararası kuruluşların sürekli desteği ile düşük faizli kredileri daha çok kullanmış olması olduğu ileri sürülmüştür (WIJNBERGEN ve Diğerleri, 1992: 150).

III. BÖLÜM

DIŞ BORÇLANMADA RİSK YÖNETİMİ

Son yıllarda yaşanan ekonomik krizler, devlet borçlarının, her ne kadar krizlerin ana nedeni olmasa da, krizlerin derinleşmelerinde önemli etkilerinin olduğunu ve dolayısıyla etkin bir şekilde yönetilmesi gerektiğini göstermiştir.

Devlet borçlarının yönetimi konusu, mahiyeti itibarıyla çok geniş bir yelpazeyi kapsamaktadır. Devlet borç yönetiminin önemli bir boyutu da, bu borçları yönetirken karşılaşılan riskler ve bu risklerin yönetilmesidir. Bu riskler iyi yönetilmediği zaman, bir yandan devletin borç miktarları bir anda katlanırken, diğer yandan doğabilecek bir borç krizi, diğer ekonomik olguları olumsuz etkileyerek ekonomik krize neden olabilir.

Uluslararası piyasada risk yönetimine atfedilen değerin artması ve risk esaslı mali yönetim yaklaşımının benimsenmesi esası; ülkemizde de etkisi göstermiş, öncelikle özel sektörde başlayan risk esaslı yönetim ve denetim faaliyetleri kamu

mali sistemini de etkilemiştir. Nitekim, kamu mali sistemimizde köklü değişiklikler yapan 5018 Sayılı Kamu Mali Yönetimi ve Kontrol Kanunu ile, kamu mali sistemimize iç denetim sistemi getirilerek, bu denetimin risk esaslı yapılması anlayışı benimsenmiştir.

Çalışmamızın bu bölümünde, dış borçların yönetimi sorunun sadece “Risk Yönetimi” boyutu üzerinde durulacak olup, kamu dış borç yönetiminde karşılaşılan risklerin ve riskten korunma tekniklerinin neler olduğu hususu ile dış borçlanmada risk yönetiminin nasıl gerçekleştirilebileceği hususu ortaya konulacaktır.

III. 1. RİSK KAVRAMI ve DIŞ BORÇLANMADA KARŞILAŞILAN RİSKLER

III. 1. 1. Risk ve Risk Yönetimi Kavramı

Dış borçların yönetiminde karşımıza çıkan kavramlardan birisi de risk kavramıdır. Risk, en genel anlamı ile, istenmeyen bir olayın olması şansını (BRİGHAM (a), 1999: 106); kayıplara yol açabilecek bir olayın ortaya çıkma olasılığı, zarara uğrama tehlikesi olarak tanımlanmaktadır. Başka bir deyişle, risk, beklenen getirinin, gerçekleşen getiriden sapma olasılığıdır.

Bununla birlikte, risk kavramına yükletilen anlamlar, konular ve içinde bulunulan durumlara göre değişmektedir. Örneğin, hisse senetlerine yatırım yapan bir yatırımcı için risk, hisse senetlerinin fiyatlarının düşmesiyken; tasarruflarını sabit

faizli bir tahvilde değerlendiren yatırımcı için risk, yatırım yaptıkları vade dönemi içerisinde faizlerin yükselmesidir.

Buna karşın, devletin dış borç yönetimi açısından risk, faiz oranları ve döviz kurlarındaki değişimler ve diğer risk türlerine bağlı olarak, dış borçların maliyetlerinin¹ yükselmesi olasılığıdır.

Dış borçlanmada “*risk yönetimi*” ise, devletin dış borçlanma maliyetini olumsuz yönde etkileyecek risk faktörlerinin belirlenmesi, tanımlanması, ölçülmesi ve bu risklerin en alt düzeye indirilmesi sürecidir.

III. 1. 2. Dış Borçlanmada Risk Yönetiminin Önemi

Bir devletin dış borçları yönetilirken, neden karşı karşıya kalınan risklerinin tanımlanması, bu riskleri minimize edecek tedbirlerin alınması gerektiği hususu, “Dış Borçlanmada Risk Yönetiminin Önemi” ile ifade edilmektedir.

Devlet borçlarının yönetilmesi sorunu, sadece kamu maliyesi açısından değil, makroekonomik dengelerin sağlanması ve sürdürülmesi açısından da gerekli ve zorunludur. Çünkü, ekonomik olgular birbirleri ile yakın ilişkilidir ve bu olgulardan

¹ Maliyet tanımını iki şekilde yapmak mümkündür. Borç yönetiminden kaynaklanan maliyetler: Dış borç yerine iç borçlanmanın tercih edilmesi ya da sabit faiz yerine değişken faizli, enflasyona endeksli bono/tahvil ihraç edilmesi dolayısıyla meydana gelen yükümlülükler maliyet unsurunu ortaya çıkarmaktadır. Piyasadaki fiyat hareketlerinden kaynaklanan maliyetler: Borçlanmanın fiyat, faiz ve kurlardaki değişimler nedeniyle borç yükünün değişmesidir.

birisinde yaşanan bir sorun, zincirin diğer halkalarını da etkileyerek küresel bir olgu haline gelebilmektedir.

Etkili bir kamu borç ve finansman yönetimi, sadece iç makroekonomik menfaatler açısından gerekli olmayıp; aynı zamanda, ülkenin güvenilirlik ve kredibilitesini, uluslararası sermaye piyasalarında faaliyet gösteren özel yatırımcı ve borç verenler nazarında yükseltmek açısından da büyük önem arz etmektedir (UNESCAP, 2005: 114).

Öte yandan, etkili bir borç yönetiminin en önemli boyutunu “risk yönetimi” oluşturmaktadır. BLOMMESTEİN’in de çalışmasında belirttiği üzere, OECD bölgesinde, modern risk yönetim politikaları, devlet borç yönetiminin önemli bir parçası olmuştur (BLOMMESTEİN, 2005: 12).

Mali piyasalarda risk ölçüm ve bu risklerin yönetimi, 1973 yılında Bretton Woods Sisteminin yıkılması ile önem kazanmıştır. Dalgalı kur sistemine geçilmesi ve buna paralel olarak mali enstrümanlardaki çeşitliliğin artması, özellikle de türev piyasalarının gelişmesi, uluslararası piyasalardaki küreselleşme, dünya çapında yatırım yapılabilir fonların artması ve buna bağlı olarak volatilitedeki büyük artış risk kavramında önemli gelişmelere neden olmuştur (KADIOĞLU, 2003: 38)

Yine, uluslararası finans piyasalarında, döviz kuru ve faiz oranlarındaki dalgalanmalar ve bu dalgalanmaların neden olabildiği olumsuz etkiler de risk

yönetimi kavramının giderek ön plana çıkmasına ve risk yönetiminin, dış borç yönetiminin merkezine oturtulmasına sebebiyet vermiştir.

Son dönemlerde, Güneydoğu Asya, Doğu Avrupa ve Latin Amerika ülkelerinde yaşanan krizler de, etkin ve sağlıklı bir borç yönetiminin ne derece önemli olduğunu ortaya çıkarmıştır. Borç yönetim politikaları her ne kadar krizlerin ana nedeni olmasa da, borç portföyünün vadesi, yapısı, faiz oranı ve para cinsi kompozisyonun yanı sıra verilen doğrudan ve dolaylı garantiler de krizlerin derinleşmesinde önemli roller oynamaktadır. Kaldı ki, makroekonomik dengelerin sağlandığı durumlarda bile borçların risk gözetilmeden yönetilmeye çalışılması, ülkeleri ekonomik ve finansal şoklara açık hale getirebilmektedir.

Etkin bir borç yönetimi, bir yandan düşük maliyet ve daha az riskli borçlanmayı amaçlarken, diğer yandan borçlanma stratejisini kamuya açıklayarak şeffaflık sağlanmasına ve dolayısıyla piyasaların istikrarlı bir şekilde çalışmasına katkıda bulunur.

Dış borçların aktif yönetilebilmesi, dış borç stokunun bir portföy olarak kabul edilmesi ve dış borçlanmada karşılaşılabilecek risklerin tanımlanmasını, modern risk yönetimi tekniklerinin kullanılmasını gerekli kılmaktadır.

Borç yönetiminde, risk yönetiminin önem arz etmesinin nedeni, borçlanmanın maliyetinin sadece borç alındığı anda ortaya çıkan maliyetlerden ibaret olmaması, buna ilave olarak, alternatif maliyetlerinin ve borç geri ödemeleri

gerçekleştirilirken katlanılabilecek diğer maliyetlerinin de olması gerçeğinden kaynaklanmaktadır.

Yine, çalışmamızın birinci bölümünün “*III. Kamu Kesimi Borçlanma Gereği*” alt başlığı altında açıklandığı üzere, nakit dışı borçlanma ve garantili borç ödemeleri gibi bazı borçlar, resmi borç stoku rakamlarına ilave edilmemektedir. Ancak, garantili ödemelerin hazine tarafından karşılanması riski bulunmaktadır. Bu riskin gerçekleşmesi halinde, hazinenin nakit sorunu ile karşılaşması sorunu ortaya çıkabilmektedir.

İşte, risk yönetimini borç yönetiminin merkezine yerleştirdiğimizde, bu tür risklerin tanımlanması, ölçülmesi ve olumsuz etkilerini en aza indireyecek risk kontrol tedbirlerinin alınması sayesinde, borç yönetimi daha etkin bir şekilde gerçekleştirilmiş olmaktadır.

Diğer taraftan, hazine garantili ya da başka bir ad ile koşullu yükümlülüklerden kaynaklanan risklere ilişkin açıklamalar çalışmamızın üçüncü bölümünün “*III.1.3.5. Koşullu Yükümlülükler (Contingent Liabilities) Riski*” alt başlığı altında yapıldığından burada tekrardan kaçınılmıştır.

Dış borçlar, kur ve faiz oranı hareketleri ile fiyat dalgalanmaları gibi risklere maruz kalmaktadır. Bu riskler, iyi tanımlanıp yönetilmezlerse, bu risklerden kaynaklanan herhangi bir olumsuz gelişme, dış borç yöneticilerini borç krizi ile karşı karşıya bırakabilmektedir. Nitekim, 1980’li yılların başında, petrol fiyatlarında

yaşanan yükselmeler, petrol üreticisi olmayan ülkelerin ithalat faturalarında büyük yük yaratmış, global bir durgunluk ihracat gelirlerini aşındırmış, faiz oranlarını ve ABD dolarının değerini yükseltmiş, dolar cinsinden borçların geri ödemesinde ilave bir yük yaratmıştır. Bu faktörler, dış borç servislerini negatif bir şekilde etkileyerek gelişmekte olan ülkeler üzerinde baskı yaratmıştır (UNESCAP, 2005: 115).

Diğer taraftan, risk yönetim sürecinden etkin bir şekilde faydalanılabilmesi için, karşı karşıya kalınabilecek risklerin tutarlı bir şekilde tanımlanması ve ölçülmesi gerekir. Zira, tanımlanmayan ve ölçülemeyen şeyleri yönetmek oldukça zordur.

Yukarıdaki açıklamalardan da anlaşılacağı üzere, etkin bir borç yönetimini gerçekleştirme ve mümkün olan en düşük maliyetle borçlanma hedeflerine ulaşabilmek için, risk yönetim sürecini devlet borç yönetimi sürecinin odağına oturturmak gerekmektedir.

III. 1. 3. Borç Yönetimlerinin Karşılaştığı Riskler

Tanımlanmayan ve ölçülemeyen şeyleri yönetmek zor olduğu için, risklerin tutarlı tanımı, bir organizasyona, genel bir çatı oluşturma ve hedeflere uygun bir risk yönetim sürecini yaratma olanağı sağlar (KLAFKY, GLENİSTER and OTTERMAN, 2000: 248).

Daha önce de açıklamış olduğumuz üzere, risk kavramı kuruma ya da içinde bulunan duruma göre farklı anlamlara geleceğinden, karşılaşılabilecek risk türleri de, aynı şekilde kuruma ya da içinde bulunulan konuma göre farklılıklar ihtiva etmektedir. Ancak, çalışma konumuz devlet dış borçlanması olduğu için, sadece kamu dış borç yönetiminde karşılaşılan riskler üzerinde durulacak, tanımlamalar yapılırken, devlet dış borçlanması açısından olaya bakılacaktır.

Devlet borç yönetimleri, dış borçları yönetirken çeşitli risklerle karşılaşmaktadırlar. Birleşik Devletler Genel Muhasebe Ofisine göre, birçok finansal faaliyeti etkileyen genel riskler, piyasa riski, kredi riski, likidite riski, yasal risk ve operasyonel risktir (KLAFFKY, GLENİSTER and OTTERMAN, 2000: 248).

Bu risklere ilave olarak, birçok OECD ülkesinde açık bir şekilde yönetilen bir diğer risk de fonlama (refunding) riskidir. Operasyonel risk ve yasal riske nazaran, piyasa riski, kredi riski, likidite riski ve yeniden finansman (röfinansman) riski özenle yönetilmesi gereken risklerdir (BLOMMESTEİN, 2005: 28).

Yükselen piyasalarda yaşanan ve küresel ekonomiyi de derinden sarsan krizler, borç stokunun milli gelire oranının normal bir seviyede olmasının yeterli bir gösterge olmadığını, sağlıklı ve sürdürülebilir bir borç yapısına sahip olmanın gerekliliğini ve kamuya doğrudan ait olan yükümlülüklerin yanı sıra, kamuya ait olmayan doğrudan ve örtülü koşullu yükümlülüklerin de ekonomik dalgalanmalarda hükümetlerin işlerini daha da zorlaştırdığını ve krizlerin derinliğini arttırdığını ortaya koymuştur.

Nitekim, OECD üyesi bazı ülkelerde, borç yöneticileri, risk yönetimi ile ilgilenirken koşullu yükümlülükleri (contingent liabilities) de dikkate almaya başlamışlardır (BLOMMESTEİN, 2005: 12). Çalışmamızın bu bölümünde, yukarıda anılan risk türlerinin yanı sıra, koşullu yükümlülüklerden de bahsedilecektir.

III.1.3.1. Piyasa Riski

Piyasa riski, döviz kurları, faiz oranları, mal ve hisse fiyatları gibi piyasa göstergelerinde ortaya çıkabilecek değişmelerin, devletin borçlanma maliyetlerini arttırması tehlikesidir.

Borç portföyünün, vade yapısı ve döviz cinsi değiştikçe piyasa riskine olan hassasiyeti de değişmektedir. Örneğin, enflasyona endeksli bir enstrümanın borç yükü ani fiyat artışları karşısında ağırlaşmakta ve borç yönetimi açısından önceden tahmin edilemeyen bir yükümlülük olarak ortaya çıkmaktadır (ATEŞ, 2002: 19).

Piyasa riskini; faiz oranı riski, kur riski, ürün riski ve ülke riski olarak dört alt başlık altında incelemek mümkündür.

III.1.3.1.1. Faiz Oranı Riski

Makro-ekonomik istikrarsızlık ve faiz oranlarındaki belirsizlik nedeniyle, faiz oranı riski, devlet borç yöneticilerinin karşı karşıya olduğu en önemli risk faktörlerinden biri olmuştur.

Faiz oranı riskini, piyasa faiz oranlarındaki değişmelerin, devletin dış borç yükümlülüklerinin maliyetlerini yükseltme olasılığı olarak tanımlamak mümkündür. Faiz oranı riski, faiz oranları en düşük olduğu zaman en az, en yüksek olduğu zaman ise en yüksek olur. Diğer taraftan, sabit faizli borçlanmada risk, sabit faizin piyasa faiz oranlarının üstüne çıkması halinde ortaya çıkmaktayken; değişken faizli borçlanmada risk, piyasa faiz oranlarının artması ile ortaya çıkmaktadır.

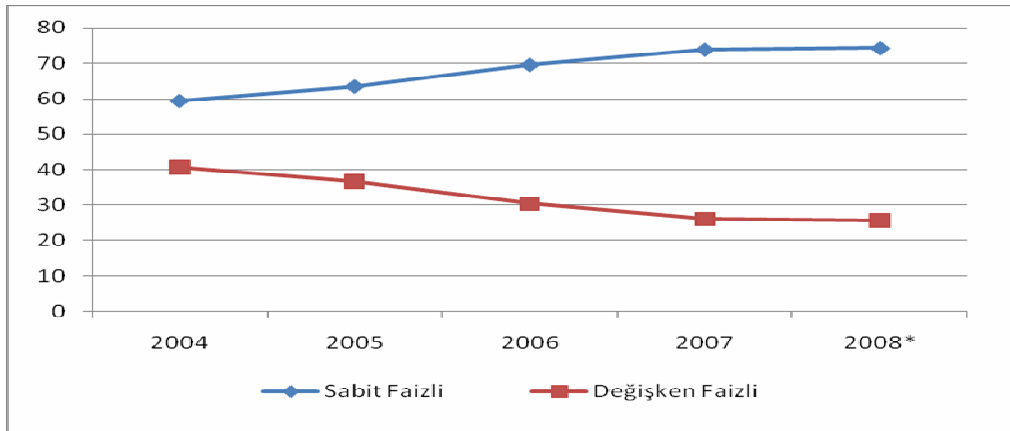
Ülkemizde mali piyasaların gelişmemiş olması ve Hazine'nin mali sistem içindeki payının ve piyasalar üzerindeki baskısının, gelişmiş ülkelere oranla çok yüksek olması, Hazine'nin yapacağı işlemlerin mali piyasalar üzerinde büyük etkiler yaratması sonucunu doğuracaktır. Hazine'nin borçlanmaya ilişkin faaliyetlerinde yapacağı olası hataların sonuçları, genellikle piyasaların tedirginliğini artırmak ve Hazine'nin faiz maliyetlerini yükseltmek şeklinde olmaktadır. Hazine'nin artan faiz maliyeti ise, borçlanma ihtiyacını artırmakta ve piyasalar üzerinde Hazine'nin baskısını daha da ağırlaştırmaktadır (EMİL ve GELBERİ, 1996: 62).

Borç stokunun, özellikle vadeleri kısa olan veya kısa vadeli faizlere endekslenmiş borçlanma araçlarından oluştuğu bir durumda, stokun taşıdığı faiz

oranının daha sık aralıklarla yenilenmesi, faiz oranı değişimlerine karşı duyarlılığın artmasına yol açmaktadır. Buna karşın, uzun vadeli sabit faizli enstrümanların kullanılması durumunda ise, senedin vade dönemi içerisinde piyasa faizlerinin düşmesi, söz konusu enstrümanların kısa vadeli enstrümanlara nazaran daha yüksek maliyetli olmasına neden olmaktadır. Hal böyle olunca, borç yönetiminden sorumlu olan Hazine Müsteşarlığının, bahsetmiş olduğumuz “faiz riski”ni dengelemesi gerekmektedir (BALIBEK, 2001: 6).

Dalgalı bir piyasa yapısı içerisinde, piyasa riskinin en önemli göstergelerinden biri likidite, diğeri ise açık pozisyonudur. Piyasa likitse ve uzun vadeli beklentiler olumluysa faiz oranları düşüş trendine girebileceğinden, bu durumda sabit faizli borçların maliyetleri artarken; değişken faizli borçların maliyeti azalacaktır. Oysa, geleceğe yönelik beklentiler kötüyse, sabit faizli borçlanmalar daha avantajlı olacaktır.

GRAFİK 12: KAMU BORÇ STOKUNUN FAİZ YAPISI (%)



* Mart ayı itibariyle.

Veri Kaynağı: Aralık 2007 ve Nisan 2008 Kamu Borç Yönetimi Raporları.

Yukarıdaki grafikten de görüleceği üzere, 2004 yılında kamu dış borçlarımızın yaklaşık % 60'ı sabit faizli ve % 40'ı değişken faizliken, yıllar itibariyle bu oranlar sabit faizli borçlanma lehine sürekli artarak 2008 yılı Mart ayı sonu itibariyle bu oranlar sırasıyla % 74 ve % 26 olmuştur. İçinde bulunduğumuz süreçte, uluslararası piyasalardaki çalkantılar ve ülkemiz adına geleceğe yönelik siyasi istikrarsızlık beklentileri altında, faizlerin artış eğiliminde olacağı gerçeği dikkate alındığında, kamu dış borçlarının büyük çoğunluğunun sabit faizli olması olumlu değerlendirilmektedir.

Faiz oranı riski, gerek uygulanan ekonomik politikalardan ve gerekse siyasi gelişmelerden çok fazla etkilemektedir. Hal böyle olunca, son yıllarda ülkemizde gerek siyasi istikrarın olması ve gerekse istikrarlı bir para politikasının uygulanması, piyasalara olan güvenin giderek artmasına, kamu borçları için daha geniş piyasaların ortaya çıkmasına ve faiz oranlarında düşüş sağlanmasına neden olmuştur. Faiz oranlarının düşürülmesinde, yıllar itibariyle sürekli faiz dışı fazla verilmiş olması, enflasyon hedeflemesinin yapılmış olması ve güçlü yapısal reformların uygulanması da etkili olmuştur.

Ancak, daha önce de belirttiğimiz üzere, son dönemlerde uluslararası piyasalarda yaşanan olumsuz gelişmeler ve ülkemiz adına ileride yaşanması muhtemel siyasi istikrarsızlık, bu faiz oranlarının yeniden yükseliş eğiliminde olacağına işaret etmektedir.

III.1.3.1.2. Döviz Kuru Riski

Dış borç yönetimlerinin karşı karşıya kaldıkları döviz kuru riski, belli etkenlere bağlı olarak (ödemeler dengesi açığı, siyasal olaylar v.b.) ulusal para birimlerinin değerinde, yabancı paralar karşısında, meydana gelebilecek artış ya da azalış şeklindeki değişimlerdir. Döviz kurunda yaşanan değişikliklere bağlı olarak, bir ülkenin dış borç yükümlülüğü değişmektedir.

Gelişmiş ülkelerin derin ve likit sermaye piyasalarına sahip olmaları, bu ülkelere, dış borçlanmalarını sınırlı düzeyde tutabilme kabiliyeti sağlamaktadır. Ancak, gelişmekte olan ülkeler, tasarruf düzeylerinin düşük olması, buna karşılık büyümek zorunda olmaları ve kısa vadeli borcu uzun vadeye dönüştürmek istemeleri nedeniyle dış borçlanmaya başvurmaktadırlar. Böylelikle, gelişmekte olan ülkeler için, dış borç bir yandan kaçınılmaz olurken, diğer yandan faiz ve kur riski ortaya çıkmaktadır.

Devletin dış borç stoku içerisinde, döviz cinsi ya da dövize endeksli borçlanma araçları bulunması durumunda, dış borç stoku kur dalgalanmalarına duyarlı olur. Kambiyo riski olarak da ifade edilen kur riski, devletin döviz cinsindeki borç stokunun, kur dalgalanmalarına karşı taşıdığı risklerdir. Döviz kurunda olabilecek dalgalanmalar, anapara ve faiz geri ödemelerinin maliyetlerini artırabilmektedir. Bu risk, sadece ülke parasının yabancı paralar karşısında değer

yitirmesi anlamında değildir. Devletin dış borç stokunu oluşturan yabancı para birimleri arasında meydana gelen değişimler de kur riski yaratabilir.

Dış borç istatistiklerinde uluslararası standart, büyüklüklerin Amerikan Doları cinsinden ifade edilmesidir. Bu durum, yayınlanan istatistiklerdeki dış borç büyüklüklerinin çapraz kurlarda gerçekleşen hareketlerden etkilenmesine yol açmaktadır. ABD Dolarının Avro ve SDR başta olmak üzere diğer para birimleri karşısında değer kazanması, dış borç stokunu azaltırken; tersi durum dış borç stokunu artırmaktadır. Örneğin; dış borç stoku, ABD Dolarının Avro ve SDR karşısında değer kazanması sonucu 2005 yılında 9,4 milyar ABD Doları tutarında azalış gösterirken; ABD Dolarının Avro ve SDR karşısında değer kaybetmesi sonucu 2006 yılında 6,8 ve 2007 yılında 11,2 milyar ABD Doları tutarında artış göstermiştir (Tablo 19; Dış Borç Basın Duyuruları, Hazine Müsteşarlığı).

Borç stokunun sürdürülebilirlik sınırına ulaştıktan sonra, yeni borçlanmalar yaşanmasa bile, çapraz kurlarda yaşanabilecek aşırı dalgalanmalar ülkenin borç krizi ile karşı karşıya kalmasına neden olabilmektedir. Örneğin, Arjantin krizinin sebeplerinden birisinin de ABD Dolarının diğer para birimleri karşısında 1999-2000 döneminde hızla değer kazanmış olduğu ileri sürülmektedir (İNAN, 2002: 61).

Türkiye’de 2001 Şubat krizinden sonra dalgalı kur rejimine geçişle birlikte, kurlardaki dalgalanmalar artmış, bu da kur riskinin yönetimini önemli hale getirmiştir. Nitekim, sabit kur rejiminin uygulandığı Haziran 1999 - Şubat 2001

dönemi ile dalgalı kur rejiminin uygulandığı Şubat 2001 - Mart 2003 dönemi karşılaştırıldığında, dalgalı kur rejiminin uygulandığı dönemde günlük TL/\$ kurundaki oynaklığın 7,25 kat, günlük TL/€ kurundaki oynaklığın ise 5,49 kat artış gösterdiği görülmüştür. Bu husus, dalgalı kur rejimine geçiş ile birlikte dış borç yönetimlerinin maruz kaldıkları kur riskinin arttığını ve bu riskin etkin bir şekilde yönetilmesinin gerekliliğini açık bir şekilde ortaya koymaktadır (KADIOĞLU, 2003: 41).

Bilindiği üzere, bir devletin gelirleri kendi para birimi cinsinden gerçekleşmektedir. Ancak, bizim gibi gelişmekte olan ülkeler bir yandan tasarruf yetersizliği, diğer yandan fiyat istikrarının olmaması, tasarrufların milli para birimi cinsinden borçlanma araçlarına yönelmesini engellemektedir. Hal böyle olunca, ülkeler yabancı para birimi cinsinden ya da yabancı para birimine endeksli borçlanabilmektedirler. Ancak, yabancı para birimi ya da yabancı para birimine endeksli borçlanma düzeyi belli bir düzeyi aştığında, ülke ekonomisi dış şoklara karşı çok duyarlı hale gelecek; mali bir kriz halinde devletin bağımsız bir para politikası uygulaması zorlaşacaktır. Mali bir kriz dolayısıyla dövizin milli para birimi karşısında değer kazanması, ülkenin borçluluk seviyesini, dolayısıyla ülkeye ilişkin risk algılamalarını artırmakta, mali krizin daha da derinleşmesine neden olabilmektedir.

Döviz kurlarındaki değişimler, döviz cinsi borçları yüksek seviyede olan ülkelerde önemli sorunlara yol açmaktadır. 1993-1995 döneminde Endonezya'nın dış borçlarında ABD Doları bazında görülen artışın üçte biri çapraz kurlardaki

değişmelerden; Japon Yeni'nin değer kazanmasının 1995 yılında Çin'in borç ödemelerini 5 milyar dolar civarında attırması; 1995 yılındaki kur gelişmeleri, Hindistan'ın dış borç stokunda %7 oranında artışa yol açmıştır. Ülkemizde de 2001 yılı Şubat ayında yaşanan gelişmeler sonrasında Türk Lirasının yabancı para birimleri karşısında değer kaybetmesi, Hazine'nin 2001 yılındaki dış borç servisinin 6 milyon YTL (6 Katrilyon TL) civarında artmasına neden olmuştur (BALİBEK, 2001: 7).

Döviz kuru riski, yaratabileceği olumsuzluklar dolayısıyla, bu riski azaltacak ya da kabul edilebilir düzeye çekmek için, swap, futures gibi hedge araçlarının kullanımı daha da yaygınlaştırılabilir. Örneğin, Finlandiya borç ofisi, özellikle kur riskinden kaçınmak için future araçlarının yaygınlaştırılması üzerinde çalışmalar yapmaktadır (ATEŞ, 2002: 25). Öte yandan, Swap, forward, future, opsiyon gibi türev araçlara ilişkin gerekli açıklamalar, çalışmamızın III. 2. nolu başlığı altında yapılacağından burada tekrardan kaçınılmıştır.

Öte yandan, dış borçlanmada karşılaşılan risklerin birbirlerini etkileyerek daha büyük olumsuz sonuç doğurması da mümkündür. Zira, Türkiye'nin 1995-2000 verileri kullanılarak yapılan çalışmalarda, yüksek bir döviz kuru riskinin faiz oranlarını attırdığı sonucuna varılmıştır (GÜNAY, 2001: 14).

Döviz kuru riskinin yönetilmesi kapsamında borç yönetiminin üzerinde durması gereken en önemli konulardan birisi de uygulanacak kur rejiminin

belirlenmesi hususudur¹. Yani, ÷lkede dalgalı kur rejimi mi, yoksa sabit kur rejimi mi uygulanacak? Ya da müdahaleli ya da yönlendirilmiş kur rejimi mi uygulanacak?

Arjantin 2001 krizi, bir ÷lkede uygulanacak kur rejiminin doğru tespit edilmesi gerektiğini bir kez daha ortaya koymuştur. Arjantin’de 1991 yılında uygulamaya konulan “Konvertibilite Planı”nın saç ayaklarından birisi yerel para birimi olan Peso ile ABD Dolarına arasındaki paritenin sabitlenmiş olmasıdır. Öte yandan, para kurulu uygulaması, bağımsız bir para politikasını uygulama şansını sona erdirdiğı için, yıllar itibariyle peso sürekli olarak dolar karşısında değer kazanmış ve bu durum ÷lkenin ihracat gelirlerini azaltarak, mal ve hizmet ihracat gelirlerinin beş katı düzeyinde olan döviz cinsi borçların çevrilememesi sorunun doğmasına neden olmuştur (KRUEGER, 2002).

Hal böyle olunca, Arjantin krizinde yaşananlar ve ÷lke gerçeğı de dikkate alınarak en etkili kur rejiminin seçilmesinde fayda bulunmaktadır. Ülkemizde hala uygulanmakta olan döviz kuru rejimi, tam dalgalı kur rejimidir.

Uygulanacak kur rejimlerinden hangisinin daha iyi olduğı konusundaki görüşler farklılık arz etmektedir. Kimilerine göre sabit kur rejimi daha iyiyken; diğerlerine göre ise dalgalı kur rejiminin uygulanması daha iyidir.

¹ Döviz kuru rejimini belirlemenin sahipliğı konusunda hala bir takım tereddütler vardır. Türkiye’de döviz kuru rejimini hükümet, Merkez Bankası ile birlikte belirler. Asıl söz sahibi olan hükümettir. Kur rejimi belirlenirken, IMF’nin üçüncü kişi olarak müdahalede bulunduğı gerçeğı de kabul edilmektedir (ERÇEL, 11.03.2006 tarihli Vatan Gazetesindeki Köşe Yazısı).

Ünlü iktisatçı ve IMF eski birinci başkan yardımcılarında Stanley Fischer, tam dalgalı kur rejimini evrensel bir kur rejimi olarak kabul ederek, bu kur rejiminin uygulanması gerektiği ileri sürmüştür. Zira, Fischer'e göre, 1994 yılında Meksika, 1997 yılında Tayland, Endonezya ve Kore, 1998 yılında Rusya ve Brezilya ile 2000 yılında Arjantin ve Türkiye'de yaşanan uluslararası krizlerden anılan ülkelerin daha çok etkilenmelerinin nedeni, bu ülkelerin sabit kur rejimi uygulamış olmalarından kaynaklanmaktadır. Aynı şekilde, aralarında Güney Afrika, İsrail, Meksika ve Türkiye gibi sabitlendirilmiş kur rejimini (pegged rates) uygulamayan ülkeler, sabit kur rejimini uygulayan ülkeleri fazlasıyla etkileyen 1998 yılı krizinden korunabilmişlerdir (FİSCHER, 2002).

Ancak, dalgalı kur rejiminin kendi parası cinsinden borçlanmayan gelişme yolundaki Türkiye gibi ülkeler için yanlış bir uygulama olacağını savunan kişiler de bulunmaktadır. Eğilmez'e göre, gelişme yolundaki bir ülke, bu yöntemle, bir yandan rezerv kaybına uğramakta, diğer yandan yeni vergiler koyarak ekonomik küçülmeyi arttırmaktadır. (EĞİLMEZ (a), 2001).

Öte yandan, ülkede uygulanmasına karar verilen döviz kuru rejiminden kaynaklanan risklerin de en aza ildirilmesi gerekmektedir. Ülkemizde hala uygulanmakta olan dalgalı kur rejimindeki en büyük risk, ekonomik ve siyasi gelişmelere bağlı olarak kurda yaşanacak oynaklığın yaratacağı olumsuz sonuçlardır. Daha önce de açıklamış olduğumuz üzere, uluslararası istatistiklerde dış borç stokları ABD doları cinsinden hesaplandığı için gerek döviz kurlarında ve gerekse çapraz kurlarda yaşanacak oynaklık, dış borç stokunun artmasına neden olmaktadır.

Örnek olması babında, döviz kuru riskinin, 2008 yılı sonu itibariyle kamu dış borç stoku üzerinde yaratabileceği etkiyi göstermek amacıyla aşağıdaki tablo hazırlanmıştır. Buradaki temel varsayımımız, Mart 2008 sonu itibariyle, ABD Doları dışındaki diğer yabancı para birimleri cinsinden mevcut olan kamu dış borç stokunun değişmediği, yani yıl içerisinde yeni borçlanma yapılmadığı gibi borç geri ödemelerinin de yapılmadığı varsayılmıştır.

TABLO 2: DÖVİZ KURU RİSKİ VE KAMU DIŞ BORÇ STOKUNA ETKİSİ

Çapraz Kurlar	31/03/2008 Tarihi İtibariyle			31/12/2008 Tarihi İtibariyle			
	Borç Stoku (Milyon Dolar) (a)	Çapraz Kur Oranları (b)	Anapara Birimleri ile Borç Stoku (a / b) (c)	Çapraz Kur Oranları* (c)	Borç Stoku (Milyon Dolar) (a / b) x c	Çapraz Kur Oranları** (d)	Borç Stoku (Milyon Dolar) (a/b) / d
EUR/USD	20.810	1,5802	13.169,22	1,48	19.490,44	1,64	21.597,52
SDR/USD	6.946	1,64417	4.224,62	1,58	6.674,91	1,66417	7.030,49
JPY/USD	2.657	0,010053	264.299,21	0,0101	2.669,42	0,010153	2.683,43
Toplam	30.413				28.834,77		31.311,44

* ABD Dolarının, Avro, SDR ve Yen karşısında değer kazanacağı varsayılmıştır.

** ABD Dolarının, Avro, SDR ve Yen karşısında değer yitireceği varsayılmıştır.

Kaynak: Dış Borç Stoku Rakamları Hazine Müsteşarlığı, Çapraz Kur Oranları Merkez Bankası'ndan alınmıştır.

Yukarıdaki tablodan da görülebileceği üzere, kamunun mart ayı sonu itibariyle Avro, SDR ve Yen cinsinden toplam 30,4 milyar ABD doları dış borcu bulunmaktadır. Yıl sonu itibariyle, ABD Dolarının, Avro, SDR ve Yen karşısında değer kazanması halinde (ve bu bağlamda tabloda verilen çapraz kur oranlarının

gerçekleşmesi varsayımı altında), kamu dış borç stoku yaklaşık 1,5 milyar dolar azalacakken; ABD Dolarının anılan para birimleri karşısında değer yitirmesi halinde (ve yine tabloda verilen çapraz kur oranlarının gerçekleşmesi varsayımı altında) yaklaşık 1 milyar ABD Doları artacaktır.

Yabancı para birimleri şeklinde borçlanmanın yaratmış olduğu kur baskısı ile derin ve likit iç sermaye piyasalarının varlığı, ABD, Almanya, Japonya gibi en sanayileşmiş ülkelerin yabancı para cinsinden borçlanmamalarına; Fransa ve İngiltere'nin çok az düzeyde borçlanmasına; Belçika, Danimarka ve Yeni Zelanda gibi ekonomik boyut olarak küçük olan gelişmiş ülkelerin, döviz rezervleri hariç, yabancı para birimleri şeklinde borçlanmalarını durdurmalarına neden olmuştur. İrlanda ise, vadesi gelen döviz borçlarının çevrilmesi ile sınırlandırmıştır. İspanya ve İsveç ise, döviz cinsinden borçlanmakta, ancak bu borçlardan kaynaklanan risklerini, takas (swap) ve takas seçenekleri aracılığı ile hedge etmektedir (CASSARD and FOLKERTS-LANDAU, 1997: 13).

Ancak, Türkiye gibi gelişmekte olan ülkelerin, iç tasarrufların yetersizliği, borçlarının vadelerini genişletmek, farklı varlık piyasaları aracılığı ile faiz oranı riskini çeşitlendirmek, döviz rezervlerini güçlendirmek gibi nedenlerle uluslararası borç piyasalarına girmesi neredeyse bir zorunluluk teşkil etmektedir. Hal böyle olunca, bu gibi ülkelerin döviz kuru ve faiz oranı riskini minimize edecek, döviz ve faiz takasları gibi türev araçları kullanmaları gerekecektir (CASSARD and FOLKERTS-LANDAU, 1997: 13-14).

Diğer taraftan, tam dalgalı döviz kurunun yarattığı sıkıntıları kısa dönemde azaltmanın en etkili yolu, "forward" ve "future" anlaşmalarına dayalı türev piyasalarının geliştirilmesidir. Bu piyasalar, ileriye dönük olarak belirledikleri döviz fiyatları yoluyla piyasayı derinleştirip, tam dalgalı döviz kurundan kaynaklanan "oynaklıkları" ve dolayısıyla riskleri azaltmada önemli roller üstlenmektedir.

III.1.3.1.3. Ürün Riski

Ürün riski, ülkelerin büyük ölçüde ithal ve/veya ihraç ettikleri ve çoğu kez toplam döviz seviyesini etkileyen ürünlerin fiyatlarında yaşanan dalgalanmaların neden olduğu risk türüdür (DENİZ, 2001: 24).

Ülkemizin ihracat-ithalat kalemleri incelendiğinde, ihracat gelirlerimizin belli bir ürüne dayanmadığı; buna karşın ithalatımızın en önemli gider kaleminin petrol olduğu anlaşılmaktadır. Hal böyle olunca, ülkemiz açısından, ürün riski en yüksek ürün petrol olmaktadır. Petrol fiyatlarında yaşanacak olağanüstü fiyat artışları ülkemizin dış yükümlülüklerini olumsuz etkileyecektir.

III.1.3.1.4. Ülke Riski (Ülkenin Kredibilitesi)

Bir ülkenin dış borçlanma maliyetini etkileyen ve ülkenin dış borçları yönetilirken dikkate alınması gereken piyasa risklerinden birisi de ülke riskidir. Ülke riski, bir ülkenin ekonomik ve politik açıdan taşıdığı risklerin sermaye maliyetine ve dolayısıyla karlılığı olan etkisidir.

Bu risk türü, bir ülkenin kredibilitesi ile yakın ilişkilidir. Zira, bir ülkenin uluslararası mali yükümlülüklerini yerine getirebilme kabiliyetini gösteren ülke kredibilitesi, ülke riski dikkate alınmak suretiyle belirlenir. Ülkelerin kredibilitesi, derecelendirme şeklinde formüle edilmektedir.

En basit tanımıyla derecelendirme, borçlunun anapara ve faiz yükümlülüklerini ödeme isteği ve kabiliyetinin zamanında ve tam olarak yerine getirilip getirilememesini ölçen bir nottur (ERÇEL, 1997: 1).

Kedi notu, bir bireye, firmaya veya bir devlete borç verilirken, taşınan riskin matematiksel olarak ifadesidir. Derecelendirme notunun hesaplanması, risk yönetim sürecinin ilk aşamasıdır.

Ülkenin kredibilitesi ölçülürken, bir model çerçevesinde geçmişe yönelik 15-20 yıllık veri kullanılarak, sürekli ve tekrar gözleyen bir perspektifte risk faktörünün ölçülmesi amaçlamaktadır.

Ülke riski yada ülke kredibilitesi, ekonomik ve politik riskler dikkate alınarak belirlenir.

Politik riskler, seçim sistemi ve zamanları, dış politika gelişmeleri, demokrasinin ne ölçüde yerleştiği, politik lider veya gündemdeki değişimler, hükümet problemleri, koalisyonların yapısı, muhalefetin durumu, Merkez

Bankası'nın bağımsızlık derecesi, savaş hali, vergi oranlarındaki artışlar, yabancı kaynaklı dış yatırım teşviklerinin iptal edilmesi, yabancıların sahip olma haklarındaki kısıtlamalar, yerel hammadde ve malzeme kullanma zorunlulukları şeklinde özetlenebilir. Ekonomik riskler ise, döviz cinsinden nakit akışının düzeni, borç rasyoları, ihracatın büyümesi, ekonominin açıklığı tutarsız ekonomik politikalar, yüksek enflasyon, yüksek faiz oranları, ekonomik durgunluk gibi risklerden oluşmaktadır (ERÇEL, 1997: 1, YÖRÜK, 1999: 5-7).

Bu siyasi ve ekonomik riskler dikkate alınarak belirlenen ülke riski, bir ülkenin dış borçlanması açısından çok önemli bir göstergedir. Zira, uluslararası piyasalarda, bir ülke için ayrılan fon arz miktarı belirlenirken bu risk düzeyine bakılmaktadır. Gelişmekte olan ülkelerin ülke riski yüksek ve dolayısıyla kredibilitesi (rating notu) düşük olduğu için, bu ülkeler için ayrılan borç verilebilir fon arzı da düşük olmaktadır.¹ Bu, fon yönetenlerce ortaklaşa belirlenmiş bir büyüklük değildir. Ancak, arz edilen fonları yöneten kurumlar, rating notuna bağlı olarak her ülke için bir miktar fon ayırdıkları için bu tür bir sonuç ortaya çıkmaktadır (EĞİLMEZ (b), 2007).

Yukarıda da açıklandığı üzere, bir ülkenin risk düzeyi, o ülkede yaşanan ekonomik ve politik gelişmelerden etkilenmektedir. Hal böyle olunca, gerek ekonomi yönetiminden sorumlu olan kişilerin ve gerekse siyasi iktidarın bu tür konularda dikkatli olması gerekmektedir. Aksi takdirde, ülkede yaşanan olumsuz ekonomik ve siyasi gelişmeler, o ülkenin dış borçlanma maliyetlerini arttırmaktadır.

Bu konu hakkında EĞİLMEZ, “*Kasım 2000 Krizi Üzerine*” başlıklı makalesinde özetle; 2000 yılında rating şirketleri Moody’s ve S&P’s’in Türkiye’nin kredi notunu yükseltme eğiliminde olması ve IPR dergisinde Türkiye’nin 2000 yılında dış piyasalara tahvil ihracında en başarılı ülke olarak gösterilmesinin, Türkiye’ye borç verilebilir fon miktarının artmasına ve akabinde faiz oranlarının düşüş eğilimine girmesi sonucunu yaratacakken, Kasım 2000 krizinin yaşanmasının Türkiye’nin umudunu kırdığını belirterek şöyle devam etmektedir (EĞİLMEZ (b), 2007);

Hazine'nin, Kasım krizi sonrasında gerçekleştirdiği ilk dış tahvil ihracı Eurobond piyasasına yönelik olarak Ocak ayı sonunda yapıldı. 3 yıl vadeli ve 500 milyon euro tutarlı bu tahvil ihracının kupon faizi yüzde 8.25. Geçen yıl Nisan ayında yapılan 5 yıl vadeli ve 600 milyon euro tutarlı bir tahvil ihracının kupon faizi yüzde 7.75 olmuştu. Eğer Kasım krizi olmasaydı 500 milyon euro tutarlı tahvilin kupon faizi yüzde 7.25 dolaylarında olacaktı. Buna göre Kasım krizinin, kriz sonrasındaki ilk dış borçlanmada Hazine'ye getirdiği ek faiz yükü 1 puandır.

EĞİLMEZ’in açıklamalarından, kriz ortamının yaratmış olduğu olumsuz havanın uluslararası alanda Türkiye’nin kredibilitesini düşürdüğü, bunun da dış borçlanmanın maliyetini arttırdığı anlaşılmaktadır.

¹ Gelişmekte olan ülkelerin ülke riski yüksek ve dolayısıyla kredibilitesi (rating notu) düşük olduğu için, bu ülkeler için ayrılan borç verilebilir fon arzı da düşük olmaktadır. Bu duruma, “ülke riskine bağlı fon ayrımı” adı verilmektedir (EĞİLMEZ (a), 2001).

Yukarıda yapılan açıklamalardan da anlaşılacağı üzere, dış borç yönetiminden sorumlu olan kurum ve kuruluşların, dış borçlanmanın maliyetini en aza indirebilmek için, ülke riskini çok iyi bir şekilde takip etmesi, bu riskin en aza indirilmesi ve ülke kredibilitesinin en yüksek düzeyde tutulması için ekonomi ve siyasi otoriteler ile çok yakın ilişki içerisinde olması gerekmektedir.

Diğer taraftan, IMF'in Global Mali İstikrar Raporunda, Türkiye'nin 2004 yılı sonu itibariyle S&P tarafından belirlenmiş olan kredi notunun BB- (Riski yüksek, görünümü negatif, izleme programında) olduğu belirtilmiştir (IMF, 2006: 90).

Yine, uluslararası geçerliliği bulunan dört derecelendirme kuruluşunun (Standart and Poor's, Moody's, Fitch ve JCR) ülkemize vermiş oldukları kredi notları incelendiğinde (Tablo 20), 2007 yılı sonu itibariyle ülkemizin kredi notunun BB- olduğu anlaşılmaktadır

III.1.3.2. Likidite Riski

Dış borç yönetim sürecinde karşılaşılan risklerden birisi de likidite riskidir. En genel anlamıyla likidite riski, işletmenin varlıklarını daha akışkan, daha kısa vadeli ve daha kolay paraya çevrilebilecek şekilde düzenleyerek, pasiflerle vade açısından uyumlu ve dengeli bir finansman politikası izleyememe riskidir (UYAR, 2003: 22). Bir başka anlatımla likidite riski, nakit giriş-çıkışlarının dengeli götürülememesi riski olup; bu dengenin sağlanamaması, bazı yükümlülüklerin karşılanamamasını ya da bu yükümlülükleri karşılamak pahasına ek bir maliyet

üstlenmeyi gündeme getirebilir. Bu durum ise, kar maksimizasyonunu azaltan bir unsurdur.

Devlet borçlanması açısından likidite riski, fonlama riski (refunding risk) veya borçların çevrilememe riski (roll-over risk) olarak da adlandırılmakta olup, itfa anında borç yönetiminin gerekli nakde veya fonlama imkanına sahip olamaması tehlikesini belirtmektedir. Söz konusu risk, nakit ve borç yönetimindeki planlama sorunlarından kaynaklanabileceği gibi, piyasaların kendi iç dinamiklerinden kaynaklanan gelişmeler veya dış piyasalardaki dalgalanmalardan da etkilenebilmektedir (BALİBEK, 2001: 9).

Borcun geri ödenmesinde karşılaşılan riskin, piyasalardaki yüksek faiz oranlarından kaynaklanması halinde likidite riski, piyasa riskinin bir türü olarak da kabul edilebilir. Ancak, borcun geri ödenmesi, borcun maliyetini önemli derecede artırıyorsa ve bu durum bir borç krizine veya ekonomik kayıplara neden olabiliyorsa, likidite riskinin finansal riskten farklı değerlendirilmesi gerekir (DENİZ, 2001: 25).

Öte yandan, likidite sorunu ile borçların sürdürülebilirliği de birbirinden farklı kavramlardır. Likidite sorunu, kısa dönemli fonlama veya nakit imkanını ifade ederken; borçların sürdürülebilirliği, borçlanma politikalarından daha çok devletin genel makroekonomik politikaları ile ilişkilidir ve devletin uzun dönemde sahip olduğu kaynaklarının (faiz-dışı bütçe fazlası) devlet borçlarının geri ödemesine yetecek seviyede olup olmadığını ifade eder. Sürdürülebilir bir borç stokuna sahip

lkeler de belli dönemlerde likidite sıkışıklıkları nedeniyle, borç geri ödemelerini gerçekleştirememe durumuyla karşılaşabilirler.

Bu risk türünde önemli olan borçlanmanın vadesidir. Yapılacak kısa vadeli borçlanmalar, borç çevirme riskini daha da artıracaktır. Bu nedenle, borç vadelerinin belli bir dönem içine sıkıştırılmasından kaçınılmalıdır. Çalışmamızın daha önceki bölümlerinde de açıklandığı üzere, likidite riski en az toplam borç miktarı kadar ülkeyi dış şoklara karşı korumasız hale getirebilmektedir. Bunun en güzel rneği Meksika krizi esnasında yaşanmış; likidite riski Meksika'nın korumasızlığını artırmıştır (CASSARD and FOLKERTS, 1997: 13).

Çalışmamızın II. 3. Kamu Dış Borcunun Vade Yapısı alt başlığında da açıklandığı üzere, kamunun dış borçlarının neredeyse tamamı uzun vadeli; buna karşın özel kesimin dış borçlarının yaklaşık % 20'si kısa vadelidir. Hal böyle olunca, kamu kesiminin likidite riskinin özel kesimden daha düşük olduğu sonucuna varılmaktadır.

Diğer taraftan, kısa dönemli likidite sıkıntılarını, borçlanma politikaları ile aşmak mümkündür. Nitekim, Türkiye ve Arjantin, 2001 yılında yaptıkları borç takas işlemleri ile, vadesi dolan kısa vadeli senetlerini daha uzun vadeli senetlerle değiştirerek kısa dönemli borçlanma ihtiyaçlarını uzun döneme yaymışlardır.

Çoğu lke, likidite riskini, geri ödeme riski (rneğin, borcun çevrilmesi ile ilgili ödeme yükümlülüklerini karşılama yeteneği) olarak tanımlamaktadır. Geri

ödeme riski, süre (duration), ortalama vade dönemi, sabit yada dalgalı kur hedeflerini içeren bir çok araç tarafından izlenmektedir. Bir çok ülke, geri ödeme riskini, yeniden borçlanma yada borç takas operasyonları ile aktif bir şekilde yönetmektedirler (BLOMMESTEIN, 2005: 34)

Kısa-dönem nakit yönetimi, ülkelerin genellikle hükümet nakit dengesi, gelir ve giderlerinin günlük tahmini sürdürme açısından, likidite risk yönetimi ile de yakın ilişkilidir. Yüklenme masraflarını azalmak için, hükümetin nakit dengesinin seviyesi, tipik olarak mümkün olan en düşük seviyededir.

Karşı karşıya kalınan likidite riski, mali piyasaların sahip olduğu genel likidite seviyesindeki dalgalanmalardan ve devletin borçlanma ihtiyacına ilişkin belirsizliklerden kaynaklandığından; borç yönetimlerinin, borçlanma ihtiyaçlarını doğru bir şekilde tespit etme, itfaların belli bir döneme yığılmasını önleme ve piyasalardaki kullanılabilir fonların seviyesini takip etmeleri gerekmektedir. Örneğin, İsviçre Borç Ofisi, gelecek 12 ay içindeki itfalarının, toplam borcunun %25'inden fazla olmamasını hedeflemektedir (BALİBEK, 2001: 35).

Dış borçlar, yabancı para birimleri şeklinde gerçekleştiğinden ve bu borçların geri ödemesi de yabancı para birimleri cinsinden olacağından, likidite riskinin yönetimi, döviz piyasalarının likit durumu ve devletin rezervlerinin yönetimi ile de ilişkilidir. Devlet borç yönetimleri, kısa vadeli döviz cinsi borçların döviz rezervlerine ve ihracat gelirlerine oranı gibi göstergeler kullanarak döviz cinsi borçlarını kontrol altına alabilirler.

Diğer taraftan, son beş yıldır uluslararası piyasaların likit olması ve ülkemize yönelik sermaye hareketlerinin yoğun olması dolayısıyla, anılan dönemde dış borçlanmada likidite riskinin oldukça düşük olduğu gözlenmiştir. Ancak, ERÇEL'e göre, ülkemizdeki likidite fazlası, özellikle döviz kuru açısından yüksek risk taşımaktadır. Bu risk ise, yabancıların bir takım olumsuzluklar ortaya çıktığında ellerindeki değerli kağıtları önce YTL'ye ve sonrasında dövize çevirmesi halinde kur yüksek oranlarda arta bilmekte ve dolayısıyla devletin döviz cinsinden yükümlülükleri artmış olmaktadır (ERÇEL, 12.06.2006 Tarihli Vatan Gazetesi).

III.1.3.3. Karşı Taraf (Kredi) Riski

Kredi riski, borçlu kişi veya kuruluşun, borç veren ile yaptığı sözleşme dahilinde taahhüt ettiği yükümlülüklerini yerine getir(e)meme olasılığıdır. Kredi riski yönetiminin amacı, kredi riskini ölçmek ve risk düzeyine uygun şekilde fiyatlama yaparak riske ayarlı getiri oranının en üst düzeye çıkarılmasıdır.

Diğer taraftan, kredi riskinin alanı ihtilaflıdır. Kimileri, kredi riskini, faiz ve anapara borcunun tamamen ve vaktinde geri ödenmemesi ile sınırlarken; kimileri de kayıpların gerçekleşip gerçekleşmediğine bakmasızın, kredi değerlilik problemleri dolayısıyla meydana gelecek piyasa değeri kayıplarını da kredi riskine dahil etmektedirler. Bir diğer kesim, doğrudan yada piyasa değerinde meydana gelecek kayıplara bakmaksızın, kredi reytinglerindeki düşüşün kendisini de kredi riski olarak adlandırmaktadırlar (BLOMMESTEIN, 2005: 32).

Kredi riskinin etkisi, taraflardan birinin temerrüde düşmesi durumunda, temerrüde düşen tarafın taahhüt ettiği nakit akışlarının yerine konmasının maliyeti ile ölçülür.

Kredi riski, çalışmamızın ilerleyen bölümlerinde açıklanacak olan opsiyon ve takas (swap) gibi türev araçları kullanan devlet borç yönetimleri açısından büyük önem taşımaktadır. Bu tür araçları kullanan borç yönetimleri, karşı karşıya bulundukları riski sürekli bir şekilde izlemekte ve belirli limitler dahilinde tutmaya çalışmaktadırlar.

Söz konusu limitler, kurum, kullanılan araçlar ya da vade bazında belirlenmekte olup, genellikle kullanılan araçların veya yapılan sözleşmelerin piyasa değeri baz alınarak oluşturulmaktadır. Örneğin, Danimarka borç yönetimi, belli bir kurumla yapacağı sözleşmelerin toplam değerinin belirli bir sınırı aşmamasına özen göstermektedir (BALİBEK, 2001: 38).

Ülkemizde, sözleşme başına belli bir limit olmasa da, 4749 Sayılı Kamu Finansmanı ve Borç Yönetiminin Düzenlenmesi Hakkında Kanun'nun 5.maddesi ile, mali yıl içerisinde sağlanacak garanti limitinin her yıl bütçe kanunlarıyla belirleneceği hüküm altına alınmıştır.

Kredi riskini izlemek için kullanılan en yaygın araç, hem kitap değerinden (book value) ve hem de milli değerden (national value) daha yaygın olan piyasa

değeridir. Kredi riskinin ölçüsü olarak piyasa değerini kullanan birçok OECD ülkesi, pozisyonları değerlendirmek için, içsel modelleri çalıştırmaktadır. Yine, ülkelerin birçoğu, potansiyel durumları da izlemektedirler. Kredi risk durumları, genellikle haftalık temelde güncellenirler (BLOMMESTEİN, 2005: 31).

Borç yönetimleri, kredi riskini azaltmak amacıyla, karşı taraftan teminat isteyebileceği gibi, garanti isteme yada anlaşmaları tek taraflı iptal etme veya şartlarını değiştirme hakkını saklı tutma gibi yöntemlere de başvurabilir.

Kredi riski kapsamında izlenmesi gereken bir konu da koşullu yükümlülükler (contingent liabilities) olarak adlandırılan ve bilanço dışında izlenen garantilerdir. Taahhüt niteliğinde olup ancak belli şartların gerçekleşmesi halinde bilançoya yansıyan bu tür yükümlülüklerle ilişkin riskler hakkındaki açıklamalar, çalışmamızın ilerleyen bölümlerinde (III.1.3.5) yapılacağından burada tekrardan kaçınılmıştır.

III.1.3.4. Operasyonel Risk

Borç yönetimlerinin karşı karşıya oldukları risklerden birisi de operasyonel risklerdir. Operasyonel riski, borç ofisinin çalışması sırasında, yönetim ve personel hataları, denetim yetersizlikleri, sistem aksaklıkları ya da benzer nedenlerle ortaya çıkabilecek riskler olarak tanımlamak mümkündür.

Karşılaşılabilecek operasyonel risk türlerini; borç kayıtlarının veya istatistiklerin tutulmasında hata yapılması, yanlış bir ödemede bulunulması,

piyasaları etkileyebilecek hatalı bir duyurunun yapılması, ihale anında tekliflerin iletildiği elektronik sistemlerde bir arızanın ortaya çıkması vb şeklinde sıralamak mümkündür.

Teknolojinin ve ürünlerin hızla gelişmesi, iş süreçlerinin buna bağlı olarak karmaşıklaşması ve sistem üzerindeki kontrolün zorlaşması ile birlikte, hata veya doğrudan dolandırıcılıktan kaynaklanan operasyonel riskler olağanlaşmıştır. Bu gelişmeleri göz önünde bulunduran Basel Komitesi, Basel I uzlaşısına ek olarak Basel II'de Operasyonel Riski de sermaye yeterliliği hesaplamalarına dahil etmiştir¹.

Teknolojik altyapının gelişmesi ile bu riskle mücadele etmek daha da kolaylaşmıştır. Bu riskin azaltılması ya da kabul edilebilecek düzeye indirilmesi için; teknolojik altyapının güçlendirilmesi, iç kontrol sistemlerinin geliştirilmesi, olağanüstü durumlarda (deprem, yangın, sel vb) verilerin yok olması ihtimaline karşı, işlemlerin günlük yedeklenmesinin yapılması, işlemlerin uygulamanın dışında kalan bir birim tarafından denetlenmesi, bu tür riskleri önceden tahmin etmek son derece güç olduğundan, bunun için Merkez Bankası bünyesinde bir karşılık ayrılması gibi tedbirlerin alınması gerekmektedir.

¹ Basel Komitesi, 1988 Yılında, bankaların uyması gereken çalışma kriterleri içeren Basel I standartlarını yayınlamıştır. Zamanla mali piyasaların gelişmesi sonucu bu standartlar yetersiz kalmış ve 2004 yılında Basel – II standartları oluşturulmuştur. Türkçe'ye Sermaye Yeterliliği Uzlaşısı olarak çevrilen Basel II'nin amacı, bankaların yeterli seviyede sermaye tutmalarını sağlamak, sermaye yükümlülüğünün, maruz kalınan risk ile paralel olmasını temin etmek, bankaların risk yönetimi sistemlerinin etkinleştirilmesini teşvik etmektir.

Öte yandan, 4749 Sayılı Kanun ile TCMB nezdinde bir risk hesabının oluşturulması hükmüne bağlanmışsa da, operasyonel risk için ayrı bir karşılığın ayrılması risk yönetiminin daha iyi değerlendirilmesine olanak verebilir (ATEŞ, 2002: 25).

Operasyonel risklere karşı korunmanın bir yolu da, bu risklere karşı gerekli sigortalama işleminin ve alt yapı yatırımlarının yapılmasıdır. Nitekim, İstanbul’da yaşamış olduğu terör olayına rağmen HSBC’nin bankacılık işlemlerini aksatmadan yürütebilmesinin, maddi zararların sigorta şirketlerince karşılanması ile olumsuz sermaye etkilerinin bertaraf edilmesi sayesinde mümkün olduğu ileri sürülmektedir.

Diğer yandan, yetki ve sorumlukların yanı sıra, devlet borçlarının yönetiminde bireysel görevleri açık bir şekilde tanımlayan yazılı prosedür, operasyonel riski azaltma ve iç kontrol prosedürlerini kolaylaştırmanın önemli bir yoludur (BLOMMESTEIN, 2005: 35).

III.1.3.5. Koşullu Yükümlülükler (Contingent Liabilities) Riski

Koşullu yükümlülükler, belirli bir olayın gerçekleşmesi veya belirli şartların ortaya çıkması halinde doğacak mali yükümlülüklerdir. Şarta bağlı oldukları için bu yükümlülüklerin tecelli edip etmeyeceği konusunda bir belirsizlik söz konusudur. Bu durum, koşullu yükümlülükleri, bütçe kalemleri arasında gözükmese bile gerçekleşmesi durumunda borç yönetimini mali risklerle karşı karşıya bırakması nedeniyle önemli kılmaktadır.

Koşullu yükümlölükler, doğrudan ve örtölü koşullu yükümlölükler olmak üzere ikiye ayrılır.

Doğrudan koşullu yükümlölükler (explicit contingent liabilities), ilgili parti riski, kur ve faiz oranı risk garantileri ve kolektif dışsal borç alma garantileri içerisinde barındıran herhangi bir sözleşmeli düzenlemeden kaynaklanır.

Örneğın, yerel yönetimlerin, kamu iktisadi teşebbüslerinin (KİT) veya özelleştirme sürecine katılan özel firmaların kullandıkları kredilerin geri ödenmemesine karşı ödeme garantisinin verilmesi; çiftçilerin hasat kayıpları, doğal afetler veya özel emeklilik sigortaları için minimum getiri garantisinin verilmesi; kamuya ait projelerin, kamu hastanelerindeki tedavilerin veya güvenlik hizmetlerinin yürütölmesi sırasında mülkiyete zarar verilmesi, KİT ve belediyelere karşı yapılan itirazlar sonucunda açılan davaların devleti yükümlölük altına sokması bu tür koşullu yükümlölükleri oluşturmaktadır (İNAN, 2006: 109).

Diğeri taraftan, örtölü koşullu yükümlölükler (implicit contingent liabilities), sözleşmeli veya resmi zorunluluklardan kaynaklanabilir. Mali sektörde yaşanan krizin daha derin ekonomik sonuçlara yol açmaması amacıyla, bir taahhüdü olmamasına karşın devletin krize müdahale etmesi; sabit kura veya belirli bir sepete dayalı kur rejimlerinin herhangi bir arz/talep dengesizliğı durumunda merkez bankasının piyasaya müdahale etmek zorunda kalması; devletin reel sektörde yaşanan krizlere müdahale etmek zorunda kalması; ülke kredibilitesinin

zedelenmemesi amacıyla, yerel yönetimlerin, KİT'lerin ve diğer kamu kurumlarının devlet garantisi altında olmayan borçlarının da devlet tarafından karşılanabilmesi; özelleştirilen kuruluşların yükümlülüklerinin üstlenilmesi; doğal afetlerden doğan zararların devlet tarafından karşılanması; sosyal güvenlik kurumlarının açıklarının devlet tarafından karşılanması bu tür koşullu yükümlülüklere örnek gösterilebilir.

Örneğin, Asya krizinde, Güney Kore, devlet garantisi olmamasına rağmen, bankaların özellikle dış yükümlülüklerini karşılamak zorunda kalmıştır. Yine, Meksika ve Rusya'da uygulanan kur rejimleri resmi döviz rezervlerini tükenme noktasına getirmiştir (İNAN, 2006: 109-110).

Ülkemizde Kasım 2000 ve Şubat 2001 tarihlerinde yaşanan krizler neticesinde, kamu bütçesi, bankacılık sektörünün yeniden yapılandırılması amacıyla ağır bir borç yükü altına girmiştir. 2002 sonu itibariyle, TMSF'ye alınan bankalara verilen senet toplamı 35,6 Milyar ABD Doları olmuştur.

Ancak, üstlenilen bu yükümlülüklerin kamu mali sisteminde yarattığı sıkıntının fark edilmesi üzerine, son yıllarda yapılan yeni düzenlemeler ile, sınırsız mevduat garantisi yerine sınırlı mevduat garantisi (50 bin YTL'ye kadar olan mevduatlar) sistemi benimsenmiştir. Böylelikle, hem bankacılık sistemine karşı güven tesis edilmesi, hem de kamunun karşı karşıya kalabileceği yükümlülüklere sınırlama getirilmesi amaçlanmıştır.

Diğer taraftan, doğrudan koşullu yükümlülükleri tahmin etmek nispeten daha kolaydır. Hatta bu yükümlülükler için bütçede ödenek ayırmak da mümkündür. Öte yandan, örtülü yükümlülükleri, gerek mali boyutu ve gerekse gerçekleşme ihtimali yönünden tahmin etmek oldukça güçtür. Ancak, bu güçlüğü karşın, yükselen piyasalarda yaşanan mali krizler, örtülü koşullu yükümlülüklerin önemini arttırdığından, bu tür yükümlülüklerin de bir şekilde belirlenmesi gerektiğini ortaya koymuştur.

1990'lı yıllarda, bankacılık sektörüne olan açık ve örtülü hükümet garantileri, Kore Cumhuriyeti'nde GSMH'nin %20'sinin üzerinde, Tayland'a %30 ve Endonezya'da yaklaşık %50 olmuştur. Bu tür sorumluluklar, önemli mali riskleri bünyelerinde taşımakta ve potansiyel kriz dönemlerinde hükümetin politik tercihlerini sınırlandırmaktadır (UNESCAP, 2005: 114).

Koşullu yükümlülükler, genellikle birçok ülkede ölçülememekte ve dolayısıyla dış borç istatistiklerinde yer almamaktadır. Asya ekonomik krizi, sabitlenmiş döviz kuru oranları ve hükümetin iç banka kefaletleri sistemi içinde inşa edilen koşullu yükümlülüklerin gizlenmiş risklerini ortaya çıkardı. Dolayısıyla, borç yöneticilerinin, koşullu yükümlülükler için bütçeyi dikkate almaları, anormal piyasa koşulları altında stres testlerini uygulamaları ve olağanüstü durumlarda böylesi sorumlukların muhtemel maliyetlerini tahmin etmeleri gerekir. Koşullu yükümlülüklerin alanını sınırlandırmak için, hükümetlerin, istatistikleri ve yönetimi kamuya daha açık hale getirmeleri gerekecektir (UNESCAP, 2005: 115).

Yukarıda yapılan açıklamalar doğrultusunda, koşullu yükümlülüklerin kamu borçlarına ilişkin olarak oluşturulan risk yönetimi çerçevesinin içine dahil edilmesi, kamu borçları için uygulanan risk yönetim tekniklerinin koşullu yükümlülükler için de kullanılması yerinde olacaktır. Öte yandan, verilen garantiler konusunda risklerin paylaşılması, koşullu yükümlülüklerin doğması durumunda karşılanması amacıyla, ilgili kuruluşlardan risk primi alınması suretiyle fonlar kurulması ve koşullu yükümlülüklerin sürekli izlenmesi faydalı olacaktır (İNAN, 2006:111).

Daha önce açıklanan gerekçelerle, ülkemizde de koşullu yükümlülüklerle ilişkin uygulamalar gerçekleştirilmiş; yıllar itibariyle toplam hazine garantili dış borç stokumuzun 2000 yılından itibaren sürekli bir azalış eğilimine girerek 2007 yılı ilk çeyreği itibariyle 4.196 milyon ABD doları olduğu görülmüştür. Dikkati çeken bir başka gelişme, 2000 yılında hazine garantili borçların yaklaşık %99'u kamu sektörüne aitken, bu oranının sürekli azalış eğilimine girerek, 2007 yılı ilk çeyreğinde %51,41 olması; buna karşın özel sektörün payının yaklaşık %1'den %48,59 çıkmış olmasıdır. Öte yandan, özel sektörün bu tür borçlarının da yaklaşık %70'inin finansal kuruluşlara aittir (Tablo 21).

Ashında, Türkiye Bankalar Birliği tarafından yaptırılan bir çalışmada da belirtildiği üzere, bizim gibi az gelişmiş ülkelerin mali piyasalarının geliştirilmesi ve bankaların uluslararası piyasalardan uygun koşullarla borçlanabilmeleri için devlet garantilerinin verilmesi bir nevi zorunluluk teşkil etmektedir (ERDÖNMEZ ve TULAY, 2001: 4).

OECD tarafından yapılan çalışmalar, koşullu ymllklerin devlet borçlarının gizli bir biçimi olması nedeniyle, borç yöneticilerinin, risk yönetimini oluştururken hazine garantilerini de dikkate almaları gerektiğini ortaya koymuştur. Bu anlayış, hem garanti ve hem de geleneksel borç portföyünü kapsayan riskleri ve maliyet oranlarını tanımlamayı gerektirmektedir. Borç yöneticileri, bu müşterek portföyü yönetmek için pozisyon almalıdırlar (BLOMMESTEİN, 2005: 36).

Bu arada OECD alışma Gruplarında yapılan tartışmalarda řu üç sonuca da varılmıştır. Birincisi, devlet borç yönetiminden sorumlu olan merkezi risk yönetim fonksiyonuna sahip olmak oldukça önemlidir. İkincisi, garantilerin maliyetlerinin tespiti ve bu garantilerin raporlanmasına ilişkin kural ve prosedürlerin belirlenmesidir. ncs, garantilerin, piyasa değeri üzerinde odaklanan risk temelli fiyatlamasının nasıl olacağı konusunda açık kuralların geliştirilmesidir. Bu sonuçlar garantilerin yönetimi için iyi dizayn edilmiş herhangi bir sistemde anahtar fonksiyonları tanımlamaktadır. Bu fonksiyonları uygulamak için belli bir kurumsal düzenleme ikinci derecede önemli olup, kurumsal çözümler, kurumsal ve idari geleneklerde temellenen garantilerin doğasına bağlıdır (BLOMMESTEİN, 2005: 36-37).

Yukarıda açıklamış olduğumuz risk türlerini, Kamunun üstlenmiş olduğu ymllklere göre sınıflandırmak gerekirse; koşullu ymllkler (garantili dış krediler, yap-işlet-devret projeleri, mevduat garantisi ve diğer garantiler) için söz konusu olabilecek riskler, kredi riski, likidite riski ve operasyonel riskken; doğrudan

yükümlölükler için olası olan riskler ise, döviz kuru riski, faiz oranı riski, likidite riski, röfinansman riski ve oprasyonel risktir.

Koşullu yükümlölükler ile ilgili olarak yapmış olduğumuz açıklamaları kısaca özetlemek gerekirse, çeşitli nedenlerle verilen hazine garantilerinin de, şartların oluşması halinde devlet üzerine ek yük getireceğı gerçeğinden hareketle, bu tür garantilerden doğan risklerin de risk yönetim sürecine dahil edilmesi ve bu riskleri azaltacak tedbirlerin alınması, başarılı bir borç yönetimi için zorunluluk teşkil etmektedir.

III. 2. RİSKTEN KORUNMA TEKNİKLERİ

Herhangi bir faaliyette ve dolayısıyla dış borçların yönetimi sürecinde karşı karşıya kalınan ve yukarıda açıklamış olduğumuz riskleri tamamen ortadan kaldırmak neredeyse imkansızdır. Risk yönetim sürecinde önemli olan husus, karşı karşıya kalınan riskleri makul düzeye indirmektir.

Karşı karşıya kalınan riskleri minimize etmenin çeşitli yöntemleri vardır. Bu yöntemlerden birisi de türev ürünlerin kullanılmasıdır. Türev ürünler kullanılarak, karşı karşıya kalınan riskleri azaltmak, hatta maruz kalınan riskin yönünü değiştirmek mümkün olabilmektedir. Örneğın, kur riskini minimize etmede kullanılan türev ürünler, forward sözleşmeleri, opsiyon sözleşmeleri ve vadeli işlem (futures) sözleşmeleridir.

Aşağıda, dış borç yöneticilerinin karşı karşıya kaldıkları ve daha önce açıklamış olduğumuz riskleri azaltmada kullanılan türev ürünler açıklanacaktır.

III.2.1. Vadeli İşlem Sözleşmeleri (Future Sözleşmeleri)

Dış borç yönetimlerinin, dış borçları yönetirken karşılaştıkları riskleri minimize etme tekniklerinden birisi Future olarak da adlandırılan vadeli işlem sözleşmeleridir. Future, belirli bir kıymetin sabit bir fiyat üzerinden, gelecekte belirli bir zaman dilimi içinde alınıp satılmasıdır. Future işlemleri, sözleşmenin taraflarına, bugünden belirlenen ileri bir tarihte, üzerinde anlaşılan fiyatta, standartlandırılmış, belirli miktar ve kalitedeki bir malı alma ve satma yükümlülüğü getiren sözleşmelerdir. Bu sözleşmelerde amaç, malın teslim edilmesi ya da teslim alınmasından ziyade, portföydeki varlıkların fiyat değişikliklerinden doğabilecek riskleri telafi etmek veya söz konusu malın fiyatında meydana gelebilecek değişikliklerden yararlanmaktır (SARIKAYA, 2008).

Dış borç yönetimi sürecinde kullanılan vadeli işlem sözleşmeleri, ileriye yönelik belirginlik sağlayabilmesi için gelecekteki fiyatları sabitleyerek, fiyat dalgalanmalarının yaratabileceği risklere karşı korunma sağlar. Vade tarihinde oluşan fiyat, sözleşme ile belirlenmiş fiyattan yüksekse sözleşme sahibi taraf kar ederken, sözleşmeyle belirlenen fiyattan düşük olduğunda zarar eder.

Yatırım (spekülasyon) ve arbitraj amaçlı kullanılan vadeli işlem sözleşmeleri, uygulamada döviz, faiz ve endeks gelecek sözleşmeleri olarak görülürler (SARIKAYA, 2008).

Dış borçlanmalar döviz cinsinden olduğu için, döviz kurundan kaynaklanan risklerin minimize edilmesi gerekir ve bunun bir yolu da döviz gelecek sözleşmeleridir. Bu sözleşmeler ile taraflar, bugünden belirlenmiş bir dövizin belirli bir vadede bugünden belirlenmiş bir fiyattan satın alınması ya da satılması yükümlülüğü altına girmiş olurlar. Bu yükümlülükte amaç, belirli bir vade için fiyat sabitleyerek fiyat dalgalanmalarının getireceği mali riskleri ve belirsizlikleri ortadan kaldırmaktır.

Faiz riskini minimize etmek için kullanılan vadeli faiz sözleşmeleri ile gelecekte bir borçlanma yada yatırımın faiz oranını önceden sabitlemek amaçlanmaktadır. Vadeli faiz sözleşmelerine giren taraflar, belirli bir anapara tutarı üzerinden, gelecek bir mutabakat tarihinde başlayacak, belirli bir vade için faiz oranlarını sabitlemektedir. Sözleşme alıcısı, sözleşmeyi, gelecekte faiz oranlarında olabilecek yükselmeye karşı korunmak amacıyla almaktadır. Sözleşme satıcısı ise, gelecekte faiz oranlarında olabilecek düşüşlerden kendini korumak istemektedir.

Tarafların riski, sözleşmede belirlenen oran ile mutabakat tarihindeki LIBOR oranı arasındaki faiz oranı farkı ile belirlenmektedir. Örneğin, altı aylık bir süre için ABD Doları cinsinden borçlanmak isteyen, fakat altı ay içerisinde ABD Doları faiz oranlarının yükseleceği beklentisinde olan bir firma, %5 sabit faizli 6/12 vadeli faiz

sözleşmesi satın alarak borçlanma maliyetlerini sabitlemek isteyebilir. Altı ay sonra, piyasada 6 aylık ABD Doları LIBOR oranı %6 olarak gerçekleştiğinde, vadeli faiz sözleşmesi satan taraf, aradaki %1’lik fark kadar faiz ödeme yapmakla yükümlü olur (DENİZ, 2001: 64).

Bir başka future sözleşmesi şekli olan endeks gelecek sözleşmeleri ise, belir bir borsa fiyat endeksi ile değeri belirlenen hisse senedi portföyünün ileri bir tarihte fiyatı, bugünden belirlenmek şartı ile alınıp satılmasını ifade etmektedir. Söz konusu endeksler, hisse senetleri ve tahvil gelecek sözleşmeleri olarak ikiye ayrılır.

III.2.2. Forwards İşlemleri

Dış borç yönetimlerinin, dış borçları yönetirken karşılaştıkları riskleri minimize etme tekniklerinden birisi de forwards işlemleridir.

Forward sözleşmeleri, gelecekte bilinen bir tarihte, belirli bir miktar ve cinsten dövizin bugün belirlenmiş bir kur (fiyattan) yada parite üzerinden alınması yada satılması için yapılan sözleşmelerdir. Forward işlemleri, dünyada en eski ve en fazla kullanılan kur riskinden korunma yöntemlerinden biridir. Forward sözleşmelerinde taraflar belirli bir vadedeki döviz kurunu şimdiden sözleşmeye bağlamaktadırlar. Sözleşmede belirtilen vade geldiğinde önceden anlaşılan kur üzerinden taraflar üzerlerine düşen yükümlülükleri yerine getirmektedirler. Forward sözleşmeleri, daha çok ihracatçı ve ithalatçılar, daha geniş bir ifadeyle ileride döviz

cinsinden taahhüdü veya alacağı olanlar tarafından, olumsuz kur değişimlerine karşı güvence oluşturmak amacıyla yapılmaktadır.

Daha ziyade kur riskini minimize etmede kullanılan forward sözleşmeleri, sadece döviz için değil, diğer varlıklar (mal, faiz, hisse senedi, altın v.b.) için de yapılabilmektedir. Bank of International Settlement (BIS) verilerine göre, 2003 yılı sonu itibariyle, tüm dünyada 197 trilyon 177 milyar dolar nominal değerli forward sözleşmeleri, tezgah üstü piyasalarda işlem görmektedir. Bu sözleşmelerin 12 trilyon 387 milyar doları döviz üzerine, 10 trilyon 769 milyar doları faiz oranı üzerine, 601 milyar doları hisse senedi üzerine, 344 milyar doları altın üzerine ve 420 milyar doları da diğer mal ve kıymetler üzerine düzenlenmektedir.

Diğer taraftan, forward sözleşmelerinde sözleşmenin yapıldığı anda herhangi bir nakit akımı söz konusu değildir. Sözleşme ile ileri bir tarihte alım satım için baz alınacak forward fiyat tespit edilmektedir. Nakit akımı, önceden tespit edilen bu forward fiyat üzerinden, yalnızca vade tarihinde meydana gelmektedir. Forward sözleşmelerinin alım satımının yapıldığı piyasalar, alıcı ve satıcıların, bir merkezde veya organize bir ortamda değil, telefon, faks ve diğer iletişim araçlarını kullanarak işlem yaptıkları tezgah üstü piyasalardır. Dolayısıyla, teorik olarak, herhangi iki yatırımcının bir araya gelip gelecekteki bir tarih için belirli bir tutardaki yabancı paranın alımı veya satımı konusunda forward sözleşmesi yapmaları mümkündür. Pratikte ise, bu işlemlerin büyük bir kısmı, bankaların kendi aralarında veya bankalar ile müşterileri arasında ve büyük miktardaki yabancı paraların teslimini kapsayacak şekilde yapılmaktadır (KADIOĞLU, 2003: 17).

Bu sözleşmelerin nihai amacı fiyat dalgalanmalarının meydana getirebileceği muhtemel zararlardan korunmaktır. İşte bu özelliği, forward işlemleri risk yönetim aracı olarak ön plana çıkarmaktadır.

Öte yandan, bu sözleşme taraflarının, bu sözleşmelerden doğan kar veya zararları, sözleşme fiyatı ile sözleşmenin yerine getirileceği tarihteki spot fiyat arasındaki farka göre belirlenmektedir.

Bu tip sözleşmeler, yatırımcıları karşı karşıya oldukları risklere karşı bire-bir korumalarıyla ön plana çıkar. Sözleşme satın alırken veya satarken teminat getirme zorunluluğu olmadığı gibi, organize borsalarda işlem gören vadeli işlemlere ait maliyetler de söz konusu değildir. Vade sonuna kadar herhangi bir nakit işlem gerçekleşmediği için likidite sıkıntısı ile karşılaşılmaz.

Diğer taraftan, bu sözleşmeler ile alınan pozisyonların vadesinden önce kapatılması oldukça zordur. Bu sözleşmeler genellikle fiziki teslimatı şart koştuğu için sözleşmeye konu kıymetin bulundurulmasında veya satın alınmasında bazı güçlüklerle karşılaşılabilir. Yatırımcıları forward sözleşmelerinden uzaklaştıran en önemli etken ise karşı tarafın kredi riskini hesaplama mecburiyetidir. Yani, bu riskten korunma yöntemi de bünyesinde, karşı taraf riski gibi riskleri barındırmaktadır.

III.2.3. Takas İşlemleri (Swap İşlemleri)

Borç yönetimlerinin risk yönetim süreci kapsamında kullanabilecekleri olanaklardan birisi de takas işlemleridir. En genel anlamı ile takas (swap), iki taraf arasında, önceden belirlenen gelecekteki bir tarihte, mali sorumlulukların karşılıklı değişimidir. Değişime konu olan ödemeler, faiz, anapara veya hem faiz, hem anapara ödemeleri olabilir. Bir başa değişle takas; döviz kurları ve faiz oranları riskine karşı geliştirilen, fon kullanıcılarına farklı piyasalardaki uygun fonlara erişebilme, bu fonların uygun kullanımını sağlama, riski azaltma ve sabit faizli bir fonu değişken faizli bir fonla değiştirme imkanı veren finansal bir tekniktir (BAL, 2001: 148).

Dış borçlanmada yapılacak takas işlemleri, farklı piyasalardaki uygun borçlanma kaynaklarına erişebilme, riski azaltma ve borçların faiz yapısı ve oranını değiştirme imkanı sağlamaktadır (DENİZ, 2001: 66).

Takas sözleşmeleri borçlanma maliyetini düşürmek, döviz kuru ve faiz oranı değişimlerinin yarattığı risklere karşı korunmak, pasif varlıklar portföyüne esneklik kazandırabilmek veya borçlanma maliyetini azaltabilmek için geliştirilen bir finansal tekniktir. Takas sözleşmesi iki taraf arasında yapılan anlaşma çerçevesinde farklı dövizlerin ilerde tekrar değişilmek üzere şimdiden takas edilmesidir. Takas işlemleri, tercihlere ve ihtiyaçlara göre maliyeti uygun piyasalardan başka bir şirket aracılığı ile yararlanılmasını sağlar (KADIOĞLU, 2003: 25).

Takas işlemlerine giren tarafların, takas işlemine girme nedenlerini aşağıdaki gibi sıralanabilir (BAŞCI, 2003: 19).

- Belirli döviz fonlarına erişebilme yeteneği ve daha uygun kurdan fon sağlayabilme olanağı,
- Sabit faizli ya da değişken faizli fon sağlamada karşılaşılan güçlüklerin varlığı,
- Belirli bir döviz üzerinden elde edilebilecek ihracat ve diğer kredilerin varlığı veya diğer bir döviz cinsinden fon edinme zorunluluğu,
- Belirli bir piyasada birincil borçlanma için gerekli likiditenin bulunamaması,
- Döviz kuru ya da faiz oranlarının gelecekteki değişimleri üzerinden spekülasyon yapma isteği,
- Bazı piyasalarda ulaşılabilen vadenin kısıtlılığı,
- Kambiyo kontrolleriyle ilgili problemlerden kaçınma isteği.

Diğer taraftan, takas piyasası, şirketlerin, bankaların, devletlerin veya portföy yöneticilerinin son derece çeşitlilik arz eden isteklerini dinamik olarak karşılama

özelliğine sahip olduğundan, bu istekleri karşılayabilmek için çeşitli yöntemler geliştirilmiştir. Bu yöntemler arasında en çok bilinen ve kullanılanları, faiz takasları ile döviz takaslarıdır (BAŞCI, 2003: 25). Dünya takas piyasa işlemlerinin %90'ının faiz, %10'u ise döviz swap işlemlerinden oluştuğu iddia edilmektedir (BÜYÜKBALKAN, 2007).

Takas türleri olan faiz oranları takası ile döviz takasına ilişkin açıklamalar alt başlıklar halinde aşağıdaki gibidir.

III. 2.3.1. Faiz Oranları Takası

Faiz oranları takası, kredi değerliliği farklı iki firmanın, aynı ya da eş değer tutarda, fakat faiz koşulları değişik olan borçlarının gerektirdiği faiz ödemelerini, belli süre değiştirmeleri şeklinde gerçekleşir. Başka bir deyişle, faiz takas işleminde sabit faizi değişken faize, değişken faizi sabit faize, libor'u prime rate'e veya prime rate'i libor'a çevirmek şeklinde, faiz ödemelerinin niteliğini değiştirerek borç ödemelerinin yapısını değiştirme işlemidir (BAŞCI, 2003: 25).

İlk olarak 1980 yılında uygulanan faiz takas işlemleri, işletmelere kredi temin ettikten sonra, bu kredilerin faizlerini arzu ettikleri biçimde ödeme imkanı sağlamaktadır. Faiz takas işlemlerinin hızlı gelişme nedeni, takas yapan her iki tarafın da bu işlem sonucunda kredilerinin maliyetlerini ucuzlatabilmeleri veya kendi lehlerine sonuç yaratabilmeleridir. Faiz takas işlemini para takasından ayıran en büyük farklılık, faiz takas işleminde anaparanın ne başlangıçta, ne de vade sonunda

değiştirilmemesidir. Sadece faizler karşılıklı olarak değiştirilir. Bu nedenle, risk yalnız faiz ödemeleri için geçerlidir. Oysa para takaslarında, iki ayrı para biriminin değiş-tokuş edilmesi söz konusu olduğundan, ayrıca kur riski bulunmaktadır.

Faiz oranı takası, genellikle farklı kredi değerliliğine sahip taraflar arasında yapılır. Yeterli kredi değerliliğine sahip olmadığından sabit faiz seçeneği sınırlı olabilen kuruluşlar, yüksek kredi değerliliğine sahip olan ve portföylerinde esneklik sağlaması için değişken faizi tercih eden bankalar veya kuruluşlarla faiz takası anlaşmasına girebilirler. Bu durumda, kredi değerliliği düşük olan taraf değişken faizli borcunu sabit faizle değiştirerek faiz riskine karşı korunma sağlarken; yüksek kredi değerliliğine sahip taraf, kredi maliyetini düşürme imkanı bulur (DENİZ, 2001: 67)

III.2.3.2. Döviz takasları

Döviz takası, genellikle anapara ödemelerini içeren ve önceden belirlenmiş kurallar ve süreler içinde, iki tarafın belirli miktarda iki farklı para birimini değiş-tokuş etme ve belli bir vade geri alması konusunda anlaşmaya vardıkları mali bir işlemdir (BAL, 2001: 149).

Döviz takaslarının işleyişi, faiz takaslarının işleyişinden farklılık göstermektedir. Faiz takas işlemlerinde anaparaların değişimi söz konusu değilken, döviz takas işlemlerinde faiz ödemelerinin yanı sıra anaparalar da değişime konu olmaktadır (BÜYÜKBALKAN, 2007).

Döviz takasları, döviz kurlarındaki dalgalanmalardan kaynaklanan riskten korunmak, ihtiyaç duyulan döviz cinsinden borçlanabilmek ve daha düşük maliyetli kaynak sağlamak amacıyla kullanılmaktadır.

Swap sözleşmeleri sayesinde her iki tarafın da kazanç sağlama imkanı bulunmaktadır. Bu durum, tarafların maliyet açısından mukayeseli üstünlüğe sahip oldukları döviz cinsinden borçlanıp, bu borcu karşı tarafın borcu ile değiştirmeleri sayesinde mümkün olmaktadır.

Döviz kuru takasları, genellikle çapraz kurlu sabit-değişken, çapraz kurlu sabit-sabit ve çapraz kurlu değişken-değişken faizli olmak üzere üç türde yapılmakta ve takas süreci hepsinde aynı şekilde gelişmektedir (DENİZ, 2001: 70).

Aşağıda yer alan örnekte ABD’de ve İngiltere’de bulunan iki ayrı bankanın aktif ve pasif yapıları verilmiştir. Her iki bankanın da karşı karşıya kaldığı riskler farklıdır (BÜYÜKBALKAN, 2007).

ABD’deki (X) Bankasının Riski:

- Eğer kısa dönemli faiz oranları düşerse ve dolar değer kaybederse banka zarara uğrayacaktır.

- Sabit faize dönmek isteyebilir. Pasiflerini dolar ağırlıklı yükümlülüklerle çevirmek isteyebilir.

İngiltere'deki (Y) Bankası Riski:

- Eğer dolar faiz oranı artarsa ve dolar sterline oranla değer kazanırsa banka zarara uğrar.
- Dolar ağırlıklı yükümlülüklerini sterline çevirmek ister.

Bu durumda her iki banka amaçlarını gerçekleştirmek için, sabit-değişken döviz (para) takas anlaşmasına girerler. Her iki banka sabitlenmiş parite üzerinden (2 Dolar / 1 Sterlin) ödemeleri yaparlar. İngiliz bankası ABD'deki bankanın kısa dönemli sterlin riskini kapsar. ABD bankası ise İngiliz bankasının değişken faizli dolar ödemelerini riskini kapsar.

Döviz takas işleminde üç aşamalı bir süreçten bahsetmek mümkündür. İlk aşamada, X ve Y bankaları, anaparaları anlaştıkları kur üzerinden değiştirmektedirler. İkinci aşamada, faizler, takas süresi içerisinde periyodik olarak üstlenilir. Üçüncü aşamada ise, taraflar vade sonunda anaparalarını birbirlerine iade etmektedirler.

Diğer taraftan, özünde riskten korunma aracı olmasına karşın, takas işleminin kendisi de bir takım risklere maruz kalabilmektedir. Bu riskleri, karşı tarafın yükümlülüklerini yerine getirmemesinden kaynaklanan kredi riski, likidite riski,

aracının döviz ödemelerini yapmamasından kaynaklanan transfer riski şeklinde saymak mümkündür (BAŞCI, 2003: 27-28).

Türkiye'nin borç yönetiminden sorumlu olan Hazine Müsteşarlığı, daha önce açıklamış olduğumuz risklerden korunmak amacıyla takas işlemlerine başvurmuştur. Örneğin, 15/6/2001 tarihinde, vadesi 2001 ve 2002 yıllarında dolan TL cinsinden Devlet İç Borçlanma Senetlerinin, dövize endeksli ve TL cinsinden değişken faizli yeni senetlerle değiştirilmesine yönelik olarak takas ihaleleri yapmıştır (Devlet İç Borçlanma Senetlerinin Takası, Hazine Müsteşarlığı). Bu takas ile, bankalar döviz risklerini Hazine'ye devrederken, Hazine de bankalardan bir kısım (takas miktarının 1/3 ü kadar) iç borcunun vadesini uzatmasını istemiştir.

Yapılan takas işlemiyle, ortalama vadeye kalan gün sayısı yaklaşık 5.3 ay olan nominal 8.9 katrilyon TL tutarındaki senet, ortalama vadesi 37.2 ay olan tahvillerle değiştirilmiş, iç borç stoğunun ortalama vadesi de bu şekilde uzatılmıştır (Hazine Müsteşarlığı Basın Duyurusu, Hazine Müsteşarlığı).

III.2.4. Opsiyon Sözleşmeleri

Dış borç yönetimlerinin, karşılaştıkları riskleri minimize etmek ya da kabul edilebilir düzeye indirmek için başvurabilecekleri yöntemlerden birisi de opsiyon sözleşmelerini yapmaktır. En genel anlamıyla opsiyon, sahibine bir aktifi, daha önce belirlenmiş bir fiyatla belirli bir zaman diliminde satın alma (ya da satma) hakkı veren bir sözleşmedir (BRİGHAM (b), 1999:108).

Başka bir deyişle, opsiyon sözleşmeleri, sahibine, belli bir finansal ürünü, beli bir tarihte ya da belli bir süreç içerisinde, önceden belirlenen bir fiyattan satma ya da satın alma hakkı veren sözleşmelerdir. Bu ürünler döviz, faiz oranı, ticari ürün, hisse senedi endeksi veya future sözleşmesi olabilir. Opsiyonları diğer araçlardan ayıran temel fark bunların sahibine bir hak sağlayıp, alıcıyı ürünün alımı ya da satımı konusunda herhangi bir yükümlülük altına sokmamasıdır (SARI, 2004: 43)

Alıcı, sözleşmeye konu kıymeti, ileriki bir tarihte satın alma hakkını satın almış ise, bu tür opsiyon sözleşmesine alım opsiyonu (call option); satma hakkını satın almış ise bu opsiyona da satım opsiyonu (put option) adı verilir. Diğer taraftan, vadesinden önce herhangi bir zamanda kullanılabilen opsiyonlara Amerikan tipi opsiyonlar denilirken, sadece vade bitiminde kullanılabilen opsiyonlara ise Avrupa tipi opsiyonlar denilmektedir.

Alım opsiyonu durumunda, vade tarihinde spot kur, kullanım fiyatının üzerinde ise alıcı opsiyonu kullanacak, altında ise opsiyonunu kullanmayacaktır. Satım opsiyonunda ise tersi geçerlidir.

Opsiyon sözleşmeleri ile riskten korunmayı tercih edenler, vade sonunda fiyat değişimlerinden doğabilecek karlarını peşinen feda etmek yerine, bu konuda bir seçim hakkı kazanırlar (DENİZ, 2001: 73).

Diğer risk yönetim araçlarına nazaran yüksek maliyetli olmasına karşın opsiyon sözleşmelerinin gelişmekte olan ülkelerin risk yönetim süreçlerinde daha yaygın kullanılabilmesi söz konusu olabilmektedir. Çünkü bu sözleşmeler, taraflar arasındaki işlemlerin yerine getirilmesi zorunluluğu taşımamaktadır. Opsiyon sözleşmeleri ile bir hak satın alımı söz konusudur. Vadeye kadar aleyhte bir gelişme olduğu taktirde bu hakkın kullanılması zorunlu değildir. Sözleşmeden dönmenin maliyeti sözleşmeyi satın almak için ödenen primden ibarettir. Bu yüzden opsiyonlar, forward ve future işlemlerinden daha kullanışlıdır (SARI, 2004: 44).

III. 3. RİSK YÖNETİMİNİN YASAL DAYANAĞI ve RİSK YÖNETİMİNDE ÖRGÜTSEL YAPI

Çalışmamızın bu kısmında, dış borçlanmada karşılaşılan risklerin yönetilmesi için var olan ve yapılması gereken yasal düzenlemeler ile bu risklerin yönetilmesi için kurulması gerektiğini düşündüğümüz örgütsel yapı tartışılacaktır.

III.3.1. Dış Borçlanma Mevzuatı ve Risk Yönetimi

Dış borçlanmaya yetki veren iki temel kanun olan “244 Sayılı Milletlerarası Anlaşmaların Yapılması, Yürürlüğü ve Yayınlanması ile Bazı Anlaşmaların Yapılması için Bakanlar Kuruluna Yetki Verilmesi Hakkında Kanun” ile genel bütçe kanunlarında, devlet borçlanmasında risk yönetimi konusu açık bir şekilde ele alınmamıştır.

Bu eksikliğin giderilmesi ve risk yönetimine odaklı, dinamik ve esnek bir ortamı sağlayabilecek hukuki alt yapının oluşturulması amacıyla hazırlanan 28/3/2002 tarih ve 4749 Sayılı Kamu Finansmanı ve Borç Yönetiminin Düzenlenmesi Hakkında Kanun, 1 Ocak 2003 tarihinde yürürlüğe girmiştir.

Bu Kanun'un yürürlüğe girmesi ile, devlet borçlanmasına ilişkin dağınık olan hukuki altyapıda yeknesaklaşma sağlanmıştır. Nitekim, borçlanmaya ilişkin hukuki alt yapının çok dağınık olduğu ve bu durumun borç yönetiminin etkinliğini azalttığı gerekçesiyle böyle bir düzenlemeye gidildiği, Kanun'un genel gerekçesinde açıkça belirtilmiştir¹

Anılan Kanun ile devlet borç yönetim sistemine birçok yenilik getirilmiştir. Hazine garantisi verme yetkisi Hazine Müsteşarlığına verildiği gibi, Kanunla herhangi bir Hazine garantisine haiz olmasa bile kamu kurum ve kuruluşlarının yurt dışından sağlayacağı her türlü kredi, Hazine Müsteşarlığı'nın iznine tabi kılınmıştır. Buna ilaveten, bu kurum ve kuruluşların diğer kurum ve kuruluşlar lehine verecekleri garantilerde de Müsteşarlığın izni zorunluluğu getirilmiştir.

1 “ ...Türkiye’de borçlanmayı ilgilendiren mevzuat dağınık bir yapıda bulunmaktadır. ...Müsteşarlık bu görevi yerine getirirken (iç ve dış borçlanma ile hazine garantilerine ilişkin görevler kastedilmektedir) birden çok kanunu dikkate almaktadır. ...Bu durum günümüz uluslararası mali piyasalarında aktif ve dinamik bir yapı içinde hareket eden aktörler karşısında ülkemizi dezavantajlı bir duruma sokmakta ve gelişen yeni finansman enstrümanlarının kullanılmasını dolayısıyla borç yönetimini zorlaştırmaktadır. Ekonominin önemli unsurları olan iç ve dış borçlanmanın ve buna bağlı olarak sağlanmakta olan garantilerle bu kapsamda ortaya çıkan alacakların yönetiminin tek bir kanunda yürütülmesi globalleşen uluslararası finans piyasalarında etkin olabilmek için zorunlu bir adımdır. Bu düzenleme ile borçlanmaya mali bir disiplin getirilmesi ve yeni finansal enstrümanlar ile tekniklerin kullanılması amaçlanmaktadır” (4749 sayılı yasanın genel gerekçesi, TBMM).

Diğer taraftan, anılan Kanunda risk yönetimine ilişkin ifadeler de yer almıştır. Finansman ihtiyaçlarının, orta ve uzun vadede mümkün olan en düşük maliyet ve makul düzeyde bir risk oranı çerçevesinde karşılanacağı ve borçlanma stratejisinde mevcut risklerin izleneceği ve değerlendirileceği, aktif risk yönetimi stratejisinin uygulanacağı, devlet borçlanma kağıtları için etkin bir piyasa oluşturulacağı ve şeffaflık ve hesap verilebilirliğin esas alınacağı hüküm altına alınmıştır.

Aynı Kanun'da koşullu yükümlülüklerle ilişkin hükümler de yer almıştır. Koşullu yükümlülüklerden doğan ödemeler için TCMB nezdinde bir "Risk Hesabı" oluşturulmuş; yapılacak Hazine garantili borçlanmaların tamamı için garanti limitinin her yıl bütçe kanunlarıyla belirleneceği hükme bağlanmıştır. Kanunun getirdiği en önemli yeniliklerden birisi de, yap-işlet-devret projelerinin garanti limiti kapsamına alınmasıdır.

Koşullu yükümlülüklerle ilgili getirilen yeni düzenlemelerle, koşullu yükümlülüklerden doğabilecek olumsuz etkilerin sınırlandırılması amaçlanmıştır.

Diğer taraftan, bankacılık sistemi ve reel sektörden kaynaklanabilecek örtülü yükümlülükler anılan Kanun kapsamına dahil edilmemiştir. Şüphesiz, finans ve reel sektörün kullanmış olduğu iç ve dış krediler devlet garantisi altında değildir. Ancak, 5411 Sayılı yeni Bankacılık Kanunu'na göre, bankalar nezdinde açılan hesaplardan 50.000.-YTL'si mevduat garantisi kapsamındadır.

Ancak, 4749 sayılı Kanun ve ilgili yönetmeliklerde özel sektör borçlarından kaynaklanabilecek örtülü koşullu yükümlülükler konusunda herhangi bir düzenlemenin olmaması önemli bir eksikliktir (İNAN, 2006: 119). Zira, mali ya da reel sektörden kaynaklanacak herhangi bir kriz, bu sektörlerle sınırlı kalmayacak, ekonominin diğer sektörlerini de etkileyerek krizin derinleşmesine neden olacak ve ülke kredibilitesinin düşmesine neden olacaktır.

Kısaca özetlemek gerekirse, 4749 sayılı Yasa, bu özellikleriyle önceki uygulamada önemli yer tutan 244 sayılı yasanın sıklıkla eleştirilen dış borçlanma ile ilgili hükümlerini yürürlükten kaldırarak, bütçe yasalarıyla hükümete genel borçlanma yetkisi veren uygulamayı fiilen işlevsiz kılmış ve kamu adına tek bir borçlanma mercii belirleyerek borç yönetimini etkin kılacak hukuki alt yapının sağlamlaştırılması ve yeknesaklaştırılması açısından çok önemli bir adım atmıştır. Bu Yasa kapsamında getirilen tüm bu düzenlemelerle, kamu borçlanması açısından, Türkiye’de etkin ve aktif dış borç yönetim tekniklerinin uygulanması konusundaki yasal alt yapının tamamlandığı ve uygulanabilir bir borç yönetimi sisteminin kurulduğu ileri sürülmektedir (SARI, 2004: 83).

III.3.2. Risk Yönetiminde Örgütsel Yapı

Etkili bir dış borç ve dış borçlanmada risk yönetiminin gerçekleştirilebilmesi için, borç ve risk yönetimi faaliyetlerini yürüten birimin, etkin bir örgütlenme yapısına sahip olması gerekmektedir.

Ancak, dış borç yönetimi konusunda evrensel olarak kabul edilmiş standart bir yapılanma mevcut değildir ve her ülke bu yapılanmayı kendi tarihsel birikimi, kurumsal yapılanması ve devlet örgütlenmesi çerçevesinde yerine getirmeye çalışmaktadır. Başka bir anlatımla her ülkenin dış borç yönetiminin yapılanması, kendi tecrübeleri ve sorunlarının bir sonucu olarak ortaya çıkmaktadır

Bununla birlikte, herkesin üzerinde hem fikir olduğu konu, OECD ülkelerinin birçoğunda da görüldüğü üzere, modern risk yönetiminin, borç yönetiminin önemli bir parçası olduğu ve stratejik borç hedeflerinin gerçekleştirilmesi için önemli bir araç haline geldiği hususudur. Risk yönetim fonksiyonu, iç ve dış borç yönetiminin bütününe içeren geniş kurumsal yapının parçası haline gelmiştir (BLOMMESTEİN, 2005: 12).

Risk yönetiminin uygun idaresi önemlidir. Risk yönetim politikalarını ve prosedürünü kimin düzenleyeceği uygulamaları farklıdır: bazen maliye bakanlığı ya da uygun bakanlıktır; bazen özerk bir yönetim ofisidir; risk yönetim biriminin kendisi de olabilir; veya, bazı ya da tüm üst örgütlerden oluşan müşterek bir komite de olabilir. Birçok ülkede, genel risk tolerans¹ düzeyi, resmi olarak maliye bakanı ya da hükümetin ilgili bakanı tarafından düzenlenir. Yine, birçok ülkede, risk yönetim politikaları ve prosedürünün son onayı, maliye bakanı ya da sorumlu bakana aittir (BLOMMESTEİN, 2005: 29).

¹ Risk tolerans düzeyi; Hazine'nin çeşitli hedefleri açısından kabul edebileceği azami risk seviyelerini göstermektedir. Bu risk seviyesi, yakın dönemde borçlanmanın sürdürülebilirliğini sağlayacak kadar toleranslı, ancak bütçe dengelerini ve borç stokunun uzun dönemde çevrilebilirliğini tehlikeye atmayacak kadar sıkı bir yapıda olmalıdır.

Gerçek risk yönetim faaliyeti, genellikle, devlet borçlarının yönetiminden sorumlu ayrı bir borç ofisinde ya da eğer borçları yönetiyorsa merkez bankasında yürütülmelidir ve tipik olarak diğer hazine işlemlerinden ayrılmalıdır (BLOMMESTEİN, 2005: 12).

Etkin bir borç yönetiminin varlığı için gerekli olan borç ofisleri, gelişmiş ülkelerde bağımsız bir bünyede veya Hazine ya da Maliye Bakanlığı gibi bir kurumun bünyesinde örgütlenmiştir.¹ Ülkelerin şartlarına göre, ister bağımsız, ister bir kurum bünyesinde kurulsun, borç yönetiminin borç ofisleri aracılığı ile risk yönetiminde uzmanlaşabileceği ve bu sayede verimli olarak çalışabileceği düşünülmektedir.

Borç yönetimi konusunda birçok OECD ülkesi ve gelişmekte olan ülkelerde yapılan çalışmalar, etkili bir borç yönetiminin, ancak borç yönetiminin politik baskılara maruz kalmaması, borç yönetiminde çalışanların teknik bakımdan yeterli olması ve teknik alt yapının yeterli olması sayesinde gerçekleştirilebileceğini ortaya koymuştur (ATEŞ, 2002: 7).

Bilindiği üzere, devlet borçlanmasında risk yönetiminin hukuki zeminin oluşturan 4749 sayılı Kanun'un Nakit, Borç ve Risk Yönetimi başlıklı 12.

¹ Borç ofisi, İrlanda'da bağımsız olarak; Yeni Zelanda'da Hazine içinde ama belli bir dereceye kadar bağımsız (CASSARD and FOLKERTS-LANDAU, 1997: 14); İsveç'te Maliye Bakanlığı bünyesinde faaliyet göstermektedir (RADSTAM, 2000: 135).

maddesinde, mevcut riskler çerçevesinde, borç yapısının değiştirilmesi ve altyapının güçlendirilmesi işlemlerini gerçekleştirmekten, Hazine'den sorumlu Bakanın verdiği yetki çerçevesinde Hazine Müsteşarlığı'nın yetkili olduğu belirtilmiştir.

Bu Kanun'un yayınlanmasının hemen ardından Hazine Müsteşarlığı'nda borç ve risk yönetimi için çalışmalar başlatılmış, Kamu Finansmanı Genel Müdürlüğü bünyesinde risk yönetiminden sorumlu Genel Müdür Yardımcılığı oluşturulmuş, devlet borçlarının risk esasına dayanılarak yönetilmesi esası benimsenmiştir.

Anılan Kanun ile kamu borç ve alacaklarının risk analizine dayanarak yönetilmesi çerçevesinde gerekli yasal ve organizasyonel altyapının oluşturulmasına yönelik olarak bir orta ofisin¹ ve bir Borç Yönetim Komitesinin oluşturulması da hüküm altına alınmıştır.

Risk Yönetim Birimi olarak da nitelendirilen orta ofis, borcun maliyeti, riskin analiz edilmesi, risk ölçüm modellerinin geliştirilmesinden sorumlu birimdir. Bu birim, Hazine Müsteşarlığı Kamu Finansmanı Genel Müdürlüğü içinde dış borçlardan sorumlu Genel Müdür Yardımcılığı bünyesinde örgütlenmiştir.

¹ Tipik bir devlet borç ofisi, ön ofis, orta ofis ve arka ofisten oluşmaktadır. Bu ofislerin her birinin görevi farklıdır. Ön ofis, piyasa koşullarına göre hangi borçlanma araçlarının kullanılabileceğini ve hangi vadede borçlanabileceğini belirlemekle; orta ofis, ön ofisin belirlediği borçlanma miktarının maliyetini ve riskini analiz etmekle; arka ofis, yapılan borçlanma neticesinde gerçekleştirilecek ödemeleri yapmak ve bunların kayıtlarını tutmakla sorumludur (JENSEN, Ove Sten and RİSBJERG, Lars, 2005: 74-78).

Orta ofis, borçlanmanın risk ve maliyet analizlerini yaparak, ön ofisin doğru kararlar almasında önemli rol oynar. Borçlanmanın özellikle kısa vadeli ve döviz cinsinden olduğu durumlarda risk arttığı için, orta ofise büyük görevler düşmektedir (ATEŞ, 2002: 14).

Risk yönetim birimlerinin yanı sıra, borç yönetimine ilişkin genel faaliyetleri gerçekleştiren birimlerde de etkin yapılanma sağlanmalıdır. Hazine'nin mevcut çok katmanlı dikey yapılanması içerisinde, karar alma ve bu kararları uygulama süreçleri zaman zaman uzamaktadır. Bununla birlikte, borç yönetiminin değişen koşullara adaptasyonu son derece önem arz etmektedir. Bu bağlamda, borç yönetimindeki orta düzey yöneticilerin daha fazla yetki üstlenmesi ile, karşı karşıya kalınan risklere daha hızlı tepki verilmesi imkan dahilinde olacaktır (BALİBEK: 2001: 109).

Yukarıda yapmış olduğumuz açıklamalardan da anlaşılacağı üzere, son yıllarda çıkarılan 4749 Sayılı Yasanın ile, devlet borç yönetiminin daha etkin örgütlenmesi ve risk esasına dayalı borç yönetimi anlayışı benimsenmiştir. Anılan Yasa kapsamında gerçekleştirilen yapısal değişiklikler ile, etkin bir risk yönetimi için gerekli örgütsel yapı oluşturulmuştur.

SONUÇ ve DEĞERLENDİRME

Özellikle, 1980’li yıllardan itibaren, uluslararası sermaye hareketlerinde serbestleşme yaşanmaya başlanmış ve uluslararası ekonomik ilişkilerde mal ticaretinin yerini sermaye hareketleri almıştır. Dünyanın giderek global hale gelmesi, yüksek enflasyonla yaşayan gelişmekte olan ülkeleri etkilemiş ve finansal serbestleşme ile birlikte önemli istikrarsızlıklar yaşamalarına neden olmuştur. Gelişmekte olan ülkeler, gelişmiş ülkelerle aralarındaki kalkınmışlık farkını kapatmak için girdikleri süreçte yurtiçi tasarruf yetersizliği ve dış ödemeler açığı gibi sorunlarla karşılaşmış, dolayısıyla dış borçlanma gelişmekte olan ülkelerin dış kaynak kullanımında önemli bir öge durumuna gelmiştir.

Dışa açılım sürecinde Türkiye’de yaşananlar da bundan pek farklı olmamıştır. Dünya ekonomisiyle bütünleşme çabalarının arttığı bu dönemde dış borçlar, gerek içsel ve gerekse dışsal nedenlerle önemli bir artış göstermiştir. Ülkemizin dış borçlarının temel nedenlerini, yurt içi tasarruf yetersizliği, cari işlemler dengesi açıkları, bütçe açığı açıkları, özellikle resmi kuruluşlardan (IMF, Dünya Bankası, Devletler) yapılan dış borçlanmanın maliyetinin, iç borçlanmaya nazaran daha uygun

olması, büyük yatırım projelerine kaynak sağlanması şeklinde sıralamak mümkündür.

Bu nedenlerle gerçekleştirilen ve yıllar itibariyle sürekli artarak 2007 yılı sonu itibariyle 247.200 milyon ABD Doları olan dış borçlarımızın yaklaşık % 20'sinin kısa, % 80'ninin uzun vadeli, kamunun ve TCMB'nin dış borçlarının neredeyse tamamı uzun vadeli, özel kesim borçlarının ise yarı yarıya olduğu; özel kesimin dış borçlar içerisindeki payının son yıllarda sürekli artarak 2007 yılı sonu itibariyle yaklaşık % 60 olduğu, kamunun dış borç stoku içerisindeki payının ise sürekli azalarak aynı dönem itibariyle yaklaşık %33 ve TCMB'nin payının yaklaşık % 7 olduğu anlaşılmaktadır.

Dış borç stokunun GSMH'ye oranı, 2000 yılında % 59 civarındayken, bu oran yıllar itibariyle sürekli azalarak 2007 yılı sonu itibariyle % 37 olmuştur. Öte yandan, Dünya Bankası ve IMF'in çok borçlu – orta dereceli borçlu ülke kategorilerini belirlerken kullandıkları kriterlerini dikkate aldığımızda, 2004 yılından itibaren, ülkemizin dört dış borç rasyosundan üçünün belirlenen oranlarının altında gerçekleştiği, hal böyle olunca Türkiye'nin orta dereceli borçlu ülke kategorisine girdiği sonucuna varılmıştır. Bu rasyolardaki iyileşmelerde, GSMH'nin artış hızının dış borçların artış hızından daha yüksek olması ve döviz kurunun anılan süre içerisinde düşük düzeylerde seyretmesinin etkisi büyük olmuştur.

Bununla birlikte, son yıllarda dış borç rasyolarında yaşanan iyileşmelere rağmen, ülkemizin dış borç yükünün sürdürülebilir olup olmadığı hususu

tartışmalıdır. Zira, çalışmamızda ortaya çıkan önemli sonuçlardan birisi, dış borç stokunun kabul edilebilir ve dolayısıyla yönetilebilir olmasının düzeyinin ne olduğu hususudur. Gerek IMF ve gerekse Dünya Bankası'na göre; bir ülkenin kredibilitesinin ölçülmesi, risk ve borç yükü analizlerinde genel bir ölçüt olarak kullanılan toplam dış borçların GSMH'ye oranının % 50'nin altında ise, bu ülke orta derecede borçlu bir ülkedir ve dış borçları sürdürülebilir düzeydedir.

Ancak, gerek Meksika krizi ve gerekse Arjantin krizi, aynı orandaki borç yükünün gelişmekte olan ülkeler ile gelişmiş ülkeler için farklı anlamlar ifade ettiğini çok açık bir şekilde ortaya koymuştur. Çünkü, gelişmekte olan ülkelerin, borçları kaldırabilme yetenekleri, gelişmiş ülkelere göre oldukça sınırlıdır.

İşte bu gerçeği, gözden kaçırmamak şartıyla, dış borçlarımızın aktif bir şekilde yönetilmesi büyük önem arz etmektedir. Zira, bizim gibi gelişmekte olan ülkeler, ekonomilerinin derinleşmemiş olması hasebiyle dış şoklara karşı oldukça kırılgandır. Kaldı ki, ülkemizin dış borçları hala yüksek seviyelerdedir ve başlı başına bir problem olmasının yanında diğer temel iktisadi göstergeleri de olumsuz etkileyerek ekonominin genel dengesini bozucu etki yaratma özelliğine sahiptir. Bu nedenle, Türkiye'nin en önemli ekonomik problemlerinden biri olan dış borç probleminin çözümü için önlemler alınmalı ve yapısal dönüşümler gerçekleştirilmelidir.

Ülkemizin dış borçlarının önemli nedenlerinden birisi, cari işlem açıklarının kapatılması ve vadesi gelen dış borçların ödenmesi olduğu için, yapılması gereken

önceliklerin de ödemeler dengesinin sağlanmasına yönelik olması gerekmektedir. Bunun için ihracat gelirlerini arttırıcı, ithalat giderlerini kısıcı politikaların uygulanması gerekmektedir. Yapısal bir dönüşüm gerçekleştirilerek gerek teknoloji gerek girdilerde dışa bağımlı yapı kırılmalı ve ihracata yönelik sektörlerin rekabet gücü ileri teknoloji, eğitimli ve nitelikli işgücü gibi unsurlarla arttırılmalı, kısacası içsel dinamikler harekete geçirilmelidir. Ayrıca turizm gelirleri arttırılmalı ve doğrudan yabancı sermaye yatırımları teşvik edilerek ülkeye daha fazla döviz girmesi sağlanmalıdır.

Diğer taraftan, bütün az gelişmiş ülkelerde olduğu gibi, Türkiye'nin dış borç sorununun temelinde de yurtiçi tasarrufların yetersizliği yatmaktadır. Dolayısıyla, dış borç ihtiyacının azaltılması için yurtiçi tasarrufları arttırıcı yönde politikaların uygulanması gerekmektedir. Kamu kesiminin tasarruf açığını kapatabilmesi için; etkin bir vergi sisteminin uygulamaya geçirilmesi, kayıtdışı ekonominin ve vergi kaçakçılığının asgari düzeye indirilmesi ve kamu harcamalarının kısılarak üretken yatırımlara ayrılan fonların arttırılması gerekmektedir. Her ne kadar kamu yatırımlarının ulaşım, haberleşme, altyapı gibi düşük katma değerli nispeten verimsiz alanlarda yoğunlaşması ve üretken alanlara yönlendirilememesi dış borç gereksinimini arttıran bir olgu olarak karşımıza çıksa da, bu tür yatırımların ülkenin iktisadi büyüme ve kalkınmasını hızlandırmak için gerekli yatırımlar olduğu gerçeği de göz ardı edilmemelidir.

Öte yandan, çalışmamızın içerisinde de belirtildiği üzere, resmi kreditorlerin dış borçlarımızın içerisindeki payı gittikçe azalmakta ve bunun yerini ticari krediler

almaktadır. Bilindiği üzere, resmi krediler uzun vadeli ve düşük faizli kredilerken; ticari krediler, kısa vadeli ve yüksek faizli kredilerdir. Dış borçların maliyetini azaltmak ve dış borçları yeniden yapılandırmak için, ticari kredilerin yerine uzun vadeli ve düşük faizli resmi krediler alınmaya çalışılmalıdır (The World Bank, 1988: 35-36)

Dış borç yükünü azaltmanın bir başka yolu da, bazı yüksek borçlu ülkelerin yaptığı gibi, borçların faizini ödemeyeceğini açıklamaktır. Ancak, böyle bir davranışın ekonomik etkilerini iyi ölçmek gerekmektedir. Zira, böyle bir davranış, yabancı sermayenin ülkeye akışını olumsuz etkileyeceği gibi, bir dahaki borçlanmanın daha maliyetli olmasına neden olacaktır. Zira, son beş yıldır ülke ekonomimizde yaşanan olumlu gelişmelerin en önemli nedenlerinin başında ülkemize yönelik sermaye akışının oldukça likit olması ve yüksek seviyelerde seyreden doğrudan yabancı yatırımlar olduğu gerçeğinin dikkate alınması gerekmektedir. Borçların ödenmeyeceğinin açıklanması, yabancı sermaye akışını ve doğrudan yabancı yatırımların kaçışına neden olacağından, böyle bir kararın ülkeye maliyeti daha yüksek olacaktır.

Dış borçların bir krize neden olmadan ve yeniden yapılandırılması aşamalarına gelmeden üzerinde durulması gereken içsel yöntem, dış borçların etkin ve aktif bir şekilde yönetilmesidir. Ancak, burada üzerinde durulması gereken nokta, kamu borçları yönetiminin bir bütün olarak mı; yoksa iç ve dış borç yönetimlerinin ayrı ayrı yapılması gerektiği hususudur.

Borcun niteliklerinin ve borçlanılan piyasaların birbirlerinden farklı olması nedeniyle, her iki borç türünün, etkin bir koordinasyon eşliğinde ayrı ayrı yönetilmesinin daha etkin olacağı kanısındayım.

Ancak, artan finansal entegrasyon ve serbest sermaye akışı altında, iç ve dış borç arasındaki geleneksel farkın azaldığını, zira, uluslararası piyasada satılmasına rağmen, borç senetlerinin gerçekte kimin elinde olduğunu bilmenin artık çok zor olduğunu, dolayısıyla iç borç – dış borç ayırımını yapmanın pek anlam ifade etmediğini, kamu borçlarının bir bütün olarak yönetilmesi gerektiğini ileri sürenler de bulunmaktadır (PANÍZZA, 2008). Bunlara göre, iç ve dış borç üzerinde yoğunlaşmak, asıl korumasızlığın nedeni olan vade-likidite uyumsuzluğunun önemini unutmaya neden olmaktadır

Son dönemlerde, Güneydoğu Asya, Doğu Avrupa ve Latin Amerika ülkelerinde yaşanan krizler de, etkin ve sağlıklı bir borç yönetiminin ne derece önemli olduğunu ortaya çıkarmıştır. Borç yönetim politikaları her ne kadar krizlerin ana nedeni olmasa da, borç portföyünün vadesi, yapısı, faiz oranı ve para cinsi kompozisyonun yanı sıra verilen doğrudan ve dolaylı garantiler de krizlerin derinleşmesinde önemli roller oynamaktadır. Kaldı ki, makroekonomik dengelerin sağlandığı durumlarda bile borçların risk gözetilmeden yönetilmeye çalışılması, ülkeleri ekonomik ve finansal şoklara açık hale getirebilmektedir.

Öte yandan, yine yükselen piyasalarda yaşanan ve küresel ekonomiyi de derinden sarsan krizler, borç stokunun milli gelire oranının normal bir seviyede

olmasının yeterli bir gösterge olmadığını, sağlıklı ve sürdürülebilir bir borç yapısına sahip olmanın gerekliliğini ve kamuya doğrudan ait olan yükümlülüklerin yanı sıra, kamuya ait olmayan doğrudan ve örtülü koşullu yükümlülüklerin de ekonomik dalgalanmalarda hükümetlerin işlerini daha da zorlaştırdığını ve krizlerin derinliğini arttırdığını ortaya koymuştur.

Çeşitli nedenlerle verilen hazine garantilerinin de, şartların oluşması halinde devlet üzerine ek yük getireceği gerçeğinden hareketle, bu tür garantilerden doğan risklerin de risk yönetim sürecine dahil edilmesi ve bu riskleri azaltacak tedbirlerin alınması, başarılı bir borç yönetimi için zorunluluk teşkil etmektedir.

Öte yandan, dış borç yönetimi konusunda evrensel olarak kabul edilmiş standart bir yapılanma mevcut değildir ve her ülke bu yapılanmayı kendi tarihsel birikimi, kurumsal yapılanması ve devlet örgütlenmesi çerçevesinde yerine getirmeye çalışmaktadır. Başka bir anlatımla her ülkenin dış borç yönetiminin yapılanması, kendi tecrübeleri ve sorunlarının bir sonucu olarak ortaya çıkmaktadır

Bununla birlikte, herkesin üzerinde hem fikir olduğu konu, OECD ülkelerinin birçoğunda da görüldüğü üzere, modern risk yönetiminin, borç yönetiminin önemli bir parçası olduğu ve stratejik borç hedeflerinin gerçekleştirilmesi için önemli bir araç haline geldiği hususudur. Risk yönetim fonksiyonu, iç ve dış borç yönetiminin bütününe içeren geniş kurumsal yapının parçası haline gelmiştir (BLOMMESTEİN, 2005: 12).

Düşük maliyet ve makul bir risk düzeyinde borçlanma yapılabilmesi ve tüm kamunun genel borç stratejisinin tek bir elden oluşturulması, etkin bir borç yönetimi ile sağlanabilir. Son yıllarda çıkarılan 4749 sayılı Kanun ve bu Kanun'a dayanarak çıkarılan ikincil mevzuatlar sayesinde, borç yönetiminde hukuksal yeknesaklık sağlanarak, etkin borç yönetimi için gerekli mevzuat ve kurumsal altyapı sağlanmıştır.

Yine, 5018 Sayılı Kamu Mali Yönetimi ve Kontrol Kanunu ile riske dayalı yönetim ve denetim anlayışı, kamu mali sistemimizin odağına oturtulmuştur.

Bu bağlamda, risk yönetimine dayalı dış borç yönetim anlayışı da, ülkemizde yaygınlık kazanmıştır. Orta düzeydeki yöneticilere yetki devrinin sınırlı olmasından kaynaklanan sorunlar bulunsa bile, dış borçlar yönetilirken karşılaşılabilecek riskleri ve bu risklerin gerçekleşmesi halinde doğabilecek maliyetlerin asgari düzeyde tutulması için gerekli tedbirler alınmaktadır.

Öte yandan, dış borçlar yönetilirken karşılaşılması muhtemel riskler çeşitlidir. Bu risklerin en önemlileri, kur riski, faiz oranı riski, ülke riski, hazine garantilerinden kaynaklanan koşullu yükümlülükler riski ve likidite riskidir. Bu riskleri tamamen ortadan kaldırmak mümkün değildir. Zira, tamamen ortadan kaldırılabilecek bir olumsuz olasılığa, risk denilemez. Bu bağlamda, dış borçlanmada risk yönetiminden beklenen, riskleri minimize edecek, başka bir deyişle riskleri kabul edilebilir düzeye indirecek tedbirlerin alınmasıdır.

Riskleri minimize etmek için, her şeyden önce, birbirinden bağımsız olan risk yönetim birimleri ile denetim birimlerinin örgütsel yapılarının etkin bir şekilde oluşturulması ve görev tanımlarının; risk kontrol süreçlerinin bağımsız olan iç denetçiler tarafından sürekli gözden geçirilmesi; teknolojik alt yapının geliştirilmesi gerekmektedir. Son yıllarda çıkarılan düzenlemeler ve gerçekleştirilen faaliyetlerle bu yönde önemli adımlar atılmıştır. Bu tür faaliyetler, özellikle operasyonel riskin minimize edilmesinde etkili olmaktadır.

Günümüzde, dış borç yönetimlerinin karşı karşıya kaldıkları riskleri minimize etmede kullandıkları tekniklerin başında türev ürünler gelmektedir. Future, forwards, swap ve opsiyon sözleşmelerinden oluşan bu tür ürünlerin etkili bir şekilde kullanılması, dış borç yönetiminin karşı karşıya kaldığı risklerin (özellikle kur, faiz, likidite ve karşı taraf riski) kabul edilebilir düzeye indirilmesine olanak sağlayacaktır.

Sonuç olarak, çeşitli nedenlerle gerçekleştirilmiş olan dış borç stokumuz (özellikle özel kesim borç stoku) sürdürülebilir değildir. Dolayısıyla, son yıllarda yaygınlık kazanan risk yönetim anlayışının dış borç yönetiminin merkezine yerleştirilmesi, dış borçların tek elden yönetilmesi ve orta dereceli risk yönetim birimlerine yetki devrinin yapılması yararlı olacaktır.

KAYNAKÇA:

- AKDOĞAN, Abdurrahman, *Kamu Maliyesi*, Ankara, Gazi Kitabevi, 1999.
- ATEŞ, Gürkan, *Borç Yönetim Ofisi ve Türkiye Uygulaması Üzerine Bir Çalışma*, Ankara, Hazine Müsteşarlığı, 2002.
- BAĞCI, Hamdi, *Kamu Borçları Yönetimi ve Türkiye İçin Bir Değerlendirme*, Ankara, Sermaye Piyasası Kurulu Yayınları No: 135, 2001.
- BAL, Harun, *Uluslararası Finansman, Dış Borç Yönetimi ve Türkiye*, İstanbul, Türkiye Bankalar Birliği Yayını, 2001.
- BALİBEK, Emre, *İç Borçlanmada Risk Yönetimi, Türkiye İrdelemesi*, Ankara, Yayınlanmamış Uzmanlık Tezi, 2001.
- BAŞCI, E. Savaş, “Vadeli İşlem Piyasası Aracı Olarak Swapın İşleyişi ve Finansal Piyasadaki Kullanımları”, *Gazi Üniversitesi, Endüstriyel Sanatlar Eğitim Fakültesi Dergisi*, Ankara, Y.11, No: 12, Sayfa: 18-33.
- BAŞKAYA, Fikret, *Borç Krizi Üzerine Bir Deneme*, Yargı Kitabevi, Ankara, 1986.
- BLOMMESTEİN, Hans J (a), “Introduction to Advances in Risk Management of Government Debt” (der) *Advances in Risk Management of Government Debt*, OECD, Paris, 2005, Sayfa: 11-25.
- BLOMMESTEİN, Hans J (b), “Overview of Risk Management Practices in OECD Countries” (der) *Advances in Risk Management of Government Debt*, OECD, Paris, 2005, Sayfa: 27-37.

- BRİGHAM, Eugene F. (a), **Finansal Yönetimin Temelleri**, Çevirenler: Prof. Dr. Özdemir AKMUT ve Prof. Dr. Halil SARIASLAN, Ankara, Ankara Üniversitesi Basımevi, Cilt: 1, 1999.
- BRİGHAM, Eugene F. (b), **Finansal Yönetimin Temelleri**, Çevirenler: Prof. Dr. Özdemir AKMUT ve Prof. Dr. Halil SARIASLAN, Ankara, Ankara Üniversitesi Basımevi, Cilt: 1, 1999.
- BÜYÜKBALKAN, Uğur, “**SWAP**”, <http://www.asmmmo.org.tr/makale/SWAP.doc>, 15/10/2007.
- CASSARD, Marcel, FOLKERTS-LANDAU, David, “Sovereign Debt: Managing The Risks” **Finance & Development**, A Quarterly Publication of the International Monetary Fund and The World Bank, December 1997, Volume: 34, Number: 4, Page: 12-15, www.imf.org/external/pubs/ft/fandd/1997/12/index.htm, 10/04/2008.
- CELASUN, Merih, RODRİK, “Turkish Experience With Debt: Macroeconomic Policy and Performance” SACH, Jeffrey D. (der), **Developing Country Debt and The World Economy**, Chicago and London, The University Of Chicago Pres, 1989.
- DEMİRCAN, Esra Siverekli, **Türkiye, Ekonomik Kriz, Borç Üçgeni**, Muğla, Muğla Üniversitesi İktisadi ve İdari Bilimler Fakültesi Yayını, 2004.
- DENİZ, Ayşe, **Dış Borçlanmada Risk Yönetimi**, Ankara, Yayınlanmamış Uzmanlık Tezi, 2001.
- Devlet Planlama Teşkilatı, Borçlanma, **İç ve Dış Borç Yönetimi Özel İhtisas Komisyonu Raporu**, Ankara, 2001.

EĞİLMEZ, Mahfi (a), “*Kur Rejimiyle Dış Borçlanma İlişkisi (Aralık 2001)*”
<http://www.mahfiegilmez.nom.tr>, 10.05.2007.

EĞİLMEZ, Mahfi (b), “*Kasım 2000 Krizi Üzerine I*”
<http://www.mahfiegilmez.nom.tr>, 10.05.2007.

EĞİLMEZ, Mahfi (c), “*Dünya Bankası Grubu ve Türkiye (2002)*”
<http://www.mahfiegilmez.nom.tr>, 10.05.2007.

EĞİLMEZ, Mahfi (d), “*IMF ve Türkiye (2002)*” <http://www.mahfiegilmez.nom.tr>,
10.05.2007.

EĞİLMEZ, Mahfi, “*Borçlanma Gereği*” 17.06.2004 Tarihli Radikal Gazetesi.

EĞİLMEZ, Mahfi, “*Kamu borçlanması ölçüsü*” 17.04.2005 Tarihli Radikal
Gazetesi.

EKER, Aytaç, *Kamu Maliyesi*, İzmir, Anadolu Matbaacılık, 1997.

EKER, Aytaç ve MERİÇ, Metin; *Devlet Borçlanması*, İzmir, 1999.

EMİL, Ferhat, *Kamu Borç Yönetimi*, Ankara, Maliye Hesap Uzmanları Vakfı
Yayınları Yayın No: 14, 2003.

EMİL, Ferhat ve GELBERİ, Ali İhsan, “Borç Yönetimi ve Para Politikalarının
Koordinasyonu” *Hazine Dergisi*, Ekim 1996, Sayı: 4, Sayfa: 51-62.

ERÇEL, Gazi, “*Türkiye'nin Dış Kredibilitesini Yükseltmek İçin Gerekli
Yaklaşımlar*”
<http://www.tcmb.gov.tr/yeni/evds/konusma/tur/1997/RATTUR.html>,
21/03/2008.

ERÇEL, Gazi, “*Türbülانstan Arta Kalanlar*”, 11.03.2006 Tarihli Vatan
Gazetesindeki Köşe Yazısı.

ERÇEL, Gazi, “*Fazla Likidite ve Kur*”, 12.06.2006 Tarihli Vatan Gazetesindeki Köşe Yazısı.

ERDÖNMEZ, Pelin Ataman ve TULAY, Burcak, *Seçilmiş Ülkelerde Borç Yeniden Yapılandırması Uygulamaları*, Türkiye Bankalar Birliği, Bankacılık ve Araştırma Grubu, Mart 2001, <http://www.tbb.org.tr/turkce/arastirmalar/AYS.doc>, 21/03/2008.

EVGİN, Tülay, *Dünden Bugüne Dış Borçlarımız* Ankara, T.C. Başbakanlık Hazine Müsteşarlığı Ekonomik Araştırmalar Genel Müdürlüğü Araştırma-İnceleme Dizisi No: 26, 2000.

EVGİN, Tülay, “90’lı Yıllarda Bütçe ve Bütçe Açığının Finansmanı” Ankara, *Ekonomik Yaklaşım Dergisi*, Cilt: 5, Sayı: 13, Sayfa: 19-46, 1994.

EVGİN, Tülay, “*Dış Borçlarımız*” Hazine Dergisi, Ekim 1996, Sayı: 4, Sayfa: 71-87, Ankara, 1996.

FİSCHER, Stanley, “*Exchange Rate Regimes: Is the Bipolar View Correct?*” <http://www.imf.org/external/np/speeches/2001/010601a.htm>, 24/11/2007.

GÜNAY, Aslı, *Exchange Rate Risk And Interest Rate: A Case Study For Turkey*, Ankara, Yayınlanmamış Yüksek Lisans Tezi, 2001.

HAKANOĞLU, Erol, “Technical and Quantitative Aspects of Risk Management” CASSARD, Marcel and FOLKERTS, David (der), *Sovereign Assets and Liabilities Management*, Washington D.C, International Monetary Fund, 2000, Sayfa: 263-272.

Hazine Müsteşarlığı, *Kamu Borç Yönetimi Raporları*, www.hazine.gov.tr, 19/05/2008.

Hazine Müsteşarlığı, *Dış Borç Basın Duyuruları*, www.hazine.gov.tr, 19/05/2008.

<http://www.hazine.gov.tr>

<http://www.imf.org>

<http://www.oecd.org>

<http://www.tcmb.gov.tr>

<http://www.worldbank.org>

<http://www.unescap.org>

International Monetary Fund, *Global Financial Stability Report*,

<http://www.imf.org/external/pubs/ft/GFSR/2006/01/index.htm>, 25/12/2007.

İNAN, Altuğ, “Kamu Borç Yönetiminde Koşullu Yükümlülüklerin Rolü” *Sayıştay Dergisi*, Temmuz-Eylül 2006, Sayı: 62, Sayfa: 107-121.

İNAN, E. Alpan, “Arjantin Krizinin Sebepleri ve Gelişimi” *Bankacılık Dergisi*, 2002, Sayı: 42, Sayfa: 57-74).

İNCE, Macit, *Devlet Borçlanması*, Ankara, 1996.

JENSEN, Ove Sten and RİSBJERG, Lars, “*Recent Developments in the Management of Market Risk*” (der) *Advances in Risk Management of Government Debt*, OECD, Paris, 2005, Sayfa: 61-81.

KADIOĞLU, Eyüp, *Şirketlerin Karşılaştıkları Kur Riski ve Kur Riskinin Yönetilmesi*, Ankara, Yeterlik Etüdü, Sermaye Piyasası Kurulu, Nisan 2003.

KEPENEK, Yakup ve YENTÜRK, Nurhan, *Türkiye Ekonomisi*, İstanbul, Remzi Kitabevi, 14. Baskı, 2003.

KLAFFKY, Thomas E. and Others, “Risk Management Process For Central Banks”

CASSARD, Marcel and FOLKERTS, David (der), *Sovereign Assets and*

Liabilities Management, Washington D.C, International Monetary Fund, 2000, Sayfa: 247-262.

KRUEGER, Anne O., “Decision Making At The Outset Of The Debt Crisis: Analytical and Conceptual Issues” DORNBUSCH, Rudiger and MARCUS, Steve (der), *International Money and Dept Challenges For The World Economy*, California, San Francisco, ICS Pres, 1991.

KRUEGER, O. Anne, *A New Approach To Sovereign Debt Restructuring*, Washington D.C., International Monetary Fund, 2002.

KRUEGER, O. Anne, “*Crisis Prevention and Resolution: Lessons form Argentina*” Cambridge, 2002,
www.imf.org/external/np/speeches/2002/071702.htm, 22/02/2008.

MUSSA, Micheal, “*Argentina and the Fund: From Triumph to Tragedy*”
www.iie.com, 23/02/2008.

NUNNENKAMP, Peter, *The International Debt Crisis Of The Third World (Causes and Consequences For The World Economy)*, The Harvester Pres Publishing Group, Brighton, Sussex, 1986.

Organization For Economic Co-operation and Development, *External Debt Statistics, Historical Data 1988-1998*, 2000.

PANÍZZA, Ugo, “*Domestic and External Debt in Developing Countries*”
<http://upanizza.geoglepages.com/ddup.pdf>, 05/01/2008.

PINAR, Abuzer, *Kamu Maliyesi ve Maliye Politikası*, Ankara, Turhan Kitabevi, 2003.

PINAR, Abuzer, Vergileri Kim Ödüyor ve Kamu Harcamalarından Kimler Yararlanıyor, Kasım 2004, www.tesev.org.tr/rapor_kasim2004.pdf, 19/04/2007.

RADSTAM, Bengt, “Management of Risk in Foreign Currency Funding and Debt Management” CASSARD, Marcel and FOLKERTS, David (der), *Sovereign Assets and Liabilities Management, International Monetary Fund*, Washington D.C, 2000, Sayfa: 263-272.

RANTANEN, Anjariitta ve ŞELÇUK, Faruk, *Türkiye’de Kamu Harcamaları ve Kamu Borçlanması Mali Disiplin Gereği Üzerine Gözlem ve Öneriler*, İstanbul, Türk Sanayicileri ve İşadamları Derneği Yayınları No: 190, 1996.

SARI, Müslim, *Dış Borç Yönetimi ve Türkiye Uygulamaları*, Ankara, Uzmanlık Yeterlilik Tezi, Türkiye Cumhuriyeti Merkez Bankası, Dış Ekonomik İlişkiler Genel Müdürlüğü, Ekim 2004.

SARIKAYA, H.Sevil, “Vadeli İşlem (Future) Piyasaları ve Özellikleri”, http://www.kastamonu.smmmo.org.tr/makale/vadeli_islem.rtf, 17/01/2008.

The World Bank, *Global Development Finance, I: Analysis and Statistical Appendix 2005*, Washington D.C, 2005

The World Bank, *Global Development Finance, Building Coalitions For Effective Development Finance, Country Tables*, Washington D.C, 2001.

The World Bank, *Global Development Finance, Country Tables*, Volum 2, A World Bank Book, Washington D.C, 1997.

The World Bank, *Global Development Finance, Financing The Poorest Countries, Country Tables*, Washington D.C, 2002.

- The World Bank, *Global Development Finance, Harnessing Cyclical Gains For Development, II: Summary and Country Tables*, Washington D.C, 2004.
- The World Bank, *Global Development Finance, Striving For Stability In Development Finance, II: Summary and Country Tables*, Washington D.C, 2003.
- The World Bank, *Turkey: A Strategy For Managing Debt, Borrowings and Transfer Under Macroeconomics Adjustment*, A World Bank Study, Washington D.C, 1997
- TUNCEL, Kürşat, *Risk Sermayesi Finansman Modeli*, Sermaye Piyasası Kurulu, Yayın No: 37, Ankara, 2000.
- TURAL, Aziz, *Devlet Borçları* Maliye ve Gümrük Bakanlığı Araştırma, Planlama ve Koordinasyon Kurulu Başkanlığı Yayınları No: 325, 1992, Ankara.
- TÜRK, İsmail, *Maliye Politikası*, Ankara, 1992.
- United Nations, Economic and Social Commission for Asia and the Pacific (UNESCAP), *Implementing The Monterrey Consensus In The Asian And Pacific Region: Achieving Coherence And Consistency*, Sixty-First Commission Theme Study, New York, 2005.
- UYAR, Seçil, *Bankacılık Krizleri*, Ankara, Yüksek Lisans Tezi, Ziraat Matbaacılık, 2003.
- UYGUR, Ercan, *Kamu Borç Yönetimi*, Ankara, Maliye Hesap Uzmanları Vakfı Yayınları Yayın No: 14, 2003.
- ÜNAL, Umut, *“1980–2003 Döneminde Türkiye’de Dış Borçlar”*
http://www.eastweststudies.org/tr/makale_detail.php?tur=230&makale=106
28/04/2006.

- WIJENBERGEN , Sweder Van, ANAND, Ritu and others, *External Debt, Fiscal Policy and Sustainable Growth In Turkey*, Baltimore and London, A World Bank publication, The Johns Hopkins University Pres, 1992.
- YARAR, Erol, *Devletin Borç Krizi, İflas 1999*, İstanbul, Müstakil Sanayici ve İşadamları Derneği Yayınları No: 6, 1994.
- YILDIZ, Rıfat, *Dış Borçlanma ve Türkiye'nin Dış Borçlarının Tahlili*, Erzurum, Atatürk Üniversitesi Yayınları No: 88, 1988.
- YILMAZ, M. Kemal, *Döviz Vadeli İşlem Sözleşmeleri*, İstanbul, Der Yayınları: 339, 2002.
- YÖRÜK, Nevin, *Ülke Riski ve Türkiye'nin Risk Derecelerindeki Değişmeler*, Tokat, Gaziosmanpaşa Üniversitesi Yayınları No: 4, 1999.

ÖZET

Murat, Altun, 1980 Sonrası Türk Dış Borçları ve Dış Borçlanmada Risk Yönetimi, Yüksek Lisans Tezi, Tez Danışmanı: Doç Dr. Abuzer PINAR, 176 s.

Bu tezin amacı, dışa açılım süreciyle beraber Türkiye için önemli bir sorun olmaya başlayan dış borçların nedenlerini, dış borç stokunun nasıl bir seyir izlediğini, dış borçlarının sürdürülebilir olup olmadığını ortaya koymak; dış borç yönetiminde karşılaşılan riskleri ve bu riskleri minimize etmede kullanılan teknikleri irdelemek, kamu dış borçları yönetilirken risk yönetiminin esas alınıp alınmadığını değerlendirmektir.

Tez, üç bölümden oluşmaktadır. İlk bölümde, devlet borçlanmasının ne anlama geldiği, borçlanmanın kaynakları ve borçlanma nedenleri ortaya konulmuştur. İkinci bölümde, Türkiye'nin dış borçlarının nasıl bir seyir gösterdiği ve dış borç rasyolarımızın ne durumda olduğu irdelenmiştir. Üçüncü bölümde ise, dış borçların yönetimi sorununun sadece "Risk Yönetimi" boyutu üzerinde durularak, dış borç yönetiminde karşılaşılan risklerin ve bu riskleri minimize etmede kullanılan tekniklerin neler olduğu, dış borçlar yönetilirken risk yönetiminin esas alınıp alınmadığı açıklanmıştır. Tez, kaynak taramasına dayanmaktadır.

Çalışmanın sonuçları, dış borçlarımızın yıllar itibariyle miktar bazında sürekli arttığını; ancak son yıllarda milli gelir artış hızının dış borç artış hızından daha fazla olması ve döviz kurunun düşük seviyelerde seyretmesinin dış borç rasyolarına

olumlu yansıdığını, uluslararası kriterlere göre, bu rasyolarla Türkiye'nin orta dereceli borçlu ülke kategorisine girdiği; bununla birlikte, bütün gelişmekte olan ülkeler gibi mali piyasaları derinleşmeyen ve dış şoklara karşı çok hassas olan Türkiye için bu rasyoların çok da anlamlı olmadığı ve Türkiye'nin (özellikle özel kesimin) dış borcunun sürdürülebilir olmadığı kanaatine varılmıştır. Bir başka sonuç ise, etkin ve aktif bir şekilde yönetilebilmesi için dış borçların bir portföy olarak kabul edilmesi ve risk yönetiminin, son yıllarda bir çok OECD ülkesinde görüldüğü gibi, bu dış borç yönetiminin odağına oturtulması gerektiğidir. Türkiye'de dış borçlar yönetilirken, risk yönetiminin esas alındığı, bu bağlamda bir takım hukuki ve örgütsel düzenlemelerin yapıldığı sonucuna varılmıştır.

Anahtar Sözcükler: Türkiye, Dış Borç, Kamu Dış Borcu, Borç Yönetimi, Risk, Dış Borçlanmada Karşılaşılan Riskler, Risk Yönetimi.

ABSTRACT

Murat, Altun, Turkish External Debt After 1980 and Risk Management in the Management of External Debt, Master's Thesis, Advisor: Assoc. Prof. Abuzer PINAR, Yüksek Lisans Tezi, Tez Danışmanı: Doç Dr. Abuzer PINAR, 176 p.

The purpose of this dissertation is to explain the reason of the external debt begun to be a problem for Turkey and how the debt stock has structure and if external debt is sustainable; is to analyse the risk exposed in the external debt management and derivative instrument for decreasing these risks and is to assess if risk management is taken into consideration in the external debt management process.

The dissertation is decomposed into three major parts. In the first part, it is displayed what the meaning of public debt and source of debt and the reason of debt. In the second part, it is analyzed how the debt stock has structure and what about external debt ratios. In the third part, it is focused on only risk management part of the debt management problem and is explained what the risk exposed in the external debt management and derivative instrument for decreasing these risks is and whether risk management is taken into consideration in the external debt management process. The dissertation grounds on research of sources.

We can make out the results of our dissertation as follows: external debts of Turkey have increased continuously in terms of amount, but that the rate of economic growth has been faster than the rate of external debt stock and the foreign exchange rate has been at low level has influenced the ratio of external debt positively. According to international criteria, Turkey is described as middle graduated debtor country with these ratios. Nonetheless, it is not sustainable for Turkey (especially for its private sector) which its capital markets is not deepen and is very sensitive to the external shock like all of the developing countries. On the other hand, it is necessary that the external debt is accepted as portfolio and risk management localize at the focus of the external debt management as seen in many countries of Organisation for Economic Cooperation and Development (OECD) in recent years for managing external debt effectively and actively. It is concluded that risk management has taken into consideration and in this context, some juridical and organizational arrangement have been done, while the external debt is being managed.

Keywords: Turkey, External Debt, Public External Debt, Management of Debt, Risk, The Risk Exposed in the External Debt Process, Risk Management.

TABLO 3: YILLAR İTİBARIYLA KAMU FİNANSMAN DENGESİ (Milyon YTL)

	1994	1995	1996	1997	1998	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007
1- Gelirler*	763,7	1.458,9	2.832,1	6.022,4	12.127,6	19.092,8	34.396,9	49.649,4	80.580,5	97.378,5	106.666,5	129.570,8	163.471,6	176.168,4
2- Giderler	902,5	1.724,2	3.961,3	8.050,3	15.614,4	28.084,7	46.705,0	80.579,1	115.682,4	140.454,8	136.565,5	142.795,3	171.156,7	195.877,7
3- Nakit Dengesi (1-2)	- 138,7	-265,3	- 1.129,2	- 2.027,9	-3.486,8	-8.991,9	- 12.308,1	- 30.929,7	-35.101,9	-43.076,3	-29.899,0	-13.224,6	-7.685,0	-19.709,3
4-Finansman (5+6+7+8+9+10+11)	138,7	265,3	1.129,2	2.027,9	3.486,8	8.991,9	12.308,1	30.929,7	35.101,9	43.076,3	29.899,0	13.224,5	7.685,0	19.709,3
5-Borçlanma (Net)	96,8	175,0	907,5	2.279,8	3.478,5	9.958,6	10.850,2	18.193,8	31.959,8	44.679,9	30.815,7	18.775,8	166,1	7.210,7
5.1. Dış Borçlanma (Net)	-77,1	-107,9	-158,8	-225,7	-1.111,7	218,2	2.042,6	-5.348,5	14.485,3	1.796,1	2.281,1	-2.627,0	-3.621,7	-5.153,7
5.2. İç Borçlanma (Net)	173,9	282,9	1.066,2	2.505,5	4.590,2	9.740,5	8.807,7	23.542,3	17.474,5	42.883,8	28.534,6	21.402,8	3.787,9	12.364,4
6- Devirli Ve Garantili Borç Geri Dönüşü	9,9	28,3	24,4	52,1	79,5	241,5	943,6	897,7	2.085,0	1.263,9	0,0	189,7	563,6	690,5
7- Kısa Vadeli Avans	51,9	94,7	229,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
8- TMSF'den Aktarmalar	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	1.215,4	84,5	97,2
9.Özelleştirme Gelirleri	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	3.551,5	10.551,0	8.986,8
10- Borç Verme**	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-919,4	0,0	0,0
11.Kasa/ Banka Ve Diğer İşlemler	-19,8	-32,7	-31,6	-304,0	-71,2	-1.208,3	514,3	11.838,1	1.057,2	-2.867,5	-916,7	-9.588,5	-3.680,1	2.724,0
12- Faiz Dışı Denge	147,5	261,8	264,1	42,8	2.373,2	1.569,2	7.175,0	12.026,1	11.780,6	18.404,8	24.310,8	32.265,1	37.254,2	27.093,0

* Gelirler toplamına, bütçe emanetler, diğer emanetler ve avanslar da dahil edilmiştir.

** Toprak Mahsulleri Ofisi'ne (TMO) ikrazen kullandırılan dış krediyi göstermektedir.

Kaynak: Hazine Müsteşarlığı (www.hazine.gov.tr).

TABLO 4: KAMU HARCAMALARININ GSMH'YE ORANLARI ve FAİZ DIŞI DENGE (%)

Yıllar	1990	1991	1992	1993	1994	1995	1996	1997	1998	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007
KONSOLİDE BÜTÇE HARCAMALARI	17,2	20,9	20,4	24,6	23,2	21,9	26,4	27,4	29,2	35,9	37,2	45,7	42,1	39,4	35,5	32,8	31	32,3
<i>Faiz Dışı Bütçe Harcamaları</i>	13,7	17,1	16,8	18,7	15,5	14,6	16,5	19,6	17,6	22,2	20,9	22,4	23,2	22,9	22,3	23,4	23	23,9
<i>Faiz Harcamaları</i>	3,5	3,8	3,7	5,8	7,7	7,3	10,0	7,7	11,5	13,7	16,3	23,3	18,9	16,4	13,2	9,4	8	8,4
BÜTÇE DENGESİ	-3,0	-5,3	-4,3	-6,7	-3,9	-4,0	-8,2	-7,6	-7,1	-	11,7	-10,6	-16,5	-14,6	-11,3	-7,1	-1,7	-0,7
FAİZ DIŞI DENGE	0,5	-1,5	-0,6	-0,8	3,8	3,3	1,8	0,1	4,4	2,0	5,7	6,8	4,3	5,2	6,1	7,7	7,3	5,7

Kaynak: Maliye Bakanlığı (www.bumko.gov.tr)

TABLO 5: KAMU BORÇ STOĞU ve GSMH'YE ORANI (Milyon YTL, %).

YILLAR	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006
1- Toplam Kamu Borç Stoku (Brüt)	85.513	189.369	256.818	296.902	331.756	348.441	364.572
<i>İç Borç</i>	<i>54.152</i>	<i>125.458</i>	<i>154.798</i>	<i>201.319</i>	<i>233.864</i>	<i>257.535</i>	<i>267.263</i>
<i>Dış Borç</i>	<i>31.360</i>	<i>63.911</i>	<i>102.020</i>	<i>95.583</i>	<i>97.892</i>	<i>90.906</i>	<i>97.309</i>
2- Toplam Kamu Net Borç Stoku	71.681	159.575	215.681	250.846	274.403	269.123	259.178
<i>Net Dış Borç Stoku</i>	<i>23.762</i>	<i>66.235</i>	<i>88.360</i>	<i>78.321</i>	<i>74.844</i>	<i>41.426</i>	<i>30.173</i>
<i>Net İç Borç Stoku</i>	<i>47.919</i>	<i>93.341</i>	<i>127.321</i>	<i>172.526</i>	<i>199.559</i>	<i>227.697</i>	<i>229.005</i>
BORÇ STOKU/GSMH							
1- Toplam Kamu Borç Stoku (Brüt)	68,1%	107,3%	93,4%	83,2%	77,3%	71,6%	63,3%
<i>İç Borç</i>	<i>43,1%</i>	<i>71,1%</i>	<i>56,3%</i>	<i>56,4%</i>	<i>54,5%</i>	<i>52,9%</i>	<i>46,4%</i>
<i>Dış Borç</i>	<i>25,0%</i>	<i>36,2%</i>	<i>37,1%</i>	<i>26,8%</i>	<i>22,8%</i>	<i>18,7%</i>	<i>16,9%</i>
2- Toplam Kamu Net Borç Stoku	57,1%	90,4%	78,4%	70,3%	64,0%	55,3%	45,0%
<i>Net Dış Borç Stoku</i>	<i>18,9%</i>	<i>37,5%</i>	<i>32,1%</i>	<i>22,0%</i>	<i>17,4%</i>	<i>8,5%</i>	<i>5,2%</i>
<i>Net İç Borç Stoku</i>	<i>38,2%</i>	<i>52,9%</i>	<i>46,3%</i>	<i>48,4%</i>	<i>46,5%</i>	<i>46,8%</i>	<i>39,8%</i>
GSMH	125.596	176.484	275.032	356.681	428.932	486.401	575.784

Kaynak: T.C. Hazine Müsteşarlığı (www.hazine.gov.tr).

TABLO 6: DÜNYA BANKASI VERİLERİNE GÖRE, TÜRKİYE’NİN DIŞ BORÇ TUTARLARI (MİLYON DOLAR)

Yıllar	Toplam Dış Borç Tutarı	Uzun Vadeli Borçlar	<i>Kamu ve Kamuca Garanti Edilen</i>	<i>Garanti Edilmeyen Özel Borç</i>	IMF Kredisi Kullanımı	Toplam Kısa Vadeli Dış Borç Tutarı
1980	19.119	15.575	15.040	535	1.054	2.490
1983	20.317	16.469	16.070	399	1.567	2.281
1984	21.601	16.994	16.569	425	1.426	3.180
1985	26.010	19.925	19.566	359	1.326	4.759
1986	32.842	25.408	24.905	503	1.085	6.349
1987	40.800	32.406	31.540	866	770	7.623
1988	40.827	34.112	33.577	535	299	6.417
1989	41.419	35.627	34.832	795	48	5.745
1990	49.149	39.649	38.595	1.054	0	9.500
1991	50.747	41.630	39.703	1.928	0	9.117
1992	56.451	43.791	40.360	3.431	0	12.660
1993	68.608	50.075	44.067	6.008	0	18.533
1994	66.255	54.601	48.443	6.159	344	11.310
1995	73.790	57.405	50.326	7.079	685	15.701
1996	79.829	61.822	48.404	13.418	662	17.345
1997	84.785	66.197	47.513	18.683	594	17.994
1998	97.143	75.538	50.197	25.340	388	21.217
1999	102.242	77.880	50.755	27.124	891	23.472
2000	117.431	84.342	56.514	27.828	4.176	28.912
2001	113.437	82.975	54.323	28.652	14.117	16.345
2002	131.556	94.277	61.823	32.455	22.086	15.192
2003*	145.700	122.600	-	-	-	23.000

Kaynak: The World Bank, Country Tables.

(*) The World Bank, Global Development Finance 2005.

TABLO 7: DIŞ BORÇLARIN VADELERİNE GÖRE DAĞILIMI (%).

Yıllar	Toplam Dış Borç Tutarı	Uzun Vadeli Borçlar	Kamu ve Kamu Garantili	Garanti Edilmeyen Özel Borç	IMF Kredisi	Toplam Kısa Vadeli
1980	100,00	81,46	78,67	2,80	5,51	13,02
1983	100,00	81,06	79,10	1,96	7,71	11,23
1984	100,00	78,67	76,70	1,97	6,60	14,72
1985	100,00	76,61	75,22	1,38	5,10	18,30
1986	100,00	77,36	75,83	1,53	3,30	19,33
1987	100,00	79,43	77,30	2,12	1,89	18,68
1988	100,00	83,55	82,24	1,31	0,73	15,72
1989	100,00	86,02	84,10	1,92	0,12	13,87
1990	100,00	80,67	78,53	2,14	0,00	19,33
1991	100,00	82,03	78,24	3,80	0,00	17,97
1992	100,00	77,57	71,50	6,08	0,00	22,43
1993	100,00	72,99	64,23	8,76	0,00	27,01
1994	100,00	82,41	73,12	9,30	0,52	17,07
1995	100,00	77,80	68,20	9,59	0,93	21,28
1996	100,00	77,44	60,63	16,81	0,83	21,73
1997	100,00	78,08	56,04	22,04	0,70	21,22
1998	100,00	77,76	51,67	26,09	0,40	21,84
1999	100,00	76,17	49,64	26,53	0,87	22,96
2000	100,00	71,82	48,13	23,70	3,56	24,62
2001	100,00	73,15	47,89	25,26	12,44	14,41
2002	100,00	71,66	46,99	24,67	16,79	11,55

Kaynak: The World Bank, Country Tables.

TABLO 8: DIŞ BORÇ STOKUNUN YÜZDE DAĞILIMI (%)

Yıllar	Kısa Vadeli Dış Borçlar	Orta-Uzun Vadeli Dış Borçlar	Kamu	TCMB	Özel
1990	18,14	81,86	63,51	15,91	20,58
1991	17,00	83,00	65,26	13,44	21,30
1992	21,61	78,39	61,57	11,47	26,96
1993	26,20	73,80	56,13	10,33	33,54
1994	16,28	83,72	60,70	14,22	25,08
1995	20,41	79,59	54,97	16,01	29,01
1996	21,50	78,50	50,63	15,59	33,79
1997	21,00	79,00	46,20	13,96	39,84
1998	21,58	78,42	41,28	13,48	45,24
1999	22,23	77,77	41,24	10,66	48,10
2000	23,88	76,12	41,03	11,88	47,09
2001	14,44	85,56	40,61	21,43	37,97
2002	12,61	87,39	48,87	16,89	34,23
2003	15,87	84,13	47,93	16,80	35,27
2004	20,07	79,93	45,51	13,19	41,30
2005	22,00	78,00	40,40	9,10	50,50
2006	20,30	79,70	33,60	7,60	58,80
2007 Q1	17,30	82,70	33,60	7,30	59,20

Kaynak: Hazine Müsteşarlığı (www.hazine.gov.tr)

TABLO 9: TÜRKİYE’NİN DIŞ BORÇ STOKLARI (MİLYON ABD DOLARI)

Yıllar	TOPLAM DIŞ BORÇ STOKU	KISA VADELİ DIŞ BORÇLAR	ORTA- UZUN VADELİ DIŞ BORÇLAR	KAMU	Kısa	Uzun	TCMB	Kısa	Uzun	ÖZEL	Kısa	Uzun
1990	52.381	9.500	42.881	33.265	-	33.265	8.334	855	7.479	10.782	8.645	2.137
1991	53.626	9.117	44.509	34.999	-	34.999	7.207	557	6.650	11.420	8.560	2.860
1992	58.597	12.660	45.937	36.076	-	36.076	6.722	572	6.150	15.800	12.088	3.712
1993	70.512	18.473	52.039	39.575	-	39.575	7.285	667	6.618	23.652	17.806	5.846
1994	68.706	11.187	57.519	41.705	-	41.705	9.769	828	8.941	17.231	10.359	6.872
1995	75.949	15.500	60.449	41.753	-	41.753	12.163	993	11.170	22.033	14.507	7.526
1996	79.386	17.072	62.314	40.192	-	40.192	12.373	984	11.389	26.821	16.088	10.733
1997	84.235	17.691	66.544	38.918	54	38.864	11.757	889	10.868	33.560	16.748	16.812
1998	96.264	20.774	75.490	39.737	-	39.737	12.978	905	12.073	43.549	19.869	23.680
1999	103.126	22.921	80.205	42.526	-	42.526	10.998	686	10.312	49.602	22.235	27.367
2000	118.508	28.301	90.207	48.626	1.000	47.626	14.082	653	13.429	55.801	26.648	29.153
2001	113.592	16.403	97.189	47.129	1.019	46.110	24.351	752	23.599	42.112	14.632	27.480
2002	129.671	16.424	113.247	64.534	915	63.619	22.003	1.655	20.348	43.135	13.854	29.281
2003	144.266	23.013	121.253	70.844	1.341	69.503	24.373	2.860	21.513	49.049	18.812	30.137
2004	160.760	31.880	120.880	75.668	1.840	73.828	21.410	3.287	18.123	63.682	26.753	36.929
2005	168.716	37.103	131.613	70.414	2.133	68.280	15.425	2.763	12.662	82.877	32.207	50.670
2006	205.548	41.803	165.194	71.590	1.750	69.840	15.678	2.563	13.115	118.280	36.041	82.239
2007	247.200	41.803	205.397	73.359	2.164	71.195	15.801	2.164	13.519	158.039	37.357	120.682

Kaynak: Hazine Müsteşarlığı (www.hazine.gov.tr)

TABLO 10: TÜRKİYE’İN DİŞ BORÇ STOKUNUN DAĞILIMI (%)

Yıllar	TOPLAM DİŞ BORÇ STOKU	KISA VADELİ DİŞ BORÇLAR	ORTA- UZUN VADELİ DİŞ BORÇLAR	KAMU	Kısa	Uzun	TCMB	Kısa	Uzun	ÖZEL	Kısa	Uzun
1990	100,0	18,1	81,9	63,5	0,0	63,5	15,9	1,6	14,3	20,6	16,5	4,1
1991	100,0	17,0	83,0	65,3	0,0	65,3	13,4	1,0	12,4	21,3	16,0	5,3
1992	100,0	21,6	78,4	61,6	0,0	61,6	11,5	1,0	10,5	27,0	20,6	6,3
1993	100,0	26,2	73,8	56,1	0,0	56,1	10,3	0,9	9,4	33,5	25,3	8,3
1994	100,0	16,3	83,7	60,7	0,0	60,7	14,2	1,2	13,0	25,1	15,1	10,0
1995	100,0	20,4	79,6	55,0	0,0	55,0	16,0	1,3	14,7	29,0	19,1	9,9
1996	100,0	21,5	78,5	50,6	0,0	50,6	15,6	1,2	14,3	33,8	20,3	13,5
1997	100,0	21,0	79,0	46,2	0,1	46,1	14,0	1,1	12,9	39,8	19,9	20,0
1998	100,0	21,6	78,4	41,3	0,0	41,3	13,5	0,9	12,5	45,2	20,6	24,6
1999	100,0	22,2	77,8	41,2	0,0	41,2	10,7	0,7	10,0	48,1	21,6	26,5
2000	100,0	23,9	76,1	41,0	0,8	40,2	11,9	0,6	11,3	47,1	22,5	24,6
2001	100,0	14,4	85,6	41,5	0,9	40,6	21,4	0,7	20,8	37,1	12,9	24,2
2002	100,0	12,7	87,3	49,8	0,7	49,1	17,0	1,3	15,7	33,3	10,7	22,6
2003	100,0	16,0	84,0	49,1	0,9	48,2	16,9	2,0	14,9	34,0	13,0	20,9
2004	100,0	19,8	75,2	47,1	1,1	45,9	13,3	2,0	11,3	39,6	16,6	23,0
2005	100,0	22,0	78,0	41,7	1,3	40,5	9,1	1,6	7,5	49,1	19,1	30,0
2006	100,0	20,3	80,4	34,8	0,9	34,0	7,6	1,2	6,4	57,5	17,5	40,0
2007	100,0	16,9	83,1	29,7	0,9	28,8	6,4	0,9	5,5	63,9	15,1	48,8

Kaynak: Hazine Müsteşarlığı (www.hazine.gov.tr).

TABLO 11 : GSMH VE TOPLAM DIŞ BORÇ ARTIŞ ORANLARI (Milyon ABD Doları, %).

Yıllar	GSMH (Milyon \$)	GSMH'nin Artış Oranı (%)	Toplam Dış Borç Stoku (Milyon \$)	Dış Borçların Artış Oranı (%)	Dış Borçların GSMH'ye Oranı (%)
1990	150.758	100,0	52.381	100,0	34,7
1991	150.168	99,6	53.626	102,4	35,7
1992	158.122	105,3	58.597	109,3	37,1
1993	178.715	113,0	70.512	120,3	39,5
1994	132.302	74,0	68.706	97,4	51,9
1995	170.081	128,6	75.949	110,5	44,7
1996	183.601	107,9	79.386	104,5	43,2
1997	192.383	104,8	84.235	106,1	43,8
1998	206.552	107,4	96.264	114,3	46,6
1999	185.267	89,7	103.126	107,1	55,7
2000	200.002	108,0	118.508	114,9	59,3
2001	196.736	98,4	113.592	95,9	57,7
2002	230.494	117,2	129.671	114,2	56,3
2003	304.901	132,3	144.266	111,3	47,3
2004	390.387	128,0	160.760	111,4	41,2
2005	481.497	123,3	168.716	104,9	35,0
2006	526.429	109,3	205.548	121,8	39,0
2007	658.786	125,1	247.200	120,3	37,5

Kaynak: Hazine Müsteşarlığı (www.hazine.gov.tr)

TABLO 12: ULUSLARARASI PARA FONU'NDAN SAĞLANAN FİNANSMAN (Milyon ABD Doları)*.

Yıllar	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	TOPLAM
I. Kullanım	800	3.415	11.179	13.499	1.770	1.233	2.380	3.007	1.184	44.923
II. Borç Servisi	300	137	1.517	7.537	2.768	5.909	8.447	8.478	5.912	44.923
Anapara	288	85	1.090	6.684	1.819	4.905	7.527	7.661	5.331	38.201
Faiz	11	52	426	853	949	1.005	920	817	581	6.092
III. Net Kullanım (I-II)	501	3.278	9.662	5.962	-998	-4.677	-6.067	-5.471	-4.727	630
IV. Faiz Hariç Net Kullanım	512	3.329	10.088	6.815	-49	-3.672	-5.147	-4.146	-4.146	6.723
V. IMF Borç Stoğu (Dönem Sonu)	891	4.174	14.117	22.086	24.092	21.507	14.646	10.762	7.158	...

Kaynak: Hazine Müsteşarlığı (www.hazine.gov.tr).

TABLO 13: ALACAKLILARA GÖRE DIŞ BORÇ STOKU (ESKİ SERİ) (MİLYON ABD DOLARI)

YILLAR	1980	1981	1982	1983	1984	1985	1986	1987	1988	1989	1990	1991	1992	1993	1994	1995
ORTA-UZUN VADE	13.229	14.448	16.094	16.138	17.643	20.901	25.857	32.703	34.305	36.006	39.535	41.372	42.932	48.823	54.291	57.577
Uluslar arası Kuruluşlar	3.299	4.037	4.753	3.823	5.074	6.295	7.827	9.778	9.192	8.740	9.564	10.069	9.160	8.674	9.183	9.081
- Uluslararası Para Fonu	1.055	1.322	1.455	1.447	1.484	1.326	1.085	770	299	48	0	0	0	0	344	573
- Dünya Bankası	1.529	1.902	2.355	1.447	2.586	3.649	4.908	6.529	6.421	6.139	6.435	6.540	5.761	5.440	5.380	5.191
- Avrupa Yatırım Bankası	447	416	458	430	394	451	568	672	583	561	604	602	463	250	264	86
Avrupa Konseyi -- Sosyal Kalkınma Fonu	253	300	411	452	554	815	1.215	1.757	1.836	1.918	2.439	2.859	2.880	2.952	3.065	3.114
- İslam Kalkınma Bankası	0	45	15	5	12	12	12	15	22	51	68	54	40	15	117	108
- Petrol İhraç Edilen Ülkeler Birliği Fonu	15	40	40	40	40	35	30	25	20	15	10	5	3	2	0	0
- Uluslararası Tarımsal Kalkınma Fonu	0	13	19	2	4	7	9	10	11	10	8	9	13	15	13	9

İkili Anlaşmalar	5.957	6.737	7.409	7.700	7.384	8.377	9.885	11.759	11.382	11.431	12.984	14.587	15.035	18.153	20.678	21.558
-OECD Ülkeleri	5.957	6.737	7.409	6.548	5.984	6.623	8.006	9.930	10.038	9.992	11.652	13.169	13.542	16.607	19.001	19.552
- OPEC Ülkeleri	-	-	-	575	761	914	999	1.038	886	697	564	438	363	317	236	247
- Diğer Ülkeler	-	-	-	577	639	840	880	791	458	742	768	980	1.130	1.229	1.441	1.759
Ticari Bankalar	3.173	3.074	3.182	3.502	3.504	4.054	4.630	5.722	5.570	5.043	4.843	4.309	3.640	3.083	2.325	2.346
Tahvil İhraçları	-	-	-	5	5	48	217	712	3.321	5.226	5.877	6.683	9.316	12.623	13.788	14.186
Özel Alacaklılar	800	600	750	1.108	1.676	2.127	3.298	4.732	4.840	5.566	6.267	5.724	5.781	6.290	8.317	10.406
KISA VADE	2.505	2.179	1.764	2.281	3.180	4.759	6.349	7.623	6.417	5.745	9.500	9.117	12.660	18.533	11.310	15.701
Ticari Banka Kredileri	-	-	-	486	1.006	1.495	2.673	3.725	2.950	1.841	3.845	4.144	6.490	9.526	2.901	4.263
Özel Kesim Kredileri	-	-	-	1.795	2.174	3.264	3.676	3.898	3.467	3.904	5.655	4.973	6.170	9.007	8.409	11.438

Kaynak: Hazine Müsteşarlığı (www.hazine.gov.tr)

TABLO 14: ALACAKLIYA GÖRE DIŞ BORÇ STOKU (YENİ SERİ) (MİLYON ABD DOLARI)

	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007
TOPLAM	113.592	129.671	144.266	160.760	168.716	205.548	247.200
BORÇ	92.560	106.076	117.154	130.681	137.155	169.201	208.456
KISA VADELİ BORÇLAR	16.403	16.424	23.013	31.880	37.103	40.354	41.803
ÖZEL ALACAKLILAR	16.403	16.424	23.013	31.880	37.103	40.354	41.803
PARASAL KURULUŞLAR	7.775	5.187	8.260	12.661	16.363	18.598	15.147
PARASAL OLMAYAN KURULUŞLAR	8.628	11.237	14.753	19.219	20.740	21.756	26.656
RESMİ ALACAKLILAR	0	0	0	0	0	0	0
UZUN VADELİ BORÇLAR	76.157	89.652	94.141	98.801	100.052	128.847	166.653
ÖZEL ALACAKLILAR	45.615	49.769	51.640	57.801	68.097	99.734	138.703
PARASAL KURULUŞLAR	31.724	32.813	33.052	38.283	49.205	78.740	115.945
KIYI BANKALARI	731	1.022	1.583	2.785	4.081	6.155	9.634
TİCARİ BANKALAR	27.657	28.500	28.549	32.799	42.062	67.741	100.012
ÖZEL YATIRIM VE KALKINMA BANKALARI	16	0	0	0	28	32	53
BANKACILIK DIŞI FİNANSMAN KURULUŞLARI	3.319	3.290	2.920	2.699	3.034	4.812	6.246
PARASAL OLMAYAN KURULUŞLAR	13.891	16.956	18.588	19.518	18.892	20.994	22.758
RESMİ ALACAKLILAR	30.542	39.883	42.501	41.000	31.955	29.113	27.950
HÜKÜMET KURULUŞLARI	8.404	8.996	9.218	8.650	6.947	6.485	6.188
MERKEZ BANKALARI	0	0	0	0	0	0	0
MERKEZİ HÜKÜMETLER	2.537	2.446	2.177	1.831	1.370	1.138	812
RESMİ KALKINMA BANKALARI	4.874	5.429	5.712	5.395	4.401	4.091	4.071
KAMU FİNANSMAN KURULUŞLARI	992	1.121	1.329	1.424	1.177	1.256	1.305
ULUSLARARASI KURULUŞLAR	22.138	30.887	33.283	32.350	25.009	22.628	21.762
IMF-ULUSLARARASI PARA FONU	14.097	22.009	24.004	21.440	14.647	10.759	7.144
<i>Hazine IMF Kredileri</i>	454	13.941	16.732	18.445	14.647	10.759	7.144
<i>Merkez Bankası IMF Kredileri</i>	13.643	8.068	7.272	2.995	0	0	0
IBRD- DÜNYA BANKASI	4.708	5.369	5.215	6.153	5.830	6.855	7.480
DİĞER ULUSLARARASI KURULUŞLAR	3.333	3.509	4.064	4.757	4.532	5.014	7.138
TAHVİL *	21.031	23.595	27.112	30.079	31.560	36.347	38.744

Kaynak: Hazine Müsteşarlığı (www.hazine.gov.tr)

TABLO 15: DIŞ BORCUN ALACAKLILARA GÖRE DAĞILIMI (%)

	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007
TOPLAM	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0
BORÇ	81,5	81,8	81,2	81,3	81,3	82,3	84,3
KISA VADELİ BORÇLAR	14,4	12,7	16,0	19,8	22,0	19,6	16,9
ÖZEL ALACAKLILAR	14,4	12,7	16,0	19,8	22,0	19,6	16,9
PARASAL KURULUŞLAR	6,8	4,0	5,7	7,9	9,7	9,0	6,1
PARASAL OLMAYAN KURULUŞLAR	7,6	8,7	10,2	12,0	12,3	10,6	10,8
RESMİ ALACAKLILAR	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
UZUN VADELİ BORÇLAR	67,0	69,1	65,3	61,5	59,3	62,7	67,4
ÖZEL ALACAKLILAR	40,2	38,4	35,8	36,0	40,4	48,5	56,1
PARASAL KURULUŞLAR	27,9	25,3	22,9	23,8	29,2	38,3	46,9
KIYI BANKALARI	0,6	0,8	1,1	1,7	2,4	3,0	3,9
TİCARİ BANKALAR	24,3	22,0	19,8	20,4	24,9	33,0	40,5
ÖZEL YATIRIM VE KALKINMA BANKALARI	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
BANKACILIK DIŞI FİNANSMAN KURULUŞLARI	2,9	2,5	2,0	1,7	1,8	2,3	2,5
PARASAL OLMAYAN KURULUŞLAR	12,2	13,1	12,9	12,1	11,2	10,2	9,2
RESMİ ALACAKLILAR	26,9	30,8	29,5	25,5	18,9	14,2	11,3
HÜKÜMET KURULUŞLARI	7,4	6,9	6,4	5,4	4,1	3,2	2,5
MERKEZ BANKALARI	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
MERKEZİ HÜKÜMETLER	2,2	1,9	1,5	1,1	0,8	0,6	0,3
RESMİ KALKINMA BANKALARI	4,3	4,2	4,0	3,4	2,6	2,0	1,6
KAMU FİNANSMAN KURULUŞLARI	0,9	0,9	0,9	0,9	0,7	0,6	0,5
ULUSLARARASI KURULUŞLAR	19,5	23,8	23,1	20,1	14,8	11,0	8,8
IMF-ULUSLARARASI PARA FONU	12,4	17,0	16,6	13,3	8,7	5,2	2,9
<i>Hazine IMF Kredileri</i>	0,4	10,8	11,6	11,5	8,7	5,2	2,9
<i>Merkez Bankası IMF Kredileri</i>	12,0	6,2	5,0	1,9	0,0	0,0	0,0
IBRD-ULUSLARARASI İMAR VE KALKINMA BANKASI	4,1	4,1	3,6	3,8	3,5	3,3	3,0
DİĞER ULUSLARARASI KURULUŞLAR	2,9	2,7	2,8	3,0	2,7	2,4	2,9
TAHVİL *	18,5	18,2	18,8	18,7	18,7	17,7	15,7

Kaynak: Hazine Müsteşarlığı (www.hazine.gov.tr).

TABLO 16 : DIŞ BORCUN BORÇLULARA GÖRE DAĞILIMI (%)

YILLAR	1990	1991	1992	1993	1994	1995	1996	1997	1998	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006
TOPLAM DIŞ BORÇ STOKU	100	100	100	100	100	100	100	100	100	100	100	100	100	100	100	100	100
KISA VADELİ DIŞ BORÇLAR	18,14	17,00	21,61	26,20	16,28	20,41	21,50	21,00	21,58	22,23	23,88	14,44	12,61	15,87	20,07	22,47	20,27
KAMU	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,06	0,00	0,00	0,84	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
TCMB	1,63	1,04	0,98	0,95	1,21	1,31	1,24	1,06	0,94	0,67	0,55	0,66	1,27	1,97	2,03	1,62	1,24
TCMB Kredileri	0,31	0,01	0,01	0,00	0,01	0,03	0,05	0,04	0,01	0,01	0,02	0,02	0,01	0,01	0,00	0,00	0,00
Kredi Mektuplu DTH	1,33	1,03	0,97	0,94	1,20	1,28	1,19	1,02	0,93	0,66	0,53	0,64	1,26	1,96	2,03	1,62	1,24
ÖZEL	16,50	15,96	20,63	25,25	15,08	19,10	20,27	19,88	20,64	21,56	22,49	13,77	11,34	13,90	18,05	20,84	19,03
Bankalar	10,26	9,73	12,21	15,78	6,82	8,77	10,61	10,09	11,59	12,77	14,26	7,04	4,87	6,68	8,96	10,46	9,56
Diğer Sektörler	6,25	6,24	8,42	9,47	8,26	10,33	9,66	9,79	9,05	8,79	8,23	6,74	6,47	7,21	9,09	10,39	9,47
ORTA-UZUN VADELİ DIŞ BORÇLAR	81,86	83,00	78,39	73,80	83,72	79,59	78,50	79,00	78,42	77,77	76,12	85,56	87,39	84,13	79,93	77,53	79,73
KAMU	63,51	65,26	61,57	56,13	60,70	54,97	50,63	46,14	41,28	41,24	40,19	40,61	48,87	47,93	45,51	39,83	33,65
GENEL YÖNETİM	53,58	54,97	52,52	48,32	53,45	49,41	45,57	41,09	36,84	36,28	35,60	36,07	45,22	44,94	43,22	38,29	32,69
Merkezi Yönetim	49,69	50,88	48,47	44,59	48,62	44,63	40,92	37,46	33,71	33,58	33,34	34,11	43,62	43,69	42,28	37,57	32,09
(Hazine)	49,69	50,86	48,43	44,41	48,42	44,47	40,79	37,36	33,63	33,53	33,30	34,08	43,60	43,68	42,28	37,57	32,09
Mahalli İdareler	1,79	1,96	2,46	2,61	3,61	3,39	3,23	2,62	2,40	2,12	1,79	1,50	1,12	0,89	0,68	0,53	0,48
Fonlar	2,09	2,13	1,59	1,11	1,22	1,39	1,42	1,00	0,74	0,57	0,46	0,46	0,48	0,37	0,26	0,19	0,12
FİNANSAL KURULUŞLAR	2,49	3,22	3,17	2,60	2,21	1,77	1,49	1,58	1,38	1,70	1,44	1,32	0,76	0,53	0,40	0,11	0,22
FİNANSAL OLMAYAN KURULUŞLAR	7,43	7,07	5,88	5,20	5,04	3,80	3,57	3,47	3,06	3,25	3,15	3,22	2,90	2,46	1,89	1,43	0,74
KİT'ler	7,31	6,67	5,56	4,97	4,84	3,62	3,32	3,23	2,82	3,03	2,96	3,02	2,73	2,28	1,75	1,33	0,69
Diğer	0,13	0,40	0,32	0,23	0,20	0,18	0,24	0,23	0,24	0,23	0,19	0,19	0,17	0,18	0,14	0,10	0,05

TCMB	14,28	12,40	10,49	9,39	13,01	14,71	14,35	12,90	12,54	10,00	11,33	20,76	15,62	14,83	11,16	7,44	6,32
TCMB Kredileri	2,34	1,75	0,65	0,48	0,92	1,02	0,84	0,71	0,41	0,38	3,13	12,01	6,20	5,01	1,85	0,00	0,00
Kredi Mektuplu DTH	11,94	10,65	9,85	8,91	12,09	13,69	13,50	12,19	12,13	9,62	8,21	8,76	9,43	9,81	9,32	7,44	6,32
ÖZEL	4,08	5,33	6,33	8,29	10,00	9,91	13,52	19,96	24,60	26,54	24,60	24,19	22,89	21,37	23,25	30,26	39,77
FİNANSAL KURULUŞLAR																	
Bankalar	1,79	2,18	1,94	2,49	2,41	2,49	4,23	6,57	7,15	7,25	6,40	4,21	3,56	3,49	5,11	8,92	13,89
Bankacılık Dışı	1,73	2,05	1,72	1,84	1,55	1,48	2,86	4,46	4,44	4,62	3,84	2,83	2,32	2,17	3,54	7,11	10,64
FİNANSAL OLMAYAN KURULUŞLAR																	
	2,29	3,16	4,39	5,80	7,59	7,42	9,29	13,39	17,45	19,28	18,20	19,98	19,33	17,88	18,14	21,34	25,88

Kaynak: Hazine Müsteşarlığı (www.hazine.gov.tr).

TABLO 17. BORÇLULARA GÖRE KAMU DIŞ BORÇ STOĞU (Milyon ABD Doları).

	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007
KISA VADELİ BORÇLAR	1.019	915	1.341	1.840	2.133	1.750	2.164
GENEL YÖNETİM	0	0	0	0	0	0	0
FİNANSAL KURULUŞLAR	1.019	915	1.341	1.815	1.733	1.555	2.164
FİNANSAL OLMAYAN KURULUŞLAR	0	0	0	25	400	195	0
UZUN VADELİ BORÇLAR	46.110	63.619	69.503	73.828	68.280	69.840	71.195
GENEL YÖNETİM	40.961	58.855	65.161	70.114	65.921	67.850	68.739
Merkezi Yönetim	38.729	56.773	63.346	68.583	64.643	66.576	67.115
Mahalli İdareler	1.709	1.460	1.281	1.113	961	1.027	1.439
Fonlar	522	621	534	418	318	247	185
FİNANSAL KURULUŞLAR	1.495	984	765	656	320	493	540
Bankalar	1.495	984	765	656	320	493	540
Bankacılık Dışı	0	0	0	0	0	0	0
FİNANSAL OLMAYAN KURULUŞLAR	3.654	3.780	3.577	3.058	2.039	1.497	1.916
KİT'ler	3.435	3.561	3.313	2.840	1.894	1.390	1.803
Diğer	219	219	264	218	145	107	113
TOPLAM	47.129	64.534	70.844	75.668	70.414	71.590	73.359

Kaynak: Hazine Müsteşarlığı (www.hazine.gov.tr).

TABLO 18 : DIŞ BORÇLARIN DÖVİZ KOMPOZİSYONU (%).

	1996	1997	1998	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007
USD	37,7	46,4	48,4	52,8	54,3	50,4	46,8	45,5	48,6	54,4	55,3	55,5
DEM	32,7	34,0	35,2	26,7	19,5	0,7	0	0	0	0	0	0
EUR/ECU	2,0	1,6	1,5	7,1	12,5	30,1	30,6	33,3	33,9	32	32,4	34,8
SDR	0,8	0,7	0,4	0,9	3,5	12,4	17,0	16,6	13,3	8,7	5,2	2,9
CHF	1,8	1,5	1,3	0,9	0,7	0,6	0,6	0,6	0,6	0,5	0,5	0,4
GBP	1,1	1,0	0,9	0,8	0,7	0,6	0,6	0,4	0,4	0,3	0,4	0,4
JPY	14,1	10,7	8,3	7,8	6,3	4,6	4,1	3,1	2,1	1,7	1,3	1,1
FRF	1,7	1,4	1,4	1,1	0,9	0	0	0	0	0	0	0
NLG	1,1	1,0	1,0	0,7	0,5	0	0	0	0	0	0	0
DİĞER / OTHER (USD)	6,9	1,7	1,6	1,3	1,1	0,5	0,4	0,4	1,0	2,5	4,9	4,9
TOPLAM / TOTAL	100	100	100	100	100	100	100	100	100	100	100	100

Kaynak: Hazine Müsteşarlığı (www.hazine.gov.tr)

TABLO 19: DIŞ BORÇLARIN DÖVİZ KOMPOZİSYONU VE KUR ETKİSİ (Milyon \$)

	1996- 1997	1997- 1998	1998- 1999	1999- 2000	2000- 2001	2001- 2002	2002- 2003	2003- 2004	2004- 2005	2005- 2006	2006- 2007
USD	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
DEM	-3.421	2.092	-4.845	-2.270	-1.007	149	0	0	0	0	0
EUR/ECU	-170	89	-212	-601	-642	6.255	7.936	4.262	-7.123	6.081	8.640
SDR	-40	25	-10	-45	-153	1.122	2.045	1.097	-1.646	765	410
CHF	-97	80	-175	-27	-18	140	84	86	-143	69	76
GBP	-16	8	-27	-67	-19	77	78	52	-67	81	18
JPY	-1.176	1.126	1.008	-754	-1.030	506	612	140	-401	-32	158
FRF	-171	87	-197	-98	-44	4	0	0	0	0	0
NLG	-122	61	-138	-58	-27	4	0	0	0	0	0
DİĞER (USD)	-415	49	-83	-46	-22	28	15	8	-9	-55	1.942
TOPLAM / TOTAL	-5.627	3.616	-4.680	-3.967	-2.962	8.285	10.770	5.644	-9.390	6.908	11.244

Kaynak: Hazine Müsteşarlığı (www.hazine.gov.tr).

TABLO 20: TÜRKİYE’NİN KREDİ NOTU

Yıllar	Standard & Poor’s	Moody’s	Fitch	JCR
2003	B+ (durağan)	B1 (durağan)	B (pozitif)	B+ (durağan)
2004	BB- (durağan)	B1 (durağan)	B+ (pozitif)	B+ (pozitif)
2005	BB- (durağan)	Ba3 (durağan)	BB- (pozitif)	BB- (pozitif)
2006	BB (durağan)	Ba3 (durağan)	BB- (pozitif)	BB- (pozitif)
2007*	BB (durağan)	Ba3 (durağan)	BB- (pozitif)	BB- (pozitif)

* 10.05.2007 tarihi itibariyle.

Kaynak: Kamu Borç Yönetimi Raporu (Temmuz 2007).

TABLO 21: HAZİNE GARANTİLİ DIŞ BORÇ STOKU (Milyon ABD Doları, %)

	2000	Payı*	2001	Payı*	2002	Payı*	2003	Payı*	2004	Payı*	2005	Payı*	2006	Payı*	2007/ Q1	Payı*
Kamu	6.667	99,05	6.054	99,08	6.102	97,17	5.499	94,06	4.487	84,79	3.159	73,19	2.246	53,34	2.157	51,41
Genel Yönetim	2.669	39,65	2.222	36,37	2.067	32,91	1.803	30,84	1.495	28,25	1.098	25,44	957	22,73	914	21,78
<i>Merkezi Yönetim</i>	45	0,67	35	0,57	25	0,40	15	0,26	5	0,09	0	0,00	0	0,00	0	0,00
<i>Mahalli İdareler</i>	2.075	30,83	1.665	27,25	1.421	22,63	1.254	21,45	1.072	20,26	780	18,07	710	16,86	674	16,06
<i>Fonlar</i>	549	8,16	522	8,54	621	9,89	534	9,13	418	7,90	318	7,37	247	5,87	240	5,72
Finansal Kuruluşlar*	410	6,09	344	5,63	439	6,99	413	7,06	306	5,78	186	4,31	79	1,88	63	1,50
<i>Kamu Bankaları</i>	410	6,09	344	5,63	439	6,99	413	7,06	306	5,78	186	4,31	79	1,88	63	1,50
Finansal Olmayan Kuruluşlar	3.587	53,29	3.488	57,09	3.595	57,25	3.282	56,14	2.687	50,77	1.874	43,42	1.210	28,73	1.180	28,12
<i>Kitler</i>	3.458	51,37	3.355	54,91	3.478	55,38	3.188	54,53	2.613	49,38	1.824	42,26	1.171	27,81	1.145	27,29
<i>Diğer (1)</i>	129	1,92	132	2,16	117	1,86	94	1,61	74	1,40	50	1,16	39	0,93	35	0,83
Özel	64	0,95	57	0,93	178	2,83	348	5,95	805	15,21	1.157	26,81	1.965	46,66	2.039	48,59
Finansal Kuruluşlar	64	0,95	57	0,93	178	2,83	348	5,95	805	15,21	995	23,05	1.433	34,03	1.538	36,65
<i>Bankalar</i>	64	0,95	57	0,93	178	2,83	348	5,95	805	15,21	995	23,05	1.433	34,03	1.538	36,65
Finansal Olmayan Kuruluşlar	0	0,00	0	0,00	0	0,00	0	0,00	0	0,00	161	3,73	532	12,63	501	11,94
<i>Şirketler</i>	0	0,00	0	0,00	0	0,00	0	0,00	0	0,00	161	3,73	532	12,63	501	11,94
Genel Toplam	6.731	100	6.110	100	6.280	100	5.846	100	5.292	100	4.316	100	4.211	100	4.196	100

Kaynak: Hazine Müsteşarlığı, www.hazine.gov.tr (* Hazine Garantili Dış Borçlar İçindeki Payı)