

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

TÜRKİYE'DE DIŞ BORÇ SORUNU

Borçlanma Stratejileri ve Borç Yönetimi

YÜKSEK LİSANS TEZİ

M. COŞKUN CANGÖZ

DANIŞMAN

PROF. DR. UĞUR KORUM

ANKARA, 1994

T.C. YÜKSEKÖĞRETİM KURULU
DOKÜMANTASYON MERKEZİ

A.Ü SOSYAL BİLİMLER ENSTİTÜSÜ

YÜKSEK LİSANS TEZ SAVUNMA TUTANAĞI

..... İktisat Anabilim Dalı yüksek lisans
encisi M. Coşkun Cangöz in, Türkiye'de Dış Borç
nu : Borçlanma Stratejileri ve Borç Yönetimi başlıklı tezini değerlendirmek üzere
evlendirilen jürimiz, Prof. Dr. Uğur Korum başkanlığında, 17 / 2 / 1995 günü
t 10.00 da Siyasal Bilgiler Fakültesi'nde toplandı.

Tezin ;

- a) Seksen Beş puan ile başarılı sayılmasına,
b) düzeltilmek üzere iadesine,
c) reddine,

Oybirliği/Oyçokluğu ile karar verildi.

Üye

Prof. Dr. Uğur Korum

Uğur Korum -

Üye

Prof. Dr. Bilsay Kuruç

Bilsay Kuruç

Üye

Prof. Dr. Gelik Aruoba

Gelik Aruoba

Ölçü

8521.2

1003

20 ŞUBAT 1995

ÖNSÖZ

Dış borçlanmanın iktisadi gündemde önemli bir tartışma konusu olduğu bir dönemde hazırlanan “Türkiye’de Dış Borç Sorunu: Borçlanma Stratejileri ve Borç Yönetimi” başlıklı bu yüksek lisans tezi, Türkiye’nin dış borçlarının genel bir analizini yapmakta, risk yönetim teknikleri ve etkili bir borçlanma politikası izlenerek borç yükünün azaltılabileceği savını araştırmaktadır.

Bu yüksek lisans tezinin oluşmasında, her aşamada yol göstererek, değerli katkılarda bulunan Prof. Dr. Uğur Korum’a, bu çalışmayı okuyarak ve yapıcı eleştirilerde bulunarak yardımlarını esirgemeyen Gonca Demirci Erdener’e, Hakan Mutluay’a ve Ufuk Hazirolan’a teşekkür ederim.

Ayrıca, eşim Özlem’e ve küçük Kayra’ya, bu çalışmanın hazırlanması aşamasında, büyük bir sabır ve anlayışla gösterdikleri özveriler için şükran borçluyum.

Ankara, 27 Ekim 1994

M. Coşkun CANGÖZ

İÇİNDEKİLER

Konu	Sayfa
GİRİŞ	1
1. TÜRKİYE'DE DIŞ BORÇLANMA.	6
1.1. DIŞ BORÇLARIN TARİHSEL GELİŞİMİ	6
1.1.1. 1950-1960 DÖNEMİ	6
1.1.2. 1960-1970 DÖNEMİ (PLANLI DÖNEM)	7
1.1.3. 1970-1980 DÖNEMİ	8
1.1.4 1980 SONRASI DÖNEM	9
1.2. DIŞ BORÇLARIN YAPISAL GELİŞİMİ	10
1.3. DIŞ BORÇLARIN MAKROEKONOMİK DENGELERLE İLİŞKİSİ	22
1.4. DIŞ BORÇ STOKUNUN KAYNAKLARININ ARAŞTIRILMASINA YÖNELİK BİR REGRESYON DENEMESİ	31
1.5. RASYO ANALİZİ VE DİĞER ÜLKELERLE KARŞILAŞTIRMALAR	41
1.5.1. DIŞ BORÇ GÖSTERGE ORANLARI	43
1.5.1.1 Toplam Dış Borç / GSMH	43
1.5.1.2 Toplam Dış Borç / İhracat	44
1.5.1.3. Toplam Dış Borç Servisi / İhracat	44
1.5.2. DIŞ BORÇ ANALİZ ORANLARI	46
1.5.2.1.Faiz Servisi / İhracat	46
1.5.2.2. Dış Kaynak İhtiyaç Oranı	49

1.5.2.3. Net Kaynak Transfer Oranı	50
1.5.2.4. Kısa Vadeli Dış Borç / Toplam Dış Borç	51
1.5.2.5. Uygun Koşullu Kredi / Toplam Dış Borç	52
1.5.2.6. Çok Taraflı Kredi / Toplam Dış Borç	52
1.5.2.7. Uluslararası Rezerv / Toplam Dış Borç	53
2. DIŞ BORÇ YÖNETİM TEKNİKLERİ VE BORÇLANMA STRATEJİSİ	54
2.1. BORÇ YÖNETİMİ	55
2.1.1. DIŞ BORÇ YÖNETİM ORGANİZASYONU	57
2.1.1.1. İstatistik Birimi	58
2.1.1.2. Kontrol Birimi	58
2.1.1.3. Dış Finansman Birimi	58
2.1.2. DIŞ BORÇ YÖNETİM TEKNİKLERİ	(59)
2.1.2.1. Nakit Yönetimi	59
2.1.2.1.1. Döviz Kompozisyonunun Belirlenmesi	60
2.1.2.1.2. Kur Riski	61
2.1.2.1.3. Arbitraj	64
2.1.2.2. Borç Yönetimi	64
2.1.2.2.1. Swap İşlemleri	66
2.1.2.2.2. Diğer İşlemler	(70)
2.2. BORÇLANMA STRATEJİLERİ	79
2.2.1. ULUSLARARASI PİYASALAR	79
2.2.1.1. Uluslararası Para Piyasaları	79
2.2.1.2. Uluslararası Tahvil Piyasaları	80

2.2.2. ULUSLARARASI PİYASALARDA	
KREDİLENDİRME VE KREDİ DEĞERLİLİĞİ	83
2.2.3. ULUSLARARASI KREDİ KURULUŞLARI	87
2.2.3.1. Uluslararası Para Fonu (IMF)	87
2.2.3.2. Uluslararası İmar ve Kalkınma Bankası	
Dünya Bankası (IBRD)	88
2.2.3.3. Uluslararası Kalkınma Birliği (IDA)	89
2.2.3.4. Uluslararası Finans Kurumu (IFC)	90
2.2.3.5. Avrupa Yatırım Bankası (EIB)	90
2.2.3.6. İslam Kalkınma Bankası (IDB)	91
2.2.3.7. Avrupa İmar ve Kalkınma Bankası (EBRD)	91
2.2.4. DEVLETLERARASI BORÇLANMALAR	
(HÜKÜMET KREDİLERİ)	91
3. TÜRKİYE'DE DIŞ BORÇ YÖNETİMİ	93
3.1. ULUSLARARASI PİYASALAR VE TÜRKİYE	95
3.2. TÜRKİYE'NİN BORÇLANMA STRATEJİSİ	(97)
3.3. TÜRKİYE'DE DIŞ BORÇ YÖNETİMİ	99
3.3.1. BORÇ YÖNETİMİNDE ÇAPRAZ KUR	
FAKTÖRÜ	103
3.3.2. BORÇ YÖNETİMİNDE FAİZ ORANLARI	
FAKTÖRÜ	108
3.3.3. BORÇ YÖNETİMİNDE DÖVİZ GELİR VE	
GİDERLERİNİN UYUMLULAŞTIRILMASI FAKTÖRÜ	109
3.3.4. BORÇ YÖNETİMİNDE ULUSLARARASI	
PİYASALARDAKİ GELİŞİMİN ETKİSİ	112

3.3.5. BORÇ YÖNETİMİNDE RİSK YÖNETİM

ARAÇLARININ KULLANILMASI

115

3.3.6. BORÇ YÖNETİMİNDE KULLANILABİLECEK

DİĞER YÖNTEMLER

120

SONUÇ

124

SUMMARY

128

EK 1

131

EK 2

134

KAYNAKÇA

140



TABLO DİZİNİ

	Sayfa
TABLO 1. Dış Borç Stokunun Borçlulara Göre Dağılımı	11
TABLO 2. Dış Borç Stokunun Alacaklılara Göre Dağılımı	13
TABLO 3. Dış Borç Stokunun Kredi Türlerine Göre Dağılımı	15
TABLO 4. Alacaklılara Göre Dış Borçların Ortalama Vadesi ve Sabit Faizi (Orta ve Uzun Vade)	18
TABLO 5. Borçlulara Göre Dış Borçların Ortalama Vadesi ve Sabit Faizi (Orta ve Uzun Vade)	19
TABLO 6. LIBOR Oranları	20
TABLO 7. Dış Borçların Döviz Kompozisyonu	21
TABLO 8. Çeşitli Ülkelerin Dış Gösterge Oranları	42
TABLO 9.1. Çeşitli Ülkelerin Dış Borç Analiz Oranları	47
TABLO 9.2. Çeşitli Ülkelerin Dış Borç Analiz Oranları	48
TABLO 10. Hedging Amacıyla Kullanılan Mali Araçlar	75
TABLO 11. Kredibilite Ratingleri	86
TABLO 12. Uluslararası Piyasalardan Tahvil Borçlanmaları	96
TABLO 13. Türkiye'nin Uluslararası Piyasalarda Yaptığı Swap İşlemleri	101
TABLO 14. Dış Borçların Döviz Kompozisyonu ve Kur Etkisi	105
TABLO 15. Dış Borç Yükü	107
TABLO 16. Döviz Cinsleri İtibariyle Öngörülen Orta ve Uzun Vadeli Dış Borç Geri Ödemeleri	109
TABLO 17. Türkiye'nin Seçilmiş Ülkelere İhracatı	110

TABLO 18. Türkiye’nin Seçilmiş Ülkelerden İthalatı	110
TABLO 19. Spot Kurlar ve Forward Kurlar	112
TABLO 20. ABD Doları Vadeli Faiz Oranları	113
TABLO 21. DM Vadeli Faiz Oranları	114
TABLO 22. JPY Vadeli Faiz Oranları	115
TABLO 23. Piyasaların Likiditesi	117



GİRİŞ

Gelişmekte olan ülkelerin giderek artan dış borçlarına paralel olarak, uluslararası finansmanın gündemdeki önemi de artmaya başlamıştır. Borçlu ülkelerin geri ödememe risklerinin ortaya çıkmasıyla gündeme gelen borç erteleme anlaşmaları, bu ülkelerin kullandıkları dış kaynakları hangi alanlara yönlendirdikleri ve nasıl yönettikleri sorusunu ön plana çıkarmıştır. Bu çerçevede konunun önemi Fransız iktisatçı Pascal Arnaud tarafından şu şekilde vurgulanmıştır⁽¹⁾:

Uluslararası finansman diğer finansman biçimlerinden farklıdır, zira çok değişik ülkelerdeki evrimle doğrudan ilgilidir. Bu yüzden de eğer gerilimler derinleşirse, dünya çapında bir krize neden olabilir.

Aşırı ve kontrolsüz borçlanmanın uluslararası ekonomik ve politik sisteme karşı oluşturduğu tehlike göz önüne alınarak, borçlu ülkelerin etkili bir borç yönetim mekanizması oluşturmaları ve bu çerçevede kullanacakları teknikler üzerine iktisat teorisinde geniş bir literatür oluşmuştur.

Bu çalışmaların büyük bir kısmı 1985 yılından sonra yapılmıştır. Sözkonusu çalışmaların ortak özelliği pek çoğunun, daha çok borç yönetim teknikleri üzerinde durması ve IMF ve Dünya Bankası tarafından desteklenmesidir. Bununla beraber daha çok, aynı bölge ya da aynı gelir grubu içinde yer alan ülkeleri kapsayan genel çalışmalar bulunurken, belirli ülkelere yönelik çalışmaların sayısı da azımsanmayacak düzeydedir.

Genel olarak borç yönetimi ve borçlanma stratejisi üzerine Dünya Bankası desteğiyle yapılan çalışmalara Balassa (1984), Smith ve Cuddington (1988), Husain ve Diwan (1989), Husain (1989), Fisher ve Husain (1990) sayılabilir⁽²⁾. IMF tarafından desteklenen çalışmalara ise, Mehran (1985), Frenkel, Dooley ve Wickham (1989) ve

¹ Arnaud (1992) sf. 10

² Husain ve Diwan'ın editörlüğünü yaptığı, Dünya Bankası Sempozyum bildirilerini toplayan "Dealing with the Debt Crisis", aynı şekilde Smith ve Cuddington'un editörlüğünde hazırlanan "International Debt and the Developing Countries" in yanı sıra, Balassa'nın "The Problem of the Debt in Developing Countries", Fisher ve Hussain'in "Managing the Debt Crisis in 1990s" ve Husain'in "Recent Experience in Debt Strategy" çalışmaları sayılabilir.

bu konuda hazırlanmış “IMF Occasional Paper”lar (1981,1989) örnek gösterilebilir⁽³⁾. Yukarıda sözü edilen yayınlar içinde genel olarak borç yönetimi ve borçlanma stratejileri üzerinde durulmakla beraber, Meksika, Güney Kore, Arjantin ve Brezilya gibi ülkelerle ilgili yapılmış analizler de yer almaktadır.

Bunun yanısıra, uluslararası literatürde bu konuda yazılmış yüzlerce makale bulunmaktadır. Bunlar arasında, Berckmans, Thyslemt, Vanregemorter ve Vuchelen (1984), Dooley, Helkie, Tryon ve Underwood (1986), Berg ve Sachs (1988), Leite ve Sundararajan (1990) ve Bajpai (1992) sayılabilir⁽⁴⁾.

Türkiye’de ise yukarıda sözü edilen ve ülke grupları içinde yapılanların yanında, özel olarak yapılan çalışmaların sayısı oldukça azdır. Türkiye’de yayınlanan çalışmalar genel olarak, dönemler itibariyle dış borçları incelemekte ve borçlanma politikaları üzerinde yapılan tartışmalardan oluşmaktadır. Bunların yanısıra, Türkiye’de borç yönetimi konusundaki en önemli iki çalışma, 1990 yılında Dünya Bankası tarafından yapılan ülke raporu⁽⁵⁾ ile Merih Celasun ve Dani Rodrik tarafından hazırlanan “Debt, Adjustment and Growth: Turkey” dir⁽⁶⁾. Her iki çalışma da esas olarak dış borç yapısını ele aldıktan sonra, borç yönetimine yönelik öneriler getirmektedir. Bunların ilki, daha çok borç bazında yapılan bazı analitik hesaplamalardan sonra, Dünya Bankası tarafından geliştirilen simulasyon modelleri kullanılarak üretilen çeşitli senaryolar eşliğinde borcun yönetimini öngörmektedir. İkinci çalışma ise, daha çok genel makroekonomik değişkenlerle dış borç verilerini karşılaştırarak, döviz girdi ve

³ IMF’in desteklediği çalışmalara, Mehran’ın bu konuda IMF Institute tarafından yapılan seminerdeki tebliğleri içeren ve önemli bir başvuru kaynağı olarak görülen “External Debt Management”, Frenkel, Dooley ve Wickham tarafından derlenen “Analytical Issues in Debt” sayılabilir.

⁴ Berckmans, Thyslemt, Vanregemorter ve Vuchelen “Debt Management in a Small Open Economy - A Theoretical and an Empirical Study for Belgium”, Dooley, Helkie, Tryon ve Underwood “An Analysis of External Debt Positions of Eight Developing Countries”, Berg ve Sachs “The Debt Crisis - Structural Explanations of Country Performance”, Leite ve Sundararajan “Issues in Interest Rate Management” Bajpai “Severely Indebted Low Income Countries Mounting External Debt and Servicing Burden”.

⁵ The World Bank “Turkey: Debt Management ve Borrowing Strategy under Macroeconomic Adjustment”

⁶ National Bureau of Economic Research’in (NBER) “Developing Country Debt and Economic Performance Vol.3” içinde yer almaktadır.

çıkartılmasının uyumlulaştırılmasına yönelik öneriler getirmiştir. Bu konuda son olarak yapılan çalışma, Türkmen Derdiyok'un 1994 yılında Hazine ve Dışticaret Müsteşarlığı tarafından yayınlanan doktora tezidir⁽⁷⁾. Bu tezde dış borçlanmanın idari, hukuki, mali ve ekonomik yapısı ele alınarak rasyo analizleri üzerinde durulmuş ve sonuç olarak, dış borç yönetiminde yapılması gerekli kurumsal düzenlemelerin neler olduğu belirlenmiştir.

Türkiye ile ilgili olarak yapılan çalışmalarda ortaya çıkan genel kanı, diğer gelişmekte olan ülkelerde olduğu gibi, yurtdışındaki sermaye birikiminin, hedeflenen hızlı kalkınmayı finanse edebilecek düzeyde olmadığı, bu nedenle gelişmiş ülkeler arasında yer alma hedefi doğrultusunda, asgari bir büyüme hızını sağlayacak uzun vadeli ve uygun koşullu kaynaklara ihtiyaç duyulduğu şeklinde oluşmaktadır. Uygulamada destek gören bu görüş doğrultusunda, ülkeye yabancı sermayenin girişinin teşvik edilmesinin yanısıra, dış borçlanma yoluyla da kaynak sağlanmaya çalışılmıştır. Ancak, yabancı sermaye girişi politik ve ekonomik bir takım önemli düzenlemeleri gerektirdiği gibi, burada güven ve istikrar unsuru da önem taşımaktadır. Şu halde, dış borçlanma kısa dönemde daha kolay ve elverişli bir kaynak olarak görülmektedir. Bununla beraber, plansız bir şekilde borçlanmaya gidilmesi ve etkin bir borç yönetiminin yapılmaması nedeniyle, Türkiye 1978-1980 döneminde dış borç erteleme anlaşmaları yapmak zorunda kalmıştır. Bu erteleme anlaşmalarının ardından, uluslararası kredibilitesini yeniden arttıran Türkiye, 1980'li yılların ikinci yarısından itibaren hükümet kredilerinin yanısıra, dünya piyasalarından da borçlanmaya başlamıştır. Borç stokunda ortaya çıkan bu artışa ve borçlanma metodlarındaki çeşitlenmeye bağlı olarak borç yönetimi de gündeme gelmiştir.

Etkili bir borç yönetimi ve borçlanma stratejisi izlenmesinde iki temel amaç bulunmaktadır. Bu amaçların ilki; mevcut borç stokunun, borçlanma ihtiyacının ve dolayısıyla borç yükünün kısmen de olsa azaltılmasıdır. İkincisi ise; mevcut borç

⁷ Derdiyok, "Türkiye'de Dış Borç Yönetimi" Gazi Üniversitesi, Sosyal Bilimler Enstitüsü doktora tezi.

stokunu, piyasalarda görülebilecek dalgalanmaların yol açabileceği risklerden koruyarak, borç geri ödemelerinde aşırı kur ve faiz riskine maruz kalmamaktır. Bu doğrultuda, bu yüksek lisans tezinde, çeşitli dış borç yönetim teknikleri kullanılarak sözkonusu amaçlara ulaşılabilmesi ve bu tekniklerin kullanılabilme olanakları araştırılmaktadır.

Bu çerçevede, birinci bölümde 1993 yılı itibariyle, GSMH'nin yüzde 40,6'sına ulaşan dış borç stoku ve toplam döviz gelirleri içinde, dış borç ödemeleri yüzde 25,2'lik bir yer tutan Türkiye'nin dış borçlarının, tarihsel ve yapısal gelişimi üzerinde durulmuştur. Daha sonra dış borçlar, 1950'li yıllardan başlayarak çeşitli dönemlere ayrılarak incelenmiş ve Türkiye'nin 1988-1993 dönemindeki dış borçlarının bir analizi yapılmıştır. İktisat teorisinde, dış borçların makroekonomik değişkenlerle etkileşiminin de incelendiği bu bölümde, dış borçlanmanın nedenlerinin ve bu şekilde elde edilen fonların kullanım alanlarının araştırılmasına yönelik olarak bir regresyon denemesine de yer verilmiştir. Son olarak, aynı dönem için dış borç göstergesi oranları ve dış borç analiz oranları olarak adlandırılan oranlar hesaplanmış ve diğer ülkelerle karşılaştırmalarda bulunulmuştur.

İkinci bölümde dış borç yönetiminde kullanılabilecek tekniklere yer verilmiştir. Swap, futures, forward ve opsiyon gibi işlemlerin nasıl kullanılması gerektiği ve bu tür işlem yapan piyasaların nasıl faaliyet gösterdikleri üzerinde durulmuştur. Daha sonra borçlanma stratejisi başlığı altında kredi değerliliğinin belirlenmesinin yanı sıra, uluslararası piyasalar ve borç veren kurum ve kuruluşların yapısı ele alınmıştır.

Bu yüksek lisans tezinin üçüncü bölümünde, Türkiye'nin borçlanma stratejisi ve borç yönetimi konusunda yaptığı çalışmalar ve uyguladığı politikalar ele alınmıştır. Ayrıca, döviz gelirlerinin yapısı ve borç stokunun döviz kompozisyonu, kur etkisinin borç stoku üzerinde etkileri gibi faktörler de incelenmiş, kur etkisinden arındırılmış borç yükünün elde edilmesine yönelik bazı hesaplamalar yapılmıştır. Bunlara ilaveten,

ikinci bölümde yer verilen tekniklerin ve araçların, Türkiye’nin borç yönetiminde ve borçlanma stratejisinde kullanılmasına ilişkin önerilerde bulunulmuştur.

Sonuç bölümünde ise genel bir değerlendirme yapılarak, Türkiye’nin anılan teknikleri kullanabilme olanakları üzerinde durulmuştur.



BÖLÜM 1

TÜRKİYE'DE DIŞ BORÇLANMA

Türkiye'nin 1850'li yıllarda başlayıp, günümüze kadar ulaşan dış borçlanma süreci, geçen bu yaklaşık 150 yıllık dönemde pek çok evrelerden geçmiştir. Bu dönemde ortaya çıkan değişiklikler, tarihsel ve yapısal gelişim olarak iki başlık altında incelenmiştir.

1.1. DIŞ BORÇLARIN TARİHSEL GELİŞİMİ

İlk olarak Kırım savaşının finansmanı amacıyla 1854 yılında dış borçlanma yoluna başvurulmuştur. Osmanlı İmparatorluğu, 1881 yılında Düyun-u Umumiye'nin kurulmasına kadar dış borçlanmaya devam etmiştir. Daha sonra, borçlanma Türkiye Cumhuriyeti kurulana kadar daha kontrollü bir şekilde sürdürülmüştür. Türkiye Cumhuriyeti kurulduktan sonra, 1912'ye kadar olan dönemdeki dış borçların yüzde 62'si, 1912'den sonraki kısmının ise yüzde 76'sını devralmıştır. Bu devir işleminden sonra, devletçi bir ekonomi politikası izlenmiştir. Bu doğrultuda, her yıl toplam harcamaların yüzde 20'si borç ödemelerine ayrılarak bu borçlar tasfiye edilmiştir. Ancak, II. Dünya Savaşı öncesinde belirli projelerin finansmanı için sınırlı miktarda dış borç kullanılmıştır. Bu dönemde Türkiye, esas olarak yurtiçi kaynakların kullanılması suretiyle kalkınmayı hedeflemiştir. 1950 yılına kadar süren bu eğilimden sonra, Türkiye'nin dış borçlanması dört ana dönem altında incelenebilir.

1.1.1. 1950-1960 DÖNEMİ

İkinci dünya savaşını takiben Marshall Programı çerçevesinde sağlanan dış yardımlardan sonra, dış borçlarda en hızlı büyüme 1950-1960 döneminde yaşanmıştır. Anılan dönemde dış borç stoku yüzde 800 oranında artış kaydetmiştir⁽⁸⁾. Nitekim dış

⁸ Tüğen (1990)

borçlanmada ve geri ödemede görülen zorlukların giderek artmasına bağlı olarak 1958 yılında Türkiye moratoryum ilan etmiş ve kabul edilen istikrar programı çerçevesinde yapılan devalüasyonla yabancı paralar, TL karşısında yüzde 220 oranında değer kazanmıştır⁽⁹⁾.

1950-1960 dönemi, dış borç stokunun yapısal değişiklikler de gösterdiği bir dönem olmuştur. Bu dönemde özel sektör bir yandan kendi yaptığı anlaşmalarla dış borç sağlarken, bir yandan da kamu kesimince alınan kredilerin büyük bir kısmını kullanmıştır⁽¹⁰⁾.

1.1.2. 1960-1970 DÖNEMİ (PLANLI DÖNEM)

1960'lı yıllarda dış kaynak ihtiyacı, OECD kapsamında faaliyet gösteren "Türkiye'ye Yardım Konsorsiyumu"⁽¹¹⁾ aracılığıyla sağlanmaya çalışılmıştır⁽¹²⁾. 1962 yılında Konsorsiyum kurulana kadar, Türkiye'nin dış finansman ihtiyacı yüzde 70 oranında ABD'den, yüzde 16,5 oranında Almanya'dan ve yüzde 5 oranında da diğer AET üyesi ülkelerden sağlanmaktaydı⁽¹³⁾. 1963 yılından itibaren Konsorsiyum'un kurulmasıyla birlikte ABD'nin payı giderek düşmüş ve nihayet 1969 yılında en düşük noktaya inmiştir. Bu dönemde Türkiye'nin dış borçları içinde Almanya'nın payı giderek artış göstermiştir.

1960-1970 döneminde 1963 yılı, birinci beş yıllık kalkınma planının uygulanmaya konduğu ve planlı dönemin başladığı yıl olarak önem kazanmaktadır. Bu dönemde

⁹ Erçel (1992)

¹⁰ Bu dönemde sıkı kambiyo politikaları nedeniyle sermaye hareketleri çok sınırlı düzeyde olmuştur. Bununla beraber özel kesim, yetkili organlar tarafından onaylanmak ve özel izin almak kaydıyla proje kredileri kullanmıştır. 1950-1960 döneminde ayrıca, devlet tarafından yurtdışından alınan kredilerin bir kısmı, Sınai Kalkınma ve Yatırım Bankası ile Türkiye Sınai Yatırım Bankası aracılığıyla, fon ihtiyacını karşılamak üzere, özel kesime kullanırlanmıştır.

¹¹ Konsorsiyuma üye ülkeler şunlardır: Almanya, ABD, Avusturya, Belçika, Hollanda, Kanada, İsveç, Norveç, İngiltere, İtalya, Fransa, Lüksemburg ve Danimarka. Ayrıca IMF, IBRD ve EIB temsilcileri toplantılara gözlemci mahiyetinde katılmaktaydılar.

¹² Ünsal, Nakipoğlu, Pazarcık (1989) sf. 28

¹³ a.g.e. sf.29

kalkınmanın sağlanması için öngörülen yatırımların finansmanında yıllar itibariyle belirli oranlarda dış kaynak kullanılması benimsenmiştir. Bu durumda dış borçlanma devamlılık gösteren bir yapıya kavuşmuştur. Ancak bu dönemde, gereksinim duyulan kaynakların Konsorsiyum aracılığıyla sağlanması nedeniyle, borçlanma koşullarının önceki yıllara göre daha iyi hale geldiği görülmektedir. Söz konusu dönemde gerek geri ödemesiz dönemin ve vadenin uzatılması, gerekse faiz oranlarının düşürülmesi olumlu gelişmeler olarak ortaya çıkmıştır⁽¹⁴⁾.

1.1.3. 1970-1980 DÖNEMİ

1973 yılında başlayan birinci petrol şoku, Türkiye'yi de diğer petrol ithalatçısı gelişmekte olan ülkeler gibi olumsuz yönde etkilemiştir. Buna 1974 yılında gerçekleştirilen Kıbrıs Barış Harekatı ve arkasından başta ABD olmak üzere batılı ülkelerin Türkiye'ye ambargo uygulaması da eklendiğinde 1972 yılında 2.3 milyar dolar civarında olan dış borç stoku, 1978 yılına gelindiğinde beş kat artış göstererek 13.9 milyar dolara yükselmiştir. Dış borçlarda görülen bu artışa paralel olarak, 1974 yılından itibaren kısa vadeli dış borçlar da toplam içinde dikkat çekici oranlara ulaşmaya başlamıştır. Kısa vadeli borçların toplam dış borçlara oranı 1974 yılında sıfırken, bu oran 1978 yılında yüzde 51.5'e kadar yükselmiştir. Bu doğrultuda, 1978 yılında yardım konsorsiyumu ile, daha sonra 1979 ve 1981 yıllarında da yaşanan ikinci petrol şokunun etkisiyle ticari bankalarla borç erteleme anlaşmaları yapılmıştır. Erteleme anlaşmalarıyla bir takım ticari borçlar devlet borcu kapsamına alınırken, faizler de kapitalize edilerek anaparaya dönüştürülmüş ve dış borç stokuna eklenmiştir⁽¹⁵⁾.

Bu gelişmelerin yanı sıra, 1973-1980 döneminde yurtiçi petrol fiyatlarının dünya fiyatlarına eşitlenmesi yönündeki IMF önerileri ve ödemeler dengesi açıklarından

¹⁴ Demir (1992)

¹⁵ Erçel (1992)

kaynaklanan rezerv erimelerine paralel olarak TL/\$ kuru yüzde 243 oranında devalüe edilerek 13,7 TL'den 47 TL'ye yükseltilmiş, ayrıca IMF ile bir stand-by anlaşması imzalanmıştır.

1.1.4 1980 SONRASI DÖNEM

24 Ocak 1980 tarihinde uygulamaya konan ekonomik paket çerçevesinde TL/\$ kurunda yüksek oranlı bir devalüasyon yapılmış ve bir dizi istikrar tedbiri alınmıştır. Piyasa ekonomisine geçişi öngören bu istikrar programını yurtdışından Türkiye'ye fon sağlayan ülke ve kurumların desteklemesi nedeniyle, Türkiye'nin yurtdışından kredi sağlama olanakları artış göstermiştir⁽¹⁶⁾. 1980 yılından itibaren dış borç miktarında, buna bağlı olarak anapara ve faiz ödemelerinde, önemli düzeyde artışlar görülmüştür. 1980-1983 arasında ödemelerden fazla kullanım, 1984-1986 arasında da kullanımdan daha fazla ödeme yapıldığı görülmektedir.

1984 yılından sonra, kambiyo rejiminde yapılan değişiklikler yurtiçi-yurtdışı sermaye hareketlerinin artmasına yol açmıştır. Bu dönemde uluslararası kuruluşlardan sağlanan kredilerin belirli bir düzeyde kaldığı, buna karşılık Türkiye'nin kredibilitesinin artmasıyla beraber, uluslararası piyasalardan ve ticari bankalardan borçlanmaya ağırlık vermeye başlandığı görülmüştür⁽¹⁷⁾.

1983-1993 dönemi Türkiye'nin önemli miktarlarda dış kaynak kullandığı bir dönem olurken, kısa vadeli borçların toplam içindeki payında da önemli oranda gerileme görülmüştür. 1980 yılında 15.7 milyar dolar olan dış borç stoku, 1983 yılında 19.2, 1993 yılında da 67.4 milyar dolara yükselmiştir. 1983-1993 dönemi incelendiğinde; 1986, 1990 ve 1993 yıllarında önemli miktarlarda dış borç artışı

¹⁶ Berksoy (1990)

¹⁷ The World Bank "Turkey: Debt Management and Borrowing Strategy Under Macroeconomic Adjustment" sf. 8

görüldürken, 1988 yılında da bir önceki yıla göre sadece yüzde bir oranında artış kaydedilmiştir⁽¹⁸⁾. Bu düzenlemelerin dışında dış borç stokunun değişmesine yol açan en büyük etken kur farklarıdır. Kur farklarının borç stokuna etkileri ve bu etkilerin asgariye indirilmesine yönelik öneriler ilerleyen bölümlerde ele alınacaktır.

Dış borç stokunda ortaya çıkan artışların bir kısmı net dış borç kullanımlarından ve muhasebe işlemlerindeki değişikliklerden kaynaklanmıştır. Bu çerçevede 1980'li yılların başlarından itibaren dış borç kayıt sisteminde yapılan bir takım düzenlemeler neticesinde, dış borç stokunda bazı değişiklikler ortaya çıkmıştır⁽¹⁹⁾.

1.2. DIŞ BORÇLARIN YAPISAL GELİŞİMİ

1988-1993 döneminde dış borç stokunun vade yapısı incelendiğinde; kısa vadeli borçların toplam içindeki payının yüzde 15.8'den, yüzde 27.5'e yükseldiği görülmektedir. Kısa vadeli borçlar 1990 yılında bir önceki yıla göre yüzde 65.4 gibi yüksek oranlı bir artış gösterirken, 1993 yılında da 1992 yılına oranla yüzde 46.4 oranında artmıştır.

¹⁸ Altay, Akçay (1990)

¹⁹ 1983 yılından sonra dış borç stokunun değişmesine neden olan düzenlemeler şunlardır (Erçel,1992):

1. OECD'ye üye ülkelerin garanti edilmiş mal mukabili ithalat bedelleri 1979 yılında Paris Kulübü çerçevesinde bir ödeme planına bağlanırken, garantisiz ticari borçlar Türk hükümetinin inisiyatifine bırakılmıştır. Bu kapsamda 24 Ocak Kararları çerçevesinde çıkarılan bir kararname ile bu borçlar ödenmiş ve dış borç rakamlarının bu tutarlar düşülerek düzenlenmesi gerekmiştir.
2. 1983 yılında alınan IMF teknik yardımı çerçevesinde HDTM bünyesinde oluşturulan dış borç veri tabanı sistemi kurulmuştur. Sistem 1985 yılında faaliyete geçmekle beraber, 1983 yılından başlayarak 1983 öncesine göre farklı hesaplama metodları kullanılmıştır. Ayrıca ilgili alacaklı kuruluş ve ülkelerle yapılan mutabakat çerçevesinde 1.3 milyar dolarlık uyumsuzluk diğer yıllara yayılarak giderilmiştir.
3. Dünya Bankası "Pool Sistemi" nedeniyle Türkiye ve Dünya Bankası arasında çıkan yaklaşık iki milyar dolarlık fark nedeniyle 1987 yılında dış borç stokları yeniden hesaplanmış ve bu tutar kur farkı gibi değerlendirilerek toplama dahil edilmiştir.
4. Askeri harcamaların bir bölümünü finanse etmek amacıyla ABD'den sağlanan FMS kredilerinin 1980'lerin başında maliyetlerinin çok yükselmiş olması nedeniyle, ABD hükümetinin garantisi altında 1988 ve 1989 yıllarında uluslararası piyasalardan borçlanan Türkiye bu suretle bu askeri borçları daha düşük maliyetli ticari kredi haline dönüştürmüştür. Bu uygulama ile Türkiye'nin toplam borç yükünde herhangi bir değişiklik ortaya çıkmamıştır.
5. 1990 yılında dış borç stokunda gerek döviz tevdiat hesapları ile ilgili olarak TC Merkez Bankası tarafından yapılan düzenlemeler, gerekse Hazine dış borç veri sisteminde yapılan değişiklikler neticesinde önemli tutarlara ulaşmayan oranlarda ayarlamalar yapılmıştır.

Tablo 1.

<i>Dış Borç Stokunun Borçlulara Göre Dağılımı</i>						<i>Milyon \$</i>
	<i>1988</i>	<i>1989</i>	<i>1990</i>	<i>1991</i>	<i>1992</i>	<i>1993</i>
<i>Orta ve Uzun Vade</i>	<i>34.305</i>	<i>36.006</i>	<i>39.535</i>	<i>41.372</i>	<i>42.932</i>	<i>48.823</i>
Konsolide Bütçe	20.745	21.212	23.659	25.134	25.798	28.336
Hazine Borçları	11.756	12.230	13.219	14.599	16.145	19.335
Devirli Krediler	5.510	5.650	6.795	7.086	6.646	6.366
Katma Bütçe	3.479	3.332	3.645	3.449	3.007	2.635
Diğer Kamu Sektörü	12.035	13.188	14.078	13.986	13.950	14.519
T.C. Merkez Bankası	6.546	6.975	7.321	6.530	6.150	6.618
(Dresdner)	-4.723	-5.500	-6.255	-5.713	-5.771	-6.282
K.İ.T.	3.988	4.392	4.785	5.185	5.135	5.439
Fonlar	988	822	939	1.103	949	836
Mahalli İdareler	512	998	1.032	1.159	1.695	1.602
Üniversiteler	1	1	1	9	21	24
Özel Sektör	1.525	1.606	1.798	2.252	3.184	5.968
<i>Kısa Vade</i>	<i>6.417</i>	<i>5.745</i>	<i>9.500</i>	<i>9.117</i>	<i>12.660</i>	<i>18.533</i>
T.C. Merkez Bankası	1.830	799	855	557	572	667
(Dresdner)	-747	-733	-695	-553	-569	-666
Ticari Bankalar	2.767	3.118	5.373	5.216	7.157	11.127
Diğer Sektörler	1.820	1.828	3.272	3.344	4.931	6.739
<i>Toplam</i>	<i>40.722</i>	<i>41.751</i>	<i>49.035</i>	<i>50.489</i>	<i>55.592</i>	<i>67.356</i>

Kaynak: HDTM, TCMB

Kısa vadeli borçlarda görülen bu artış, özellikle ticari bankaların kısa vadeli yurtdışı borçlanmalarından kaynaklanmaktadır. 1988-1993 döneminde ticari bankaların bu tür borçlanmalarında yüzde 302.1'e ulaşan bir artış olmuştur. Buna bağlı olarak ticari bankaların toplam dış borçlar içindeki payı da yüzde 6.8'den yüzde 16.5'e yükselmiştir. 1989 yılında konvertibiliteye geçilerek sermaye hareketlerinin serbestleştirilmesi ve uygulanan yüksek faiz politikası, sıcak para hareketlerinin de büyük boyutlara ulaşmasına neden olmuştur. Özellikle 1990 yılından sonra yurtdışında uygulanan faiz ve kur politikasının yanısıra, bankacılık ve kambiyo mevzuatının da olarak sağlamasıyla, özellikle ihtisas bankacılığı yapan küçük ölçekli ticari bankalar

yurtdışından sağladıkları fonları açık pozisyona geçerek yurtiçinde kullanırmaya başlamışlardır.

1988-1993 döneminde orta ve uzun vadeli borçların yapısı incelendiğinde; konsolide bütçe olarak adlandırılan genel ve katma bütçeli idarelerden hazinenin, toplam borç stoku içindeki payı değişmezken, devirli kredilerinki yüzde 13.4'den yüzde 9.5'e, katma bütçeli idarelerinki de yüzde 8.5'den yüzde 3.9'a düşmüştür⁽²⁰⁾.

Bu dönemde diğer kamu sektörü olarak adlandırılan TC Merkez Bankası, KİT'ler, fonlar, ve üniversitelerin toplam borç stoku içindeki payı önemli ölçüde değişiklik göstermezken, mahalli idarelerin payı 1988 yılındaki yüzde 1.2 lik düzeyinden, 1992 yılında yüzde 3.1'e yükselmiş, 1993 yılında ise yüzde 2.4'e gerilemiştir. Mahalli idarelerin orta ve uzun vadeli dış borçlarının özellikle yerel seçimlerin yapıldığı 1989 yılında yüzde 94.9 oranında önemli bir artış göstererek mevcut seviyesine çıktığı görülmüştür. Daha sonra 1992 yılına kadar bu kalemden dikkate değer bir artış kaydedilmemiş, ancak bu yılda yüzde 46.3'lük bir büyüme gözlenmiştir. 1993 yılında da incelenen dönem içinde ilk defa yüzde 5.5'lik bir düşüş ortaya çıkmıştır.

1988-1993 döneminde ticari bankaların kısa vadeli borçlarında olduğu gibi orta ve uzun vadeli dış borçlar kaleminde de özel sektör, yurtiçi faiz ve kur politikalarına bağlı olarak, yurtdışından fon kullanmaya ağırlık vererek, toplam dış borç stoku içindeki payını yüzde 3.7'den yüzde 8.9'a çıkarmıştır. Özellikle, 1990 yılından itibaren

²⁰ Devirli krediler merkezi hükümet tarafından alındıktan sonra, yurtiçinde kamu iktisadi teşebbüsleri ile diğer kurum ve kuruluşlara kullandırılan kredilerdir. Söz konusu krediler, bir devir anlaşması kapsamında kullanılmaktadır. Buna göre, T.C. adına HDTM ilgili kuruluşa anlaşmada belirtilen miktarda bir ikrazda bulunmayı kabul eder. Krediyi alan kuruluş, HDTM'ye devredilen ikrazın ikraz hesabından çekilmemiş bakiyesi üzerinden yıllık olarak anlaşma ile belirlenen bir oranda "Taahhüt Komisyonu" öder. Ayrıca Müsteşarlık, ilgili kurum adına kendi defterlerinde bir "Devredilen İkraz Hesabı" açar. Kredinin anapara ve faiz ödemeleri ile diğer komisyonların ifası, sözleşme çerçevesinde belirlenmektedir.

sermaye hareketlerinin büyük ölçüde serbestleşmesi doğrultusunda, özel sektörün yurtdışından borçlanması giderek artan oranlarda büyümeye başlamıştır. Nitekim 1990 yılından başlayarak yıllar itibariyle bu artışlar, yüzde 12, yüzde 25.3, yüzde 41.4 ve yüzde 87.4 olarak gerçekleşmiştir.

Tablo 2.

<i>Dış Borç Stokunun Alacaklılara Göre Dağılımı</i>	<i>Milyon \$</i>					
	<i>1988</i>	<i>1989</i>	<i>1990</i>	<i>1991</i>	<i>1992</i>	<i>1993</i>
<i>Orta ve Uzun Vade</i>	<i>34.305</i>	<i>36.006</i>	<i>39.535</i>	<i>41.372</i>	<i>42.932</i>	<i>48.823</i>
Uluslararası Kuruluşlar	9.192	8.740	9.564	10.069	9.160	8.674
IMF	299	48	0	0	0	0
IBRD, IDA, IFC	6.421	6.139	6.435	6.540	5.761	5.440
EIB	583	561	604	602	463	250
ERF	1.836	1.916	2.439	2.859	2.880	2.952
IDB	22	51	68	54	40	15
OPEC Fonu	20	15	10	5	3	2
IFAD	11	10	8	9	13	15
İkili Anlaşmalar	11.382	11.431	12.984	14.587	15.035	18.153
OECD Ülkeleri	10.038	9.992	11.652	13.169	13.542	16.607
OPEC Ülkeleri	886	697	564	438	363	317
Diğer Ülkeler	458	742	768	980	1.130	1.229
Ticari Bankalar	5.570	5.043	4.843	4.309	3.640	3.083
Tahvil İhraçları	3.321	5.226	5.877	6.683	9.316	12.623
Özel Alacaklılar	4.840	5.566	6.267	5.724	5.781	6.290
<i>Kısa Vade</i>	<i>6.417</i>	<i>5.745</i>	<i>9.500</i>	<i>9.117</i>	<i>12.660</i>	<i>18.533</i>
Ticari Banka Kredileri	2.950	1.841	3.845	4.144	6.490	9.526
Özel Kesim Kredileri	3.467	3.904	5.655	4.973	6.170	9.007
<i>Toplam</i>	<i>40.722</i>	<i>41.751</i>	<i>49.035</i>	<i>50.489</i>	<i>55.592</i>	<i>67.356</i>

Kaynak: HDTM, TCMB

Dış borç stokunda 1988-1993 dönemini kapsayan altı yıl içinde görülen yüzde 65.4'lük genişleme fon kaynakları bakımından incelendiğinde ise; kısa vadeli dış borçlarda ağırlığın, özellikle 1990 yılından itibaren, ticari banka kredilerine kaydığı görülmektedir. 1989 yılında dış borç stokunun yüzde 4.4'ünü oluşturan bu kredilerin

oranı, yurtiçindeki ticari bankaların borçlanmalarına da paralel olarak 1993 yılında yüzde 14.1'e ulaşmıştır.

Orta ve uzun vadeli borçlanmada ise, Türkiye'nin uluslararası piyasalarda kredibilitesinin artması neticesinde, uluslararası kuruluşlardan daha çok tahvil piyasalarına ağırlık verilmiştir. Nitekim, 1988 yılında uluslararası kuruluşların toplam dış borçlar içindeki payı yüzde 22.6, ikili anlaşmalarla sağlanan ülke kredilerinin yüzde 28, ticari bankaların yüzde 13.7, özel alacaklıların yüzde 11.9'ken, tahvil ihraçlarının dış borç stokuna oranı yüzde 8.2 düzeyinde gerçekleşmiştir. Ancak, 1993 yılına gelindiğinde yukarıda sözü edilen oranların sırasıyla; yüzde 12.9, yüzde 26.7, yüzde 4.6, yüzde 9.3 ve yüzde 18.7 olduğu görülmektedir. Buna göre, yabancı ülkelere sağlanan krediler toplam içindeki ağırlıklarını korurlarken, yurtdışı piyasalara tahvil ihracı özellikle yerel seçimlerin yapıldığı 1989 yılı ile, 1992 ve 1993 yıllarında önemli artışlar göstermiştir. Bu yıllar, aynı zamanda uluslararası kuruluşlardan alınan kredilerin azalma gösterdikleri yıllar olarak dikkat çekmektedir.

Dış borç stokunun kredi türleri itibariyle incelenmesiyle de yukarıdaki durumu destekler nitelikte görüşlere ulaşılabilmektedir. Buna göre, kısa vadeli krediler içinde, 1988-1993 döneminin en hızlı ve istikrarlı artan kalemi olarak bankaların sağladığı döviz kredileri dikkat çekerken, prefinansman kredileri ve özel kuruluşların sağladığı döviz kredileri de zaman zaman yüzde 200'lere varan oranlarda artış göstermiştir. Bankalarca sağlanan döviz kredileri 1990 yılından sonra yüksek oranda artış kaydetmiştir. Bu kalemin toplam dış borçların içindeki payı, 1988 yılında yüzde 2.7 iken, 1993 yılında yüzde 12.9'a ulaşmıştır. Prefinansman kredileri ise 1991 yılında yüzde 232.9 oranında artarken, bunu izleyen yıllarda artış göstermekle beraber, artış hızında belirgin bir düşüş görülmektedir.

Tablo 3.

<i>Dış Borç Stokunun Kredi Türlerine Göre Dağılımı</i>						<i>Milyon \$</i>
	<i>1988</i>	<i>1989</i>	<i>1990</i>	<i>1991</i>	<i>1992</i>	<i>1993</i>
<i>Orta ve Uzun Vade</i>	<i>34.305</i>	<i>36.006</i>	<i>39.535</i>	<i>41.372</i>	<i>42.932</i>	<i>48.823</i>
Proje ve Program Kredileri	19.109	18.929	21.116	22.815	21.819	21.760
Uluslararası Para Piy.Kr.	5.570	5.043	4.843	4.309	3.640	3.083
Tahvil İhraçları	3.321	5.226	5.877	6.683	9.316	12.623
Ertelenmiş Borçlar	503	66	12	11	10	8
DÇM'ler	329	0	0	0	0	0
Banker Kredileri	57	0	0	0	0	0
Garantisiz Ticari Borçlar	117	66	12	11	10	8
Özel Krediler	5.802	6.742	7.687	7.554	8.147	11.349
<i>Kısa Vade</i>	<i>6.417</i>	<i>5.745</i>	<i>9.500</i>	<i>9.117</i>	<i>12.660</i>	<i>18.533</i>
Krediler	3.984	2.950	5.524	6.134	10.065	15.436
Banker Kredileri	914	35	51	0	0	0
Muhabir Açıkları	168	30	24	3	2	1
Kabul Kredileri	903	891	1.386	1.504	2.630	4.762
Prefinansman Kredileri	131	218	146	486	945	1.148
Bankaların Sağ.Döv.Kre.	1.082	1.057	2.093	2.787	5.132	8.696
Kuruluşların Sağ.Döv.Kre	786	719	1.740	1.354	1.356	829
Diğer	0	0	84	0	0	0
Mevduatlar	2.433	2.795	3.976	2.983	2.595	3.097
Döviz Tevdiat Hesapları	1.685	2.061	3.280	2.429	2.025	2.431
Dresdner Hesabı	747	733	695	553	569	666
DÇM'ler	1	1	1	1	1	0
<i>Toplam</i>	<i>40.722</i>	<i>41.751</i>	<i>49.035</i>	<i>50.489</i>	<i>55.592</i>	<i>67.356</i>

Kaynak:HDTM,TCMB

Kısa vadeli borçlar arasında yer alan banker kredileri 1988 yılında toplam dış borçların yüzde 2..2'sini oluştururken, önemli bir kısmı 1989 yılında ve geri kalanı da 1991 yılında ödenerek tasfiye edilmiştir. Bunun yanı sıra, muhabir açıklarında da belirgin bir düşüş trendi izlenmektedir. Bu kalem 1988 yılındaki 168 milyon dolarlık seviyesinden 1993 yılında 1 milyon dolara kadar düşmüştür.

1990'lı yıllar para ikamesinin⁽²¹⁾ de ortaya çıktığı ve giderek yaygınlık kazandığı yıllar olmuştur. Bu doğrultuda, döviz tevdiat hesapları giderek büyümüş, nitekim 1993 yılında vadeli TL mevduatını aşmıştır. Buna paralel olarak, Türkiye'nin dış borçlarında görülen büyümenin yanı sıra, toplam döviz yükümlülüklerinde de önemli artışlar kaydedilmiştir.

Orta ve uzun vadeli dış borçlarda da yukarıda belirtildiği gibi, uluslararası para piyasası kredilerinin toplam içindeki payı yüzde 13.7'den yüzde 4.6'ya gerilerken, tahvil piyasası kredileri genişleme göstermiştir. Bu durum borçlanma politikasının, tamamen ticari bankalardan borçlanmaktansa, uluslararası tahvil piyasalarından borçlanmanın da tercih edilmesi şekline dönüşmesinden kaynaklanmıştır.

Diğer taraftan, proje ve program kredilerinin, orta ve uzun vadeli krediler toplamının en büyük kalemi olma özelliğini korumakla beraber, yıllar itibariyle bir miktar gerilediği görülmektedir. Proje ve program kredilerinin dış borç stokuna oranı, orta ve uzun vadeli dış borçların toplam borçlar içindeki payının düşmesine paralel olarak, 1988 yılında yüzde 46.9'ken, yüzde 32.3'e düşmüştür.

²¹ İktisat teorisinde genel bir tanımı olmamakla birlikte, zaman zaman dolarizasyon olarak da adlandırılan para ikamesi, yerleşiklerin, ulusal para ve yabancı paraların değerlenmelerini dikkate alarak, portföylerinde spekülasyon veya ihtiyat güdüsüyle değişik paralar cinsinden mali varlıklara yer vermeleri olarak tanımlanabilir. Para ikamesi yerleşiklerin bankalarda bulunan döviz mevduatlarının bu tür mevduatı da içeren para arzı tanımına bölünmesi ile hesaplanmaktadır (DTH/M2Y). Bu konuda daha geniş bilgi ve tartışmalar için V. Tanzi ve M. Blejer (1982) "Inflation, Interest Rate Policy and Currency Substitution in Developing Countries" World Development Report 781-790, G.Ortiz (1983) "Currency Substitution in Mexico - The Dolarization Problem" Journal of Money, Credit and Banking 15 (2) 174-185, J. Cuddington (1983) "Currency Substitution - Theory and Evidence for Latin America" by V.A. Canto, G. Nickelsburg Journal of Money, Credit and Banking 21 (2) 111-133, P. Guidotti (1993) "Currency Substitution and Financial Innovations" Journal of Money, Credit and Banking 25 (1) 109-124, Türkiye için; L.İskenderoğlu (1989) "Currency Substitution Hypothesis and Money Demand in Turkey" Master Tezi ODTÜ, D.Özakhun (1991) "Currency Substitution in a Survey of the Theory and Empirical Evidence for Developing and Developed Countries" Master Tezi Boğaziçi Üniversitesi, F.Selçuk (1994) "Currency Substitution in Turkey" Applied Economics 18 (4) 512-518, U. Hazırolan (1994) "Para İkamesi Teorisinin Para Politikası ve Enflasyon Açısından Analizi" Uzmanlık Tezi HDTM.

Bütün bu değerlendirmeler ışığında, Türkiye'nin dış borç stokunun genel vade ve faiz yapısı incelendiğinde; ortalama vadenin 1988 yılında 15.4 yılken, 1993 yılında 12.5 yıla düştüğü, ortalama faizin de yüzde 6.4'den, yüzde 6.5'e yükseldiği görölmüştür. Uluslararası para piyasalarından sağlanan kredilerle kıyaslandığında, çok taraflı kuruluşlardan sağlanan kredilerle, ikili anlaşmalarla sağlanan kredilerin vadeleri daha uzun ve faizleri daha düşüktür⁽²²⁾. Bununla beraber piyasalardaki genel eğilime bağlı olarak uluslararası para piyasalarındaki vadeler ve dolayısıyla faizler birlikte düşerken, uluslararası kuruluşlar ve ölke kredilerinde vadeler düşüp, faiz oranları yükselmektedir. Türkiye'nin de dış borçları içinde ağırlıklı olarak bu iki tür kredi yer aldığından, genel vade ve faiz yapısı da bu duruma paralel olarak gelişme göstermiştir.

Borçlu kurumlar itibariyle dış borç stoku içinde ise en ağırlıklı paya sahip olan konsolide bütçe kurumlarının, genel olarak kredi faizleri artarken vadeleri de azalmaktadır. Bu kalem altındaki hazine borçlarının ortalama vadesinin yaklaşık beş yıl kısalması, buna karşılık faizinin de yüzde 0.34 oranında düşmesi dikkat çekmektedir. Diğer taraftan katma bütçeli idarelerin dış borçlarının hem vadesi uzamış, hem de faiz oranı ortalama olarak yüzde 5.4'den yüzde 4.9'a düşmüştür. Ancak bu idarelerin dış borçları genel yapıyı değiştirmek için yeterli bir büyüklükte olmadığından, bu durum vade ve faiz yapısına olumlu etkide bulunmaya yeterli olmamıştır.

Diğer kamu sektöründe değerlendirilen KİT'ler ve mahalli idarelerin vade ve faiz kompozisyonu, genel yapıya uygun bir gelişme gösterirken, gerek TC Merkez Bankası, gerekse bütçe dışı fonların dış borçlarının yapısında bu açıdan olumlu gelişmeler olmuştur.

²² Derdiyok (1993) sf. 82

Tablo 4.

Alacaklılara Göre Dış Borçların Ortalama Vadesi ve Sabit Faizi (Orta ve Uzun Vade)

	1988		1989		1990		1991		1992		(Yıl-%)	
	Vade	Faiz	Vade	Faiz	Vade	Faiz	Vade	Faiz	Vade	Faiz	Vade	Faiz
Çok Taraflı Kuruluşlar	17,90	7,16	16,88	7,27	16,28	7,29	16,01	7,30	15,60	7,24	15,10	7,27
IMF	47,00	9,26	47,00	8,73								
IBRD	16,86	9,01	16,88	9,26	16,90	9,23	16,86	9,22	16,86	9,08	16,82	9,10
IFC	7,31	9,00	7,54	8,98	8,34	9,30	8,75	9,42	7,56	9,51	6,96	9,57
IDA	49,00	0,79	49,00	0,79	49,00	0,79	49,00	0,79	44,37	1,60	43,77	1,63
EIB	30,64	3,88	31,00	3,80	31,54	3,63	31,86	3,48	32,42	3,32	34,37	2,26
ERF	10,72	6,57	10,52	6,40	10,36	6,58	10,44	6,90	10,34	7,14	10,36	7,15
IDB	5,07	8,27	3,03	4,36	3,08	6,86	2,84	7,28	3,62	5,94	5,89	6,08
IFAD Fonu	17,00	8,00	17,00	8,00	17,00	8,00	17,03	8,00	17,11	8,00	17,29	8,00
OPEC Fonu	11,28	5,54	11,59	5,49	12,13	5,37	14,00	5,00	14,00	5,00	14,00	5,00
İkili Anlaşmalar	17,73	5,16	17,86	4,89	18,00	4,45	17,57	4,33	16,76	4,47	14,23	4,48
OECD Ülkeleri	18,52	4,84	18,51	4,56	18,45	4,19	18,00	4,10	17,29	4,22	14,62	4,27
OPEC Ülkeleri	12,30	6,24	13,24	5,76	14,87	4,81	15,69	4,37	14,71	4,34	13,68	4,26
Doğu Avrupa Ülkeleri	13,80	7,45	14,32	7,44	14,63	7,40	14,71	7,38	14,08	7,44	14,07	7,40
Diğer Ülkeleri	4,90	8,90	6,07	9,08	5,65	8,87	8,45	8,66	6,89	8,47	5,33	8,41
Uluslararası Para Piy.	9,90	8,40	10,37	8,41	10,42	8,26	10,21	8,44	9,40	8,25	8,96	7,89
Toplam	15,39	6,44	14,99	6,56	14,95	6,35	14,79	6,35	13,91	6,52	12,47	6,47

Kaynak: HDTM

Tablo 5.

Borçlulara Göre Dış Borçların Ortalama Vadesi ve Sabit Faizi (Orta ve Uzun Vade)

(Yıl-%)

	1988		1989		1990		1991		1992		1993	
	Vade	Faiz	Vade	Faiz	Vade	Faiz	Vade	Faiz	Vade	Faiz	Vade	Faiz
Konsolide Bütçe	18,16	6,04	17,65	6,25	17,48	6,03	17,26	5,99	16,15	6,22	15,01	6,35
Hazine Borçları	17,53	6,74	16,46	7,22	16,06	6,99	15,59	6,93	13,99	7,15	12,85	7,08
Devirli Krediler	19,60	5,10	19,71	4,85	19,56	4,74	19,79	4,58	19,79	4,39	19,46	4,27
Katma Bütçe	17,98	5,38	18,47	5,25	18,64	5,17	19,17	5,05	19,77	4,83	20,04	4,94
Diğer Kamu Sektörü	9,19	7,72	9,39	7,49	9,63	7,24	9,94	7,33	9,77	7,32	9,41	7,26
TCMB	5,58	6,73	5,03	6,74	5,45	6,76	6,05	6,76	7,51	6,62	7,51	6,63
KİT	10,76	8,08	10,53	7,89	10,13	7,55	10,08	7,55	9,80	7,42	9,36	7,34
Fonlar	6,70	8,31	7,10	8,43	7,99	8,11	9,22	8,11	9,76	8,13	9,45	7,95
Mahalli İdareler	14,24	5,93	13,86	5,53	13,90	6,05	13,14	6,05	10,17	6,80	9,79	6,89
Özel Sektör	7,55	8,38	7,76	7,90	7,86	8,14	7,26	8,14	6,35	8,15	4,57	6,24
Toplam	15,39	6,44	14,99	6,56	14,95	6,35	14,79	6,35	13,91	6,52	12,46	6,47

Kaynak: HDTM

Bunun yanısıra, özel sektörün dış borçlanmaya yönelmesine rağmen kullandığı kredilerin vadelerinin giderek daha kısaldığı görülmektedir. Özel sektörün orta ve uzun vadeli dış borçlarının ortalama vadesi 1988 yılında 7.5 yılken, 1993 yılında 4.6 yıla düşmüş, bu vade kısalmasına paralel olarak faizler de yüzde 8.4'ten yüzde 6.2'ye inmiştir.

Diğer taraftan 1988-1993 döneminde ABD doları, Alman markı ve Japon yeni için geçerli olan LIBOR oranları incelendiğinde dolar için 1990, yen için 1991 ve mark için de 1993 yılından itibaren bir düşüş trendinin başladığı gözlemlenmektedir. Bu durumda faizlerdeki düşüşlerin kısmen LIBOR'daki gerilemeden kaynaklandığını söylemek de mümkündür.

Tablo 6.
LIBOR Oranları

	USD	DM	JPY
1988	8,23	4,55	4,55
1989	9,23	7,38	5,54
1990	8,22	8,73	7,84
1991	5,98	9,40	7,11
1992	3,90	9,41	4,32
1993	3,41	6,95	2,96

Döviz kompozisyonu bakımından Türkiye'nin dış borçları esas olarak yüzde 46'ya ulaşan oranda Amerikan doları üzerinden yapılmaktadır. Bunu yüzde 28'le Alman markı izlemektedir. İncelenen dönem itibariyle 1992 ve 1993 yılı dışında her iki dövizin toplam içindeki payında önemli değişiklikler kaydedilmemiştir. Fakat bu iki yılda kısa vadeli borçlanmada görülen artışa paralel olarak Amerikan doları kısa vadeli borçlar içindeki payını yüzde 64'e ulaştırırken, Alman markının, payı uzun vadeli borçlanmada da Amerikan dolarına başvurulmasından dolayı nispeten gerilemiştir.

Diğer taraftan borçlanmada son yıllarda yaygın olarak kullanılan bir diğer döviz olan Japon yeni'nin payında, özellikle 1992 yılından itibaren, nispi olarak bir artış görülmektedir. Dış borçların döviz kompozisyonuna ilişkin veriler incelendiğinde 1990 yılından sonra Japon yeni ile daha çok kısa vadeli borçlanmaya ağırlık verildiği anlaşılmaktadır. Buna göre; 1989 yılında toplam dış borçların yüzde 13.9'u yen cinsindendir. Yenin payı kısa vade içinde yüzde 0.4, orta ve uzun vade içinde ise yüzde 16 oranındadır. 1993 yılında ise, toplam içinde yüzde 17.2, kısa vadede yüzde 2.1, orta ve uzun vadede ise yüzde 20.1 oranına ulaşmıştır. Bunun yanısıra İsviçre frangı cinsinden borçlanmanın payı 1988 yılında yüzde 7.6 iken bu pay 1993 yılında yüzde 4.3'e düşmüştür.

Tablo 7.

<i>Dış Borçların Döviz Kompozisyonu</i>									%
	1988			1989			1990		
	Kısa	Orta-Uz.	Toplam	Kısa	Orta-Uz.	Toplam	Kısa	Orta-Uz.	Toplam
ABD Doları	62,9	29,0	34,4	53,3	32,3	35,2	62,8	31,5	37,5
Alman Markı	27,7	31,8	31,1	35,2	33,8	34,0	26,9	35,7	34,0
SDR	0,0	1,0	0,8	0,0	0,2	0,2	0,0	0,1	0,0
İsviçre Frangı	2,1	8,6	7,6	2,1	7,6	6,8	1,8	7,7	6,5
İngiliz Sterlini	0,8	0,8	0,8	1,1	0,8	0,8	0,9	0,8	0,8
Japon Yeni	0,6	18,3	15,5	0,4	16,0	13,9	0,9	16,6	13,6
Fransız Frangı	1,9	1,9	1,9	2,6	1,9	2,0	2,1	1,8	1,9
Diğer	4,0	8,6	7,9	5,3	7,4	7,1	4,6	5,8	5,7
Toplam	100	100	100	100	100	100	100	100	100

	1991			1992			1993			%
	Kısa	Orta-Uz.	Toplam	Kısa	Orta-Uz.	Toplam	Kısa	Orta-Uz.	Toplam	
ABD Doları	57,8	30,0	35,0	63,4	30,0	37,8	64,0	39,6	46,3	
Alman Markı	32,2	34,7	34,3	26,7	32,7	31,3	26,6	29,1	28,4	
SDR	0,0	0,0	0,0	0,0	0,1	0,0	0,0	0,0	0,0	
İsviçre Frangı	1,7	6,5	5,6	1,7	5,1	4,3	1,6	3,3	2,8	
İngiliz Sterlini	1,2	0,7	0,8	1,3	0,5	0,7	1,5	1,0	1,1	
Japon Yeni	1,3	18,7	15,6	1,7	21,8	17,2	2,1	20,1	15,1	
Fransız Frangı	1,9	1,8	1,8	1,9	2,1	2,0	1,3	1,7	1,6	
Diğer	3,9	7,6	6,9	3,3	7,7	6,7	3,0	5,2	4,7	
Toplam	100	100	100	100	100	100	100	100	100	

Kaynak: HDTM, TCMB

1.3. DIŞ BORÇLARIN MAKROEKONOMİK DENGELERLE İLİŞKİSİ

Yeterli sermaye birikiminin bulunmaması, kalkınmanın finansmanı, yurtdışına teknoloji ya da hammadde bağımlılığı, ödemeler dengesi açıkları, kamu açıkları gibi ekonomik nedenlerle olabildiği gibi, coğrafi şartların olumsuzluğu, askeri harcamaların yüksekliği ve hızlı nüfus artışı gibi siyasal ve sosyal nedenlerden de kaynaklanabilen dış borçlanmanın, ekonomik ve mali yapı üzerinde bir takım etkilerde bulunduğu kesindir.

Dış borçlanmanın bu etkileri, R. Dornbusch'un "Open Economy Macroeconomics" ve IMF Institute'nin "Macroeconomic and Financial Policies" adlı çalışmalarda gösterildiği üzere, milli gelir özdeşliği kullanılmak suretiyle de ifade edilebilir:

Analize, bilinen yurtiçi milli gelir eşitliği temel teşkil etmektedir⁽²³⁾.

$$GDP = C + I + X - M \quad (1)$$

Burada;

GDP: Gayrisafi yurtiçi hasıla

C: Kamu ve özel kesim tüketim harcamaları

I : Kamu ve özel kesim yatırım harcamaları

X: Mal ve hizmet ihracatı

M: Mal ve hizmet ithalatı

(1) nolu eşitliğe yurtdışından net faktör girişleri dahil edildiğinde gayrisafi milli hasıla elde edilmektedir.

$$GNP = C + I + X - M + Y_f \quad (2)$$

²³ IMF Institute "Macroeconomic and Financial Policies" içinde "An Analytical Framework for Medium-term Adjustment" sf. 5-7

GNP: Gayrisafi milli hasıla

Yf: Yurtdışından net faktör girişleri

Yurtdışından gelen net transferler (TRf) dahil edilip amortismanlar (D) indirildiğinde elde edilen ulusal harcanabilir gelir (national disposable income) ise aşağıda verilmiştir:

$$NDI = GNP + TRf - D \quad (3)$$

Buradan net tasarruflara (Sn) ulaşmak mümkündür:

$$Sn = NDI - C \quad (4)$$

(2) ve (3)'ü (4) nolu eşitlikte yerine koyarsak;

$$Sn = C + I + X - M + Yf + TRf - D - C$$

$$Sn - In = X - M + Yf + TRf = -Sf \quad (5)$$

elde edilmektedir. Burada, In; amortismanı indirgenmiş net yatırımı, Sf; net yurtdışı tasarrufu (yabancıların fon girişleri - yerleşiklerin fon çıkışları) göstermektedir.

Ayrıca, tanım gereği $X - M + Yf + TRf$ cari işlemler dengesine, yani $-Sf$ ye eşittir.

$$Sn + Sf = In \quad (5a)$$

Cari işlemler dengesinin, ulusal harcanabilir gelirle, yerleşiklerin mal ve hizmetler için yaptıkları toplam harcamalar (A) arasındaki farka eşit olması nedeniyle (6) nolu eşitlik türetilabilmektedir.

$$NDI - A = X - M + Yf + TRf = -Sf \quad (6)$$

Kamu ve özel kesim ayrımı dikkate alındığında aşağıdaki eşitliğe ulaşılmaktadır. Burada, p özel, g kamu kesimini gösterirken, net kamu gelirleri⁽²⁴⁾ TX olarak ifade

²⁴ Net Kamu Gelirleri = Kamu Gelirleri - Devletin Özel Sektöre Yaptığı Transferler

edilmiştir. Kamu kesiminin tasarrufu ise net kamu gelirlerinden kamu kesiminin tüketiminin (C_g) indirgenmesi yoluyla elde edilmektedir. Kamu kesimi tüketimi ise $NDI - TX - C_p$ olarak gösterilebilir⁽²⁵⁾. Bu doğrultuda (4) ve (5) nolu eşitlikler birleştirilip yeniden yazıldığında;

$$(NDI - TX - C_p) - I_p + (TX - C_g) - I_g = X - M + Y_f + TR_f$$

eşitliği elde edilmektedir.

Bu eşitlik aşağıdaki gibi yeniden yazılabilir:

$$(S_p - I_p) + (S_g - I_g) = -S_f \quad (7)$$

Bunu izleyen aşamada dış borçlanma ile ilişkisinin gösterilmesi bakımından, net yurtdışı varlıklardaki artış (ΔR) (bankacılık sisteminin uluslararası rezervleri) ve net yurtdışı yükümlülüklerdeki değişim (ΔFI) (banka-dışı kesimin borçları) eşitliğe dahil edilmektedir:

$$(S_p - I_p) + (S_g - I_g) = \Delta R - \Delta FI \quad (8)$$

Banka-dışı kesimin borçlarından bankacılık kesiminin yurtdışı varlıklarının çıkartılması yoluyla toplam dış borç (FD) hesaplanabildiğinden;

$$(S_p - I_p) + (S_g - I_g) = -\Delta FD \quad (9)$$

(9) nolu eşitliğe ulaşılabilir.

(6) ve (7) nolu eşitlikler kullanılarak yukarıdaki eşitlik şu şekilde yeniden yazılabilir:

$$NDI - A = -\Delta FD \quad (9a)$$

²⁵ IMF Institute “Macroeconomic and Financial Policies” içinde “An Analytical Framework for Medium-Term Adjustment” sf. 6

Aynı ilişki sektörel çerçeve içinde ele alındığında da cari işlemler dengesi ve milli gelir eşitlikleri şu çerçevede ifade edilmektedir⁽²⁶⁾:

$$Y \equiv C + I + G \quad (1)$$

Burada Y; milli geliri, C; tüketimi; I; tasarrufu, G; kamu harcamalarını ifade etmektedir. Açık ekonomilerde yapılan harcamalar sadece yurtiçi mal ve hizmetlere yönelik olmayacağından;

$$Y \equiv C + I + G + (X - M) \quad (2)$$

X : İhracat

M : İthalat

$$A \equiv C + I + G \text{ ise;} \quad (3)$$

$$Y \equiv A + (X - M) \quad (2a)$$

Bu eşitliği sektörel dengeler yönünden ifade edersek;

$$Y - A \equiv X - M \quad (2b)$$

Bu özdeşliğin sol tarafı yurtiçi sağ tarafı ise yurtdışı dengeyi ifade etmektedir. (2) nolu ifadenin her iki tarafına yurtiçi transferlerle vergilerin netleştirildiği net vergilerin (R-T) eklenmesi ile aşağıdaki eşitlik elde edilmektedir;

$$Y + R - T \equiv C + I + (G - T) + (X + R - M) \quad (4)$$

Bu aşamada sol taraf ulusal harcanabilir yurtiçi geliri gösterirken, sağ tarafta tüketim ve yatırıma ilaveten, bütçe açığı ve cari işlemler dengesi yer almaktadır.

$$S \equiv Y + R - T - C \text{ tanımından yola çıkarak}^{(27)},$$

²⁶ Dornbusch (1980) sf. 19

²⁷ a.g.e. sf. 23

$$X + R - M \equiv S - I + (T - G) \quad (4a)$$

elde edilebilmektedir. Buradan çıkan sonuç cari işlemler dengesinin, tasarruf-yatırım farkı ile bütçe açığı toplamına eşit olduğudur.

Cari işlemler dengesinin (CA), net yurtdışı varlıklar (NFA) daki değişime eşit olması⁽²⁸⁾ gerekliliğinden yola çıkarak;

$$CA \equiv \Delta NFA \quad (5)$$

yazılabilmektedir.

(4a)yı burada yerine koyduğumuzda;

$$S - I + T - G \equiv \Delta NFA \quad (6)$$

(6) nolu özdeşlikten anlaşılacağı üzere özel kesimin net tasarrufu (S - I) ile kamu kesiminin net tasarrufu (T - G) toplamı net rezerv değişimine eşit olmaktadır.

Dış borçlanma, ödemeler dengesi ile ilişkilendirildiğinde ihracatı aşan ölçüde ithalatın karşılanmasında kullanılan bir finansman metodu olarak ortaya çıkmaktadır. Bu çerçevede sözkonusu ilişki, makroekonomik yapı içinde incelendiğinde, aşağıdaki eşitlikler kapsamında ele alınmalıdır⁽²⁹⁾.

Burada zamana göre kullanılan borç değişkenlerinin sembolleri şu şekildedir:

B*: Faiz dışı cari işlemler dengesi

$$B^* = X - M + UT^{(30)}$$

UT: Karşılıksız transferler

FD: Dış Borç Stoku

²⁸ a.g.e. sf. 24

²⁹ IMF Institute "Macroeconomic and Financial Policies" içinde "External Debt Management" sf. 3

³⁰ The World Bank "Turkey: Debt Management and Borrowing Strategy under Macroeconomic Adjustment" sf. 2

M*: Faiz ödemeleri dışındaki mal ve hizmet ithalatı

I: Yurtiçi yatırımlar

S: Yurtiçi tasarruflar

S*: Milli tasarruflar (S-yurtdışına yapılan net faiz ödemeleri)

X*: Faiz gelirleri dışındaki mal ve hizmet ihracatı

g: GSYİH büyüme hızı

h: Mal ve hizmet ihracatı büyüme oranı

i: Dış borcun ortalama faiz oranı

k: Sermaye-hasıla oranı

s: S/GDP

x: X/GDP

Cari işlemler dengesi, milli tasarruflarla (S*) yurtiçi yatırımlar arasındaki fark olarak ifade edilebilir⁽³¹⁾):

$$CA = S - I = X - M$$

$$= S^* - I = X^* - M^* - iFD \quad (1)$$

$$= I - S = M^* - X^* = B^* \quad (1a)$$

Faiz ödemelerinin olmadığı bir cari işlemler dengesinde, dış borçlanma, ihracatı aşan ithalatın finansmanı için kullanılacaktır.

$$\Delta FD = B^* + iFD \quad (2)$$

³¹ IMF Institute a.g.e. sf. 4

(1a) ve (2) nolu eşitliklerden dış borcun artış oranı şu şekilde ifade edilebilir;

$$\Delta FD / FD = (B^* / FD) + i \quad (3)$$

$$= [(M^* - X^*) / D] + i \quad (3a)$$

$$= [(I - S) / D] + i \quad (3b)$$

$$= [((I/GDP) - (S/GDP)) / (D/GDP)] + i \quad (3c)$$

Dış borcun gayrisafi yurtiçi hasılaya oranının artış oranı, dış borç büyüme oranı ve gayrisafi yurtiçi hasıla büyüme oranı arasındaki farka eşittir:

$$[(\Delta FD / \Delta GDP) / (FD / GDP)] = (\Delta FD / FD) - (\Delta GDP / GDP) \quad (4)$$

(3a), (3c) ve (4) nolu eşitlikler kullanılarak (5) nolu eşitlik elde edilebilir;

$$[(\Delta FD / \Delta GDP) / (FD / GDP)] = [(M^* - X^*) / FD] + i - g \quad (5a)$$

$$= [(I - S) / FD] + i - g \quad (5b)$$

$$= [(((I/GDP) - (S/GDP)) / (FD/GDP)) + i] - g \quad (5c)$$

(5c) eşitliği şu şekilde de ifade edilebilir:

$$[(\Delta FD / \Delta GDP) / (FD / GDP)] = [(gk - s) / (FD / GDP)] + i - g \quad (6)$$

Buradan hareketle FD/GDP oranının (5a), (5c) ve (6) nolu eşitliklerin sağ tarafındaki parametrelere bağlı olarak değişeceğini söylemek mümkündür⁽³²⁾. Bu doğrultuda FD/GDP oranı (7) nolu eşitliğe göre artacak, azalacak ya da sabit kalacaktır.

$$[(gk - s) / (FD / GDP)] + i > < = g \quad (7)$$

³² a.g.e. sf. 5

Benzer şekilde FD/X oranının artış oranı da türetilebilir:

$$[(\Delta FD/\Delta GDP) / (FD/GDP)] = [((M^* - X^*) / FD) + i] - h \quad (8a)$$

$$= [((I - S) / FD) + i] - h \quad (8b)$$

$$= [((gk - s) / (x FD/X)) + i] - h \quad (8c)$$

(8c) eşitliğini kullanarak da;

$$[((gk - s) / (x FD/X)) + i] > < = h \quad (9)$$

eşitliğini yazmak mümkündür.

Son yıllarda gelişmekte olan ülkelerin kamu açıklarının gayrisafi milli hasılları içinde büyük boyutlara ulaşmaya başladığı görülmektedir ⁽³³⁾. Bu doğrultuda, Meksika, Brezilya, İrlanda gibi pek çok ülke kamu açıklarını dış borçlanma ile finanse etmektedir. Bu finansman metodunun makroekonomik etkileri, bir bütçe özdeşliği içinde ele alındığında daha anlaşılır bir halde izlenebilmektedir ⁽³⁴⁾.

$$(r^*b^* - \Delta b^*)e \equiv (t - n) + (t^* - n^*)e - nb + \Delta M/P + \Delta b \quad (1)$$

Bu özdeşlikte;

r, r* : Yurtiçi ve yurtdışı faiz oranlarını,

b, b* : Yurtiçi ve yurtdışı net dış borcu,

n, n* : Ticarete konu olan ve ticarete konu olmayan mallar için yapılan faiz dışı kamu harcamalarını,

t, t* : Ticarete konu olan ve ticarete konu olmayan mallardan sağlanan vergi gelirlerini,

³³ Reisen (1989) sf. 116

³⁴ a.g.e. sf. 117

e: Döviz kurunu (Ticarete konu olan malların ticarete konu olmayan mallar cinsinden nispi fiyatları),

M/P : Reel parasal tabanı göstermektedir.

(1) nolu eşitliğin sol tarafı net dış borç faizi ile yeni net borçlanma arasındaki farka eşit olan dışsal kamu transferini (external public transfer) göstermektedir. Bu büyüklük yurtiçi kamu dengesine eşittir⁽³⁵⁾. Yurtiçi kamu dengesi ise eşitliğin sağ tarafında gösterilen iki kalemden oluşmaktadır. Bunların ilki; vergiler, para yaratma (money creation) ve yeni dış borçlanmadan sağlanan fon kaynakları, ikincisi ise yurtiçi borç faizi ödemelerinin ve ticarete konu olan ve olmayan mal ve hizmetlere yapılan kamu harcamalarının toplamından oluşan fon kullanımlarıdır. Dış borç probleminin daha iyi açıklanabilmesi için (1) nolu eşitlik dış borç dinamiği eşitliği şekline dönüştürülmektedir⁽³⁶⁾.

$$\chi_t = \chi_{t-1} [(1 - f)r + f(r^* + e) - g] - [(t - n) + (t^* - n^*)e] - (p + g)m \quad (2)$$

Bu eşitlikte kullanılan semboller;

χ : Dış borcun gayrisafi yurtiçi hasılaya oranını,

f: Dış borcun toplam kamu borçlarına oranını,

g: GSYİH büyüme hızını,

³⁵ a.g.e. sf. 117

³⁶ Fislow (1988 sf.220) dış borç dinamiğini şu şekilde ifade etmektedir:

$$\begin{aligned} FD &= M - X + iFD && \text{Dış açık (Foreign exchange gap)} \\ FD &= I - S + iFD && \text{Tasarruf açığı} \\ FD &= G - T + iFD && \text{Kamu kesimi açığı} \end{aligned}$$

Dış borçlardaki değişim her durumda faiz oranı ve reel kaynak açığı tarafından belirlenmektedir. Sabit bir nispi finansman açığına göre, dış borç / ihracat, dış borç / üretim ve dış borç / vergi oranları, faiz oranının ihracatın, gelirin ve kamu gelirlerinin büyüme oranlarından küçük olduğunda ortaya çıkan limitlere yaklaşmaktadır. Borcun ilk büyüme oranı, ele alınan oranların sınırları ile bağlıdır.

$$\lim_{t \rightarrow \infty} (D/X) = \alpha / r_x - i$$

$$\lim_{t \rightarrow \infty} (D/X) = \beta / r_y - i$$

$$\lim_{t \rightarrow \infty} (D/X) = \gamma / r_t - i$$

α : dış açık / ihracat, β : tasarruf açığı / gelir, γ : kamu kesimi açığı / vergiler.

p: Enflasyon oranını,

m: Para tabanının gayrisafi yurtiçi hasılaya oranını göstermektedir.

(2) nolu eşitlikten anlaşılacağı üzere, kamu borç oranı (public debt ratio), borç yükü ile faizdışı dengedeki fazla ve para basma yoluyla karşılanmayan büyüme oranı arasındaki fark kadar artış gösterecektir⁽³⁷⁾.

Diğer taraftan, ödemeler dengesi ile dış borç artış oranı arasında ekonomideki portföy ve harcama kararlarının oluşturulmasına yönelik bir ilişki de kurulabilmektedir⁽³⁸⁾:

$$\Delta FD = CA - DCI + \Delta RE + CO \quad (1)$$

Bu eşitlikteki semboller şu şekildedir:

DCI: Uzun vadeli doğrudan portföy yatırım girişleri

RE: Resmi rezervler

CO: Diğer özel kesim sermaye çıkışları.

Yukarıda ifade edilen bütün bu eşitlikler ve özdeşlikler genel olarak dış borç ile makroekonomik dengeler arasındaki etkileşimin yapısını belirlemektedir.

1.4. DIŞ BORÇ STOKUNUN KAYNAKLARININ ARAŞTIRILMASINA YÖNELİK BİR REGRESYON DENEMESİ

Yukarıda ayrı ayrı incelenen faktörlerin Türkiye'nin dış borç stoku üzerindeki etkilerinin araştırılması bakımından oluşturulan bir eşitlik regresyon çerçevesinde test edilmiştir.

³⁷ Reisen (1989). sf. 117

³⁸ Dornbusch (1988-2) sf. 214

Bağımsız değişkenlerin bağımlı değişkenle aralarındaki ilişkinin yönünü gösteren işaretlerin yönü konusunda ise değişkenler arası ilişkilerin kısmi türevleri belirleyici olmaktadır. Aşağıdaki eşitliklerde kullanılan semboller şu şekildedir:

FD: Dış Borç Stoku

CA: Cari İşlemler Açığı

CM: Sermaye Hareketleri Dengesi

DM/\$: Yıllık Ortalama DM/\$ Kuru

LIB: 6 Aylık Ortalama USD Liboru

PSBR: Dolar Cinsinden Kamu Kesimi Borçlanma Gereği

DEF: GSMH Deflatörü.

FDD : Dış Borç Kullanımı,

FDSP: Dış Borç Anapara Ödemeleri ,

FDSI: Dış Borç Faiz Ödemeleri,

TB: Dış Ticaret Dengesi

UT: Karşılıksız Transferler

DI: Doğrudan Yatırımlar

PI: Portföy Yatırımları

OCM: Diğer Sermaye Hareketleri

GR: Kamu Gelirleri

GE: Kamu Giderleri

DDS: İç Borç Stoku

GNPr: Reel GSMH,

NDI: Toplam Kaynak,

FXG: Dış Açığı sembolize etmektedir.

Dış borç stoku bir önceki yılın dış borç stokundan etkilenmektedir. Bu ilişki aşağıdaki gibi ifade edilmektedir:

$$FD_t = FD_{t-1} + \Delta FD_t \quad (1)$$

$$\partial FD_t / \partial FD_{t-1} > 0$$

Dış borçlanma ve ödemeler dengesi ilişkisi ise, dış borç faiz ödemelerinin cari işlemler dengesi altındaki diğer mal ve hizmet giderleri kalemi altında, anapara ödemelerinin ise sermaye hareketleri altındaki diğer uzun vadeli sermaye hareketleri kalemi altında yer alması nedeniyle bu iki denge içinde ve ayrı ayrı ele alınmıştır.

$$CA = FDSI + f(TB, UT) \quad (2)$$

$$FDSI = CA - f(TB, UT) \quad (3)$$

$$CM = FDSP + f(DI, PI, OCM) \quad (4)$$

$$FDSP = CM - f(DI, PI, OCM) \quad (5)$$

$$\Delta FD = (FDSP + FDSI) - FDD \quad (6)$$

$$\Delta FD = (CA - f(TB, UT) + CM - f(DI, PI, OCM)) - FDD \quad (7)$$

Buradan hareketle, cari işlemler açığı ve sermaye hareketlerinin dış borç stoku ile arasındaki ilişkinin yönü şu şekildedir:

$$\partial FD / \partial CA > 0$$

$$\partial FD / \partial CM > 0$$

Çapraz kurlardaki ve faiz oranlarındaki değişimin dış borç stokuna etkileri ise aşağıda incelenmiştir. Çapraz kurlardaki hareketler kur farkları, faiz oranlarındaki hareketler ise değişken faizlerin yol açacağı faiz yükü artışı ile dış borç stokunu etkilemektedir. Faizlerin etkisinin göstergesi olarak LIBOR oranları alınmıştır. Bunun yanısıra, borç stokunu etkileyen diğer faktörler, regresyonda yer almamaları nedeniyle, bir $f(x)$ fonksiyonu ile gösterilmektedir.

$$FD = \Delta(DM/\$)*FD + \Delta LIB*FD + f(x) \quad (8)$$

Kur etkisini gösteren DM/\$ ve faiz etkisini gösteren LIBOR oranının incelenen dönemde gerçekleşen değerlerine ve gösterdikleri değişime bağlı olarak kısmi türevleri negatif veya pozitif çıkabilmektedir. Bu doğrultuda aşağıdaki sonuçlar elde edilmektedir:

$$\partial FD / \partial (DM/\$) > 0$$

$$\partial FD / \partial (DM/\$) < 0$$

$$\partial FD / \partial LIB > 0$$

$$\partial FD / \partial LIB < 0$$

Kamu Kesimi Genel Dengesi (KKBG) incelenirken, (10) nolu eşitlikte kaynakları ve (11) nolu eşitlikte ise finansmanı bakımından ele alınmaktadır. KKBG içinde tasarrufçu KİT'ler olarak adlandırılan kamu bankalarının hesapları yer almamaktadır.

$$PSBR = GR - GE \quad (9)$$

$$PSBR = \Delta DDS + \Delta FD \quad (10)$$

$$\Delta FD = PSBR - \Delta DDS \quad (11)$$

(12) nolu eşitlikten KKBG ve dış borç stoku arasında aynı yönde bir ilişki bulunduğu sonucu ortaya çıkmaktadır.

$$\partial FD / \partial PSBR > 0$$

Gayrisafi milli hasıla (GSMH) ile deflatör arasındaki ilişki dikkate alındığında dış borç stoku ve deflatör ilişkisi ile dış borç stoku GSMH ilişkisinin aynı yönde olması beklenmektedir. Türkiye’de, büyüme oranının kat kat üzerinde olması bakımından, enflasyon oranının GSMH üzerinde daha etkili olması nedeniyle deflatörün GSMH etkisini vereceği düşünülmektedir. Ayrıca, kur ve faiz etkisinin belirtildiği eşitlikte olduğu gibi, burada da regresyonda yer almayan diğer değişkenleri göstermek üzere bir $f(x)$ fonksiyonuna yer verilmiştir. Bu çerçevede;

$$GNP_{t+1} = GNP_t * (1+DEF) * (1+g) \quad (12)$$

ya da;

$$DEF = GNP_t / GNP \quad (13)$$

$$NDI = GNP - FXG \quad (14)$$

$$GNP = NDI - FXG \quad (15)$$

$$FXG = \Delta FD + f(x) \quad (16)$$

$$\Delta FD = FXG - GNP - f(x) \quad (17)$$

(18) nolu eşitlikten de görüleceği üzere, dış borç stoku ve GSMH arasında ters yönlü bir ilişki bulunmaktadır.

$$\partial FD / \partial DEF < 0$$

Bu çerçevede, 1978-1993 dönemine ait gözlem değerleri üzerinde 1. derece otoregresif yapıya sahip olan aşağıdaki eşitlik, AR(1) sürecinde, Cochrane-Orcutt

metoduyla ve MicroFit paket programı kullanılarak regresyona sokulmuş ve esneklikleri göstermesi bakımından, değişkenlerin logaritmaları alınmıştır:⁽³⁹⁾.

$$\text{LNFD} = a_1 + a_2\text{LNFD}_{t-1} + a_3\text{LNCA} + a_4\text{LNCM} + a_5\text{LN(DM/\$)} + a_6\text{LNLIB} + a_7\text{LNPSBR} + a_8\text{LNDEF} \quad (18)$$

Yukarıdaki eşitliğin, katsayıları belirlenmiş ve test sonuçları gösterilmiş olan çözümlenmiş hali aşağıda verilmiştir.

$$\begin{aligned} \text{LNFD} = & -2,717 + 1,715\text{LNFD}_{t-1} + 0,025\text{LNCA} + 0,126\text{LNCM} + \\ & (-2,3548) \quad (5,2103) \quad (0,9694) \quad (3,6381) \\ & 0,821\text{LN(DM/\$)} - 0,082\text{LNLIB} + 0,129\text{LNPSBR} - 0,262\text{LNDEF} \quad (18a) \\ & (2,4865) \quad (-1,1611) \quad (1,4758) \quad (2,3898) \end{aligned}$$

$$R^2: \% 99,43 \quad F(8,6): 132,0534$$

Bir önceki dönemin dış borç stoku, döviz kuru, kamu açıkları, sermaye hareketleri ve cari işlemler açığının dış borç stoku ile arasındaki ilişki, beklendiği gibi, aynı yönde oluşmuştur. LIBOR ve GSMH deflatörü ile dış borç stoku ilişkisi ise ters yönlü olarak ortaya çıkmıştır. Teorik olarak faiz oranlarındaki gelişmeleri temsil eden LIBOR'un artmasıyla beraber, maliyetlerinin artması nedeniyle dış borçlanmanın azalması, yani dış borç stoku ile LIBOR arasında birbiriyle ters yönlü ilişki olması beklenirken, deflatör ile borç stoku arasındaki ilişkinin ters yönlü olması ise büyümenin dış borçla finanse edildiği şeklindeki yaklaşıma karşılık, dış borç ödeme kapasitesinin deflatördeki gelişmeye paralel olarak artış gösterdiği şeklinde değerlendirilebilir.

Diğer taraftan regresyon istatistiki olarak incelendiğinde; cari işlemler açığının anlamlılığı yüzde 19, LIBOR'un ki ise yüzde 11 düzeyinde gerçekleşmiştir. Ancak, bu değişkenler, dış borç stoku ile güçlü teorik ilişkileri olması bakımından istatistiki

³⁹ Regresyona ilişkin ayrıntılı istatistiki bilgi ve grafikler ekte verilmektedir.

anlamlılık düzeylerinin yüzde 10'u aşmasına karşılık, kabul edilebilir düzeyde bulunmuşlardır.

Regresyondan elde edilen bir diğer dikkat çekici sonuç, dış borç birikimini etkileyen en önemli faktörün borç stokunun bir önceki dönemdeki değeri olmasıdır. Buna göre (t-1) dönemindeki borç stoku mevcut stokla aynı yönde bir ilişki göstermektedir. Bu durum önceki dönem dış borç stokunun hem getirdiği faiz yükü, hem de artan borç stokunun, borçlunun riskini arttırması bakımından borçlanma olanaklarını sınırlaması nedeniyle teorik olarak beklenen bir sonuçtur.

Ödemeler dengesi içindeki cari işlemler açığı ve sermaye hareketleri dengesi kalemleri de dış borç stokunun kaynakları arasında yer alan kalemlerdir. Büyük ölçüde dış ticaret açığının ve faiz ödemelerinin yolaçtığı cari işlemler açığının finansmanında da dış borçlanmaya başvurulmaktadır. Diğer taraftan kısa vadeli krediler, döviz tevdiat hesapları, portföy yatırımları ve diğer uzun vadeli sermaye hareketlerinin yer aldığı sermaye hareketleri de dış borç stoku üzerinde etkili bir diğer kalemdir. Öte yandan dış borç stokundan (FD) sermaye hareketlerine (CM) yönelik olarak ilişkinin yönü araştırıldığında, FD'den CM'ye doğru daha büyük bir ilişki tespit edilmiştir.

$$LNCM = -2.3279 + 1.2132LNFD \quad (19)$$

$$(-1.3450) \quad (3.1096)$$

$$LNFD = 3.4454 + 0.3231LNCM \quad (20)$$

$$(10.7598) \quad (3.1096)$$

$$R^2: \% 39.197 \quad F(1, 15): 9.6698[.007]$$

Ödemeler dengesi (BOP) ile dış borç stoku da bu çerçevede incelenmiş ve şu sonuç elde edilmiştir:

$$\text{LNBOP} = -6.4338 + 1.9979\text{LNFD} \quad (21)$$

$$(-2.7345) \quad (3.7669)$$

$$\text{LNFD} = 3.8417 + 0.2433\text{LNBOP} \quad (22)$$

$$(23.6637) \quad (3.7669)$$

$$R^2: \% 48.61 \quad F(1, 15): 14.1892[.002]$$

Buna göre BOP ve CM'nin FD'den etkilenmeleri hemen hemen aynı düzeyde görülürken, tersi durumda da CM ve FD ilişkisine benzer bir durum görülmüştür. Genel olarak incelendiğinde gerek sermaye hareketleri, gerekse ödemeler dengesinin dış borç stokuyla ilişkisi beklendiği gibi ve regresyona uygun sonuçlar vermiştir.

Kur farkları ABD doları cisinden ifade edilen dış borç stokunun en önemli kaynakları arasında yer almaktadır. Bu çerçevede Türkiye'nin dış borç kompozisyonu içinde toplam borçların yüzde yaklaşık olarak yüzde 45'ini oluşturan ABD dolarının DM ile arasındaki çapraz kur regresyona sokulmuş ve DM/ABD doları çapraz kuru arttıkça dış borç stokumuzun arttığı şeklinde bir sonuç elde edilmiştir. İncelenen dönemde gerek dış borç stokunun döviz kompozisyonu, gerekse DM/ABD doları kurunun gelişimi bu yönde bir ilişkiyi ifade etmiştir. Bununla beraber sözkonusu ilişki döviz kompozisyonu ve kur gelişimine bağlı olarak ters yönlü de çıkabilecektir. Kur değişiminin borç stoku üzerine etkileri ayrıntılı bir şekilde 3. bölümde işlenmektedir.

Uluslararası borçlanmada faiz oranlarının bir göstergesi olan LIBOR (London Interbank Offered Rate) oranı borç stoku ile ters orantılı bir ilişkiye sahiptir. Bu oranın artması borçlanma maliyetlerini, dolayısıyla borçlanma olanaklarını kısıtlamaktadır.

Diğer taraftan LIBOR ve dış borç stoku ilişkisi birebir regresyona sokulduğunda aşağıdaki sonuçlara ulaşılmıştır.

$$\text{LNLIB} = 1.6459 - 0.6156\text{LNFD} \quad (23)$$

$$(2.9566) \quad (-4.9060)$$

$$\text{LNFD} = 3.3476 - 1.0006\text{LNLIB} \quad (24)$$

$$(14.9516) \quad (-4.9060)$$

$$R^2: \% 61.61 \quad F(1, 15): 24.0687[.000]$$

Buradan da görülebileceği gibi uluslararası faiz oranlarının bir göstergesi olan LIBOR oranları ile dış borç stoku arasında önemli bir ilişki bulunmaktadır. LIBOR oranındaki artış bir yandan dalgalı faizli borçlarımız üzerinde olumsuz etki yaparak borç yükümüzü arttırırken, diğer taraftan borçlanma maliyetlerindeki yükselmenin olumsuz etkileri nedeniyle daha az borçlanılması gündeme gelmektedir. İncelenen dönemde uluslararası piyasalardan kullanılan borç miktarının toplam içindeki payının özellikle 1988 öncesinde yok denecek kadar düşük düzeyde olması ters yönlü ilişkiyi ifade eden ikinci bir olasılığı gündeme getirmiştir.

Kamu kesimi borçlanma gereği (KKBG-PSBR) dış borçlanmayı etkileyen diğer bir unsurdur. Konsolide bütçe, KİT'ler, bütçe dışı fonlar, mahalli idareler, sosyal güvenlik kuruluşları ve döner sermayelerin finansman ihtiyaçları toplamından oluşan KKBG'deki artışa bağlı olarak dış borç stoku da artış göstermektedir.

KKBG, dış borç stoku ilişkisi de genel olarak regresyonda ortaya çıkan ilişkiye paralel bir sonuç ortaya çıkarmıştır.

$$\text{LNPSBR} = -3.7236 + 0.9974\text{LNFD} \quad (25)$$

$$(-3.8041) \quad (4.5205)$$

$$\text{LNFD} = 4.0279 + 0.5782\text{LNPSBR} \quad (26)$$

$$(41.2233) \quad (4.5205)$$

$$R^2: \%57.67 \quad F(1, 15) \quad 20.4345[.000]$$

Dış borç stoku ve kamu kesimi borçlanma gereği arasında birbirini besleyici bir ilişkiden söz edilebilir. Bu çerçevede kamu kesimi finansman ihtiyacı arttıkça dış borç stoku artış göstermekte, dış borç stoku büyüdükçe de faiz yükündeki ve geri ödemelerdeki artışlara paralel olarak KKBG'de artış görülmektedir⁽⁴⁰⁾.

Regresyonda GSMH deflatörü ile dış borç stoku arasındaki ilişki de ters yönlü olarak ortaya çıkmıştır. Bu durum GSMH'deki artışlara bağlı olarak dış borç ödeme kapasitesinin artması ile açıklanmaktadır. Bunun yanısıra GSMH'nin ve dış borç stokunun cari değerleri ile bir önceki dönem dış borç stokunun cari dönem GSMH'si arasındaki ilişkinin yönü araştırılmış ve aşağıdaki sonuç elde edilmiştir.

$$\text{LNGNP} = -0.6092 + 0.5829\text{LNFD}(-1) \quad (27)$$

$$(-1.4444) \quad (6.0963)$$

$$R^2: \%72.64 \quad F(1, 14): 37.1649[.000]$$

$$\text{LNGNP} = -0.4637 + 0.5445\text{LNFD} \quad (28)$$

$$(-1.1676) \quad (6.0826)$$

$$\text{LNFD} = 1.8837 + 1.3067\text{LNGNP} \quad (29)$$

$$(4.4862) \quad (6.0826)$$

$$R^2: \%71.15 \quad F(1, 15): 36.9986[.000]$$

⁴⁰ Devlet Planlama Teşkilatı tarafından hazırlanan Kamu Kesimi Borçlanma Gereği (KKBG) tablolarında, dış borç anapara ödemeleri kasa banka-borçlanma, faiz ödemeleri ise faktör giderleri ile netleştirilen faktör gelirleri kalemi altında gösterilmektedir.

1.5. RASYO ANALİZİ VE DİĞER ÜLKELERLE KARŞILAŞTIRMALAR

Bu bölümde dış borç yükünün tanımı ve ölçülebilmesi için kullanılan özel analitik ve finansal oranlar tanımlanmakta ve yaygın olarak kullanılmakta olanlar açıklanmaktadır⁽⁴¹⁾. Bu tanım ve açıklamaların yanısıra belirtilen oranlar için Türkiye ve benzer ülkeler⁽⁴²⁾ kıyaslanarak değerlendirilmektedir.

Dış borç oranları gerek borç verenler, gerekse borç alanlar tarafından kullanılmaktadır. Borç veren taraf bakımından, borç alacak ülkenin kredi değerliliğini, borcu geri ödeyebilme kapasitesini veya borç vermede beklenen amacın gerçekleşebilme olanağını görebilmek açısından oranların kullanımı önem taşımaktadır. Borçlanan taraf içinse, dış borç oranları dış borcun etkin biçimde kullanılması ve beklenen borç ödeme kapasitelerine göre alternatif dış finansman politikalarının belirlenmesi açısından yararlı olabilmektedir.

1970'li yıllarda başlayan gelişmekte olan ülkelerin artan dış borç geri ödeme sorunları nedeniyle dış borç oranları uluslararası alanda, ticari kreditorlerin yanısıra resmi kreditorlerce -devletler ve uluslararası mali kuruluşlar- de kullanılmaya başlanmıştır. Bu nedenle dış borç oranları, dış kaynakların arzını etkileyen önemli bir faktör olarak gözönünde bulundurulmaktadır⁽⁴³⁾.

Dış borçların değerlendirilmesinde kullanılan oranlar dış borçlara ilişkin durumu göstermesi ve mevcut durumun analiz edilmesi bakımından dış borç gösterge oranları ve dış borç analiz oranları olarak iki başlık altında incelenebilir.

⁴¹ Bu bölümde ele alınan oranlar dış borç analizlerinde yaygın olarak kullanılan oranlardır. HDTM Dış Borç Bülteni'nde, World Debt Tables'da kullanılan ve rating kuruluşlarının kredi değerliliğinin ölçülmesi aşamasında başvuru olan oranlar bu başlık altında incelenmiştir.

⁴² Benzer ülkeler olarak orta gelir düzeyine mensup ve Dünya Bankası tarafından orta-borçlu ülkeler olarak sınıflandırılan grubun özelliklerini yansıtan 15 ülke seçilmiştir. (World Debt Table, 1992-93)

⁴³ Nowzad, William (1981) sf. 3

Tablo 8.

Çeşitli Ülkelerin Dış Borç Gösterge Oranları

	Toplam Dış Borç / GSMH				Toplam Dış Borç / İhracat				Toplam Dış Borç Serv./İhr.			
	1988	1989	1990	1991	1988	1989	1990	1991	1988	1989	1990	1991
Cezayir	46,8	53,3	51,6	70,4	313,2	272,5	214,5	199,3	78,7	71,8	68,4	68,4
Arjantin	66,5	121,9	62,3	49,2	517,1	540,0	410,2	430,0	44,2	36,2	39,4	48,1
Brezilya	36,7	25,7	25,2	28,8	314,3	286,9	327,5	333,7	48,2	34,6	22,6	30,8
Şili	97,2	76,9	73,5	60,7	231,8	182,9	182,1	153,5	25,4	27,1	26,0	33,9
Mısır	185,8	165,4	126,7	130,2	453,5	435,1	312,9	280,0	24,9	28,5	26,3	16,7
Macaristan	70,7	73,1	67,6	77,0	173,8	169,7	172,7	180,8	31,1	29,7	34,3	32,5
Hindistan	21,7	23,9	23,7	29,2	280,6	272,1	278,4	294,2	30,3	27,6	28,3	30,6
Ürdün	116,3	181,5	237,6	225,3	199,7	245,4	270,5	283,4	31,3	18,8	19,7	20,9
Meksika	61,4	48,5	41,7	36,9	312,8	253,1	223,5	224,1	48,0	37,9	27,8	30,9
Pakistan	42,8	44,4	50,3	50,1	230,3	239,7	249,2		24,6	22,9	22,9	
Portekiz	43,6	46,3	42,9	43,9	97,8	97,7	89,4	103,4	28,9	18,3	18,5	21,2
Suriye	162,8	169,2	118,1		683,5	397,7	301,2		22,7	25,3	26,9	
Tunus	70,3	71,6	64,0	66,2	139,6	137,5	130,7	137,2	21,8	21,9	24,0	22,7
Endonezya	64,3	59,7	66,1	66,4	240,1	209,8	225,1	225,6	40,4	35,5	31,1	33,0
G.Kore	20,7	15,5	14,4	14,4	50,4	44,3	45,2		14,8	11,8	10,7	
Türkiye	57,6	52,5	45,4	47,1	206,8	188,8	195,1	194,7	35,6	31,9	27,4	26,8

Kaynak: World Debt Tables, HDTM

1.5.1. DIŞ BORÇ GÖSTERGE ORANLARI

Öncelikle dış borç göstergeleri olarak tanımlanabilen ve ülkeleri borçluluk düzeylerine göre sınıflandırmakta kullanılan oranlar değerlendirilmektedir. Bu oranlar ülke içindeki analizlerde de sıklıkla kullanılmaktadır. Bu tür oranlar değerlendirilirken, ülkenin tasarruf açıkları, yatırımların verimliliği, borçlanmanın faiz ve vade koşulları gibi faktörlerin de gözönünde bulundurulması gerekir. Aksi takdirde yapılan analiz anlamlı sonuçlar vermeyebilir. Dış borç oranlarının belirtilen kritik düzeylerini aşan ülkeler çok borçlu olarak nitelendirilmektedir. Orta düzeyde borçlu ülkeler olarak ise bu oranları kritik düzeylerin yüzde 60 üzerinde olan ülkeler olarak tanımlanmaktadır⁽⁴⁴⁾.

1.5.1.1 Toplam Dış Borç / GSMH

Toplam dış borç stokunun, toplam üretimin (Gayri Safi Milli Hasıla'nın) belirli bir oranı olarak ifadesi, toplam borcun bir yıllık ülke üretiminin ne kadarına denk geldiğini göstermektedir. Bu oran, ülke riski ve borç yükü analizlerinde genel bir ölçüt olarak kabul edilmektedir⁽⁴⁵⁾. Bu oranın, yüzde 30-50 arasında olması durumunda ülke orta derecede borçlu, kritik düzeyi olan yüzde 50'yi aşması durumunda ise çok borçlu olarak nitelendirilmektedir. Ülkeler arasında sağlıklı bir karşılaştırma yapabilmek için ülkelerin GSMH'lerini ortak bir para birimine çevirmek gerekmektedir.

Tablodan da görüleceği üzere, Türkiye orta derecede borçlu ülkeler arasında yer almaktadır. 1988 ve 1989 yıllarında çok borçlu ülkeler arasında yer alan Türkiye, 1990 yılından sonra toplam dış borç stokunun artmasına rağmen, GSMH'sında görülen gelişmeler sonucu orta borçlu ülkeler kategorisine çıkmıştır. 1991 yılından itibaren

⁴⁴ World Debt Tables 1992-1993

⁴⁵ Derdiyok (1993) sf. 44

oranın yeniden yükselişe geçmesi dış finansmana başvurmadaki sıklığın arttığına bir göstergesidir. Nitekim geçici verilere göre 1993 yılında bu oran yüzde 49.7 olarak gerçekleşmesi Türkiye'nin kritik düzeyde bulunduğunu göstermektedir. Türkiye, tabloda verilen ülkeler grubunda bu oran açısından ilk yüzde 40'lık dilimde yer almaktadır. Bu oran yüzde 50'ye yakın bir değerde olmasına bağlı olarak, Türkiye ekonomisi üzerinde oluşabilecek dış dünya etkisinin yüksek olacağı söylenebilir.

1.5.1.2 Toplam Dış Borç / İhracat

Bu oran, bir ülkenin dış borç ödeme kapasitesi hakkında bilgi veren ve borç yükü açısından da anlamlı bir oran olarak görülmektedir. Toplam dış borç stokunun, mal ve hizmet ihracatına oranının yüzde 165-275 arasında olması durumunda ülke orta borçlu, kritik düzey olan yüzde 275'in üzerinde olması halinde ise, çok borçlu olarak değerlendirilmektedir. Bu oranın zaman serisi içinde yükselmesi olumsuz bir gelişme olarak değerlendirilmektedir⁽⁴⁶⁾.

Türkiye, Toplam Dış Borç / İhracat oranı açısından değerlendirildiğinde orta düzeyde borçlu ülkeler arasında yer almaktadır. Tablodan görüleceği üzere, Türkiye, grubunda bulunan ülkeler arasında oldukça iyi sıralarda bulunmaktadır. Grupta bulunan ülkeler ortalaması yüzde 250 dolayında iken Türkiye, yüzde 195 civarında olan oranla ilk yüzde 15 içerisinde yer almaktadır. Oranın zaman içerisinde sabit sayılabilecek bir düzeyde olması, Türkiye'nin yükselen dış borcuna karşılık ihracat artışının bu olumsuzluğu karşıladığını göstermektedir.

1.5.1.3. Toplam Dış Borç Servisi / İhracat

Bu oran dış borç servis oranı veya dış borç karşılama oranı olarak isimlendirilmektedir. Dış borç anapara ve faiz ödemelerinin ülke ihracat gelirlerine

⁴⁶ Derdiyok (1994) 116

bölünmesiyle elde edilmektedir. Türkiye gibi bazı ülkelerde, işçi döviz gelirleri gibi bazı özel transferler önemli ölçüde döviz kaynağı oluşturduğu için, bu gelirler ihracat gelirlerine dahil edilerek analizlerde gözönünde bulundurulabilir⁽⁴⁷⁾. Ülke ihracat gelirlerinin ne oranda dış borçlanma giderlerini karşılayabildiğini gösteren bu oran, borç yükünün ölçümünde de etkili bir şekilde kullanılmaktadır.

Oranın büyük değer alması, ülke ihracat gelirlerinin dış borç giderlerini karşılama oranının küçülmesi demektir. Bu durumda, borçlu ülkenin dış borç ödeme yükümlülüklerini yerine getirebilme gücü zayıflamaktadır. Aksine, oranın küçük değer alması durumunda ise ülke ödemeler dengesinde bir iyileşme ve buna bağlı olarak da ülkenin dış borç ödeme gücünde bir artış görülmektedir. Dış borç servisi oranının, ülke ihracatının ve ithalatının yapısı ve bu faktörlerdeki gelişmelerle birlikte değerlendirilmesi daha anlamlı sonuçlara ulaşılmasını sağlayacaktır⁽⁴⁸⁾.

Borçlu ülkenin, dış borç ödeyebilme gücü bakımından kabul gören genel kural, yüzde 10'un altında borç servis oranıdır. Potansiyel bir tehlike durumu ise oranın yüzde 20'nin üzerinde olmasıdır. Bu oranın kritik düzeyi olan yüzde 30'u aşan ülkeler ise çok borçlu ülkeler olarak değerlendirilmektedir.

Türkiye'nin 1988 yılında yüzde 35.6 olan Toplam Dış Borç Servisi / İhracat oranı 1991 yılında yüzde 26.8'e düşmüş, böylece Türkiye bu oran bakımından çok borçlu ülkeler grubundan orta borçlu ülkeler grubuna geçmiştir. Ancak bu oranın halen yüzde 20'lerin üzerinde olması, yukarıda da belirtildiği üzere dış borç ödeyebilme gücünde sorunlar olabileceğini göstermektedir. Dış borç servisi oranındaki yüksek sayılabilecek değerler, ülke dış ticaret dengesindeki süreklilik gösteren açıklarla birlikte değerlendirildiğinde, Türkiye'nin uluslararası bir likidite sorunuyla karşılaşmasının çok

⁴⁷ Nowzad, William (1981) sf. 48

⁴⁸ a.g.e. sf. 48

uzak olmayacağını göstermektedir. Bu duruma bağlı olarak da, dış borçlanma beklenen fonksiyonu olan yurtiçinde etkin yatırımların artırılması yönünde katkıda bulunmak yerine borçların refinansmanı için kullanılmaktadır. Türkiye, söz konusu oran bakımından orta borçlu ülkeler ortalaması düzeyinde bulunmaktadır.

1.5.2. DIŞ BORÇ ANALİZ ORANLARI

1.5.2.1. Faiz Servisi / İhracat

Maliyet oranı olarak da değerlendirilebilen bu oran, ülke ihracat gelirlerinin ne kadarının dış borç faiz ödemeleri için kullanıldığını gösterir.

$$\text{Dış Borç Maliyet Oranı} = \frac{\text{Dış Borç Faiz Ödemeleri}}{\text{GSYİH (ihracat gelirleri)}}$$

Teorik olarak oranda görülen hızlı artışlar veya oranın yüksek bir değerde bulunması, ülkede aşırı tüketimin sözkonusu olduğunun veya yatırımların üretkenliğinde sorunlar bulunduğu göstergesidir. Diğer bir ifadeyle, dış borçlanma gelirlerinin ülke yatırımlarından çok tüketime kanalize edilmekte olduğunun veya büyüyen GSYİH'nın ve ülke yatırım programlarının ihracatı geliştirme yönündeki katkısının oransal olarak dış finansmanın maliyetinin altında gerçekleşmekte olduğu sonucu çıkarılabilir. Çünkü, dış borçlanmanın milli gelire veya ülke ihracatına olan katkısı, söz konusu faktörlerde sağlayacağı büyüme ile ölçülür⁽⁴⁹⁾.

Dış borç faiz ödemelerindeki artış, GSYİH veya ihracat gelirlerindeki artıştan fazla ise, dış borçlanmanın maliyeti katkısından fazla olmaktadır. Ancak bu sonuca varırken, iç finansman kaynaklarının da etkin olarak kullanılabilme durumunun da dikkate alınması gerekmektedir.

⁴⁹ a.g.e. sf. 49

Tablo 9.1.
Çeşitli Ülkelerin Dış Borç Analiz Oranları

	Faiz Servisi / İhracat			Uluslararası Rez./Dış Borç			Kısa Vd. Dış Borç /Dış Borç			Uygun Koşullu Kr./Dış Borç		
	1988	1989	1990	1991	1988	1989	1990	1991	1988	1989	1990	1991
Cezayir	23,2	19,3	15,5	14,7	11,9	10,8	9,1	12,1	6,1	6,4	4,6	3,8
Arjantin	27,3	17,7	16,6	25,0	8,8	4,9	10,0	12,0	9,7	13,0	16,3	22,0
Brezilya	36,1	14,7	6,7	15,8	7,0	7,8	7,9	7,5	9,4	16,7	20,8	17,3
Şili	14,9	16,6	16,9	24,3	19,9	24,0	35,5	43,0	11,2	16,5	17,6	12,3
Mısır	12,0	13,5	11,3	6,3	4,3	4,8	9,0	15,2	12,9	15,1	11,6	8,5
Macaristan	11,6	13,4	13,7	13,2	10,8	9,1	5,6	17,8	17,2	16,2	13,8	9,6
Hindistan	15,1	14,9	15,7	13,6	15,8	18,2	8,2	10,6	6,5	7,3	6,9	5,3
Ürdün	12,4	10,9	12,3	11,8	6,2	10,4	13,7	12,8	17,4	12,6	13,1	11,3
Meksika	27,0	24,6	16,7	17,3	6,3	7,1	10,5	17,7	9,4	10,8	9,9	10,9
Pakistan	8,9	9,6	9,9		7,0	7,1	5,1	5,3	14,3	15,1	15,4	18,1
Portekiz	8,0	6,5	5,7	7,1	65,6	80,2	85,0	91,8	18,8	25,2	26,7	29,4
Suriye	8,5	4,8	3,9		3,3				7,4	7,0	9,0	11,2
Tunus	8,4	8,5	7,5	7,3	14,4	14,9	11,2	10,3	4,9	5,4	8,2	8,1
Endonezya	15,6	13,9	12,5	13,3	12,3	12,5	12,9	14,1	8,0	10,0	16,8	18,3
G.Kore	4,2	3,8	3,4		34,9	46,8	42,6	34,1	27,4	29,9	30,9	27,6
Türkiye	16,1	14,0	13,4	12,8	15,8	22,0	22,7	23,8	15,7	13,6	19,0	17,8

Kaynak: World Debt Tables, HDTM

Tablo 9.2.

Çeşitli Ülkelerin Dış Borç Analiz Oranları

	Çok Taraflı Kr./Dış Borç			Dış Kaynak İhtiyaç Oranı			Net Kaynak Transferi			Net Kaynak Transfer Or.		
	1988	1989	1990	1991	1988	1989	1990	1991	1988	1989	1990	1991
Cezayir	5,2	5,6	7,0	9,5	79,3	62,8	42,7	35,0	18	-489	-2665	-3424
Arjantin	6,9	6,7	8,1	8,5	26,2	23,4	5,6	33,3	-2173	-3678	-4579	-3042
Brezilya	9,9	10,0	9,8	9,5	-1,7	15,1	22,1	21,7	-11388	-5872	-4101	-5582
Şili	17,3	19,7	21,7	24,1	9,3	16,2	14,9	7,1	-196	-215	-95	-3466
Mısır	9,9	10,2	9,3	8,2	17,1	35,1	35,2	-6,4	-141	-1014	-2686	-87
Macaristan	8,6	9,0	12,0	14,8	21,5	19,4	14,9	14,6	-479	-470	-2078	-755
Hindistan	30,9	30,8	31,5	33,5	49,0	39,9	43,4	25,7	242	326	8	242
Ürdün	11,1	10,7	11,3	10,8	5,4	10,2	12,1	32,5	-242	279	134	-211
Meksika	10,3	11,3	14,7	15,2	26,8	21,6	24,8	40,5	-6630	-8284	-827	-3742
Pakistan	27,4	30,0	33,3	35,0	27,3	28,2	27,4		-79	1007	287	1039
Portekiz	10,7	11,3	11,1	9,8	24,0	11,1	13,3	16,8	-1140	1624	710	1820
Suriye	6,1	6,0	6,5	6,2	20,5	-7,1	-10,5		248	282	-1017	173
Tunus	23,2	26,2	29,0	32,7	9,0	16,6	23,5	16,4	-58	-202	-95	37
Endonezya	20,8	22,1	21,2	21,7	31,0	25,8	28,1	32,3	33	758	6477	497
G.Kore	12,8	11,7	10,8	8,9	-10,1	1,2	10,1		-6042	-4838	-1541	2103
Türkiye	22,5	20,8	19,3	19,5	11,6	12,8	26,0	16,7	-1367	-2908	1560	-3214

Kaynak: World Debt Tables, HDTM

Bu oranın artış hızı ve beklenen seviyesi, ülke yatırımlarının dış kaynaklarla finansman durumuna, sermaye / hasıla katsayısına, dış finansmanın faiz, vade koşullarındaki gelişmelere ve tasarruf oranının kritik değerine bağlı olarak ülkeler arası farklılık gösterebilmektedir (⁵⁰).

Bilindiği gibi ülkeler farklı maliyetlerle dış borçlanma yapmaktadırlar. Ticari kreditorlerden sağlanan borçların faiz oranlarının tam konsolidasyonu mümkün olmadığı için, bu oran çok borçlu, az borçlu ve diğer ülkeler arasındaki borç servisi yükünün analizinde netlik sağlamaktadır. Bu oranın kritik düzeyi yüzde 20 olarak değerlendirilmektedir.

Yukarıda belirtildiği gibi bu oranın beklenen seviyesi dışsal birtakım faktörlere bağlıdır. 1988 yılında yüzde 16.1 olan Faiz Servisi / İhracat oranı 1991 yılında yüzde 12.8'e düşmüştür. Türkiye bu oran açısından istikrarlı bir durumda bulunmasına rağmen Endonezya, Mısır, Pakistan gibi ülkelerin altında yer almaktadır.

1.5.2.2. Dış Kaynak İhtiyaç Oranı

Bir ülkenin yabancı sermayeye olan bağımlılığının en önemli göstergesi, o ülkenin ödemeler dengesi bilançosu cari işlemler dengesi açığının GSYİH'ya olan oranıdır. Bu oran ülke ihracat gelirleri cinsinden de ifade edilir.

$$\text{Dış Kaynak İhtiyaç Oranı} = \frac{\text{Cari İşlemler Açığı}}{\text{GSYİH (ihracat gelirleri)}}$$

Bu yaklaşımın, özellikle, dış borç yükü fazla olan gelişmekte olan ülkeler açısından eksiklikleri vardır. Oranın payına dış borç anapara geri ödemelerinin de eklenmesi bir ölçüde düzeltici etki yapmaktadır.

⁵⁰ Kritik değer anlamı $MRS \geq ARS$ olmasıdır. Diğer bir anlatımla ülkede varolan marjinal tasarruf eğiliminin ortalama tasarruf eğilimini geçdiği değerdir.

Dış kaynak ihtiyaç oranı değerinin yükselmesi, ülke ekonomisinin yabancı sermayeye olan bağımlılığının artmakta olduğunu göstermenin yanısıra ülkenin dış finansal gelişmelerden daha kolay etkilenebileceğini de ifade etmektedir⁽⁵¹⁾. Diğer bir ifadeyle, oranın yükselmesi, ülke ekonomisinde dış tasarrufların oransal olarak arttığının, buna bağlı olarak da dış dünyadaki gelişmelerden ülke ekonomisinin kolayca etkilenebileceğinin bir göstergesidir. Ancak, bu oran tek başına değerlendirildiğinde, ülkeye olan sermaye akımlarının bileşiminde farklılıkları yakalayamadığı için sınırlı sonuçlar vermektedir. Toplam sermaye akımları içerisindeki doğrudan yatırımların oransal çokluğu dış borç oranlarını etkilemektedir.

Tabloda dış kaynak ihtiyaç oranı ihracat gelirleri cinsinden ifade edilmiştir. 1988 - 1991 dönemi incelendiğinde en yüksek oran yüzde 26 ile 1990 yılında görülmektedir. Bunun nedeni 1990 yılında ihracat artış hızında görülen hızlı düşüştür. Diğer bir ifadeyle, ihracat gelirlerinde, dolayısıyla ülke döviz gelirlerindeki azalış, kısa vadede dış kaynaklara olan bağımlılığı artırmıştır. Türkiye, bu oran açısından diğer ülkelerle karşılaştırıldığında ortalama değerlerin altında kalmaktadır.

1.5.2.3. Net Kaynak Transfer Oranı

Dönem içinde kullanımı gerçekleşen dış borçlanma gelirinden dönem içerisinde ödemesi yapılan dış borç anapara ve faiz ödemeleri çıkarıldığında o dönemin net dış borçlanma dengesine ulaşılır. Bu denge, dış borçlanma sonucu ülke ekonomisine yapılan net kaynak transferini veya ülke ekonomisinden dış dünyaya yapılan net kaynak aktarımını göstermektedir.

$$\text{Net Kaynak Transfer Oranı} = \frac{\text{Net Dış Borçlanma Dengesi}}{\text{GSYİH (ihracat gelirleri veya Ulus Rezervler)}}$$

⁵¹ Nowzad, William (1981) sf. 47

Net Kaynak Transfer Oranı, yukardaki eşitlikte de belirtildiği üzere, net dış borçlanma dengesinin GSYİH, uluslararası döviz rezervi veya ülke ihracat gelirin e bölünmesi yoluyla elde edilmektedir.

Bu oran, dış borçlanma sonucu oluşabilecek net dış tasarruf miktarını, bu şekilde de ülkenin kalkınma sürecine yapacağı net katkıyı gösterebileceği gibi, oranın negatif değ er alması halinde, oluşan negatif dış tasarruf nedeniyle, kalkınma sürecine olan olumsuz etkilerini göstermektedir⁽⁵²⁾.

Tabloda verilen değ erler net dış borçlanma dengesinin ilgili ülke ihracat gelirlerine bölünmesiyle elde edilmiştir. Buna göre 1990 yılı hariç Türkiye'nin net kaynak transfer oranı negatif değ er almaktadır. Yukarıda da belirtildiği gibi Türkiye'nin kalkınma süreci bu durumdan olumsuz etkilenmektedir. Aynı grupta bulunan diğ er ülkeler ile karşılaştırıldığında, Türkiye 1990 ve 1991yılları için oldukça iyi durumda bulunmaktadır. Diğ er bir anlatımla, grup ülkeler Türkiye'ye kıyasla resmi ve özel kreditoörlere daha fazla kaynak aktarımında bulunmaktadırlar.

1.5.2.4. Kısa Vadeli Dış Borç / Toplam Dış Borç:

Kısa vadeli dış borçların toplam dış borca oranı, ülkenin kısa vadede geri ödemesi gereken dış borçlarının toplam dış borç içindeki oransal yapısını gösterir. Bu oran ülkedeki dış borç yönetim sisteminin etkinliğinin değ erlendirilmesinde fayda sağlamaktadır.

Türkiye'nin 1988 yılında yüzde 15,7 olan Kısa Vadeli Dış Borç / Toplam Dış Borç oranı, 1989 yılında yüzde 13,6 olmuştur. İhracat artış hızının 1990 yılında Körfez Krizinin de etkisiyle büyük bir düşüş göstermesi ve buna bağı lı olarak yaşanan olumsuz ekonomik gelişmeler kısa vadeli finansman ihtiyacını arttırmış ve vade yapısı uygun

⁵² Derdiyok (1994) sf. 129

olmamasına karşın dış finansman ihtiyacı nedeniyle bu oran kayda değer bir artış göstererek ve yüzde19'a çıkmıştır. Sözkonusu oran 1991 yılında ise yüzde17,8 olarak gerçekleşmiştir. Tabloda bulunan ülkelerle kıyaslandığında, Türkiye ortalama değerlerin yüzde 15 üzerinde bulunmaktadır.

1.5.2.5. Uygun Koşullu Kredi / Toplam Dış Borç :

Uygun koşullu kredi tanımına resmi kreditorlerden alınan hibe ve benzeri uzun vadeli ve geri ödemesiz dönemi çok olan krediler ile en az yüzde 25'i hibe olan krediler girmektedir⁽⁵³⁾. Bu tür kredilerin toplam dış borç içindeki payının yüksek olması ülkelere göre farklı yorumlanabilmektedir. Bu durum, ülkenin uluslararası finansal piyasalardan kredi sağlama gücünün düşük olduğunu göstermekle beraber, resmi kreditorlerin ülkeye en azından uzun vadede güvenlerinin yüksek olduğunu da ifade etmektedir. Bu nedenle, uygun koşullu kredi / toplam dış borç oranı için standart bir kritik seviye belirlemek mümkün olamamaktadır.

1988 yılında Türkiye için yüzde 16,5 olan oran 1991 yılında yüzde 15,6 olarak gerçekleşmiştir. Tabloda görüleceği üzere bu oranın değerinde 1988-1991 yılları arasında kayda değer bir değişme görülmemektedir. Bu oranın belirtilen zaman diliminde sabit sayılabilecek bir değer alması, Türkiye'nin belirli anlaşmalardan doğan uygun koşullu kredi kullanımlarının olduğu ve resmi kreditorlerin ülke riskini uzun dönemde yeterli olarak değerlendirildiği şeklinde yorumlanabilir.

1.5.2.6. Çok Taraflı Kredi / Toplam Dış Borç :

Çok taraflı kredi, uluslararası ekonomik işbirliği kuruluşlarından ve hükümetlerarası kuruluşlardan sağlanan kredilerdir. Bu kuruluşların, ülkeye kredi sağlaması, o ülkenin kredibilitesinin bir göstergesidir. Bu tür kredilerin toplam dış borç

⁵³ World Debt Tables, 1992-1993

içerindeki oranının yüksek olması, belirtilen kuruluşların sağladığı uygun vade ve maliyet yapısı yönünden olumlu olarak değerlendirilebilir.

Tabloda belirtildiği gibi, Türkiye için 1988 yılında yüzde 22,5 olan Çok Taraflı Kredi / Toplam Dış Borç oranı 1989 yılında yüzde 20,8 olarak gerçekleşmiştir. Belirtilen oran 1990 ve 1991 yıllarında yüzde 19,3-19,5 seviyesinde sabit kalmıştır.

1.5.2.7. Uluslararası Rezerv / Toplam Dış Borç :

Bilindiği üzere, uluslararası dış borç ödemelerinde kabul edilen her türlü aktif uluslararası rezerv tanımına girer. Uluslararası rezerv kapsamına; ülkedeki para otoritesinin elinde bulunan uluslararası standarttaki altın, konvertibl dövizler, uluslararası ödemelerde kabul gören kısa vadeli özel ve resmi alacak senetleri, bonolar ve tahviller ile I.M.F. nezdindeki çekme hakları ile diğer çekme haklı kredi dilimleri girmektedir.

Uluslararası rezervlerin toplam dış borca oranı, ülkede varolan rezerv stoku ile toplam dış borcun ne kadarının karşılanabildiğinin bir göstergesidir. Diğer bir ifadeyle, borç geri ödeme gücüyle ve ülke kredibilitesiyle yakından ilgili bir orandır.

Türkiye'nin 1988 yılında yüzde 15,8 olan Uluslararası Rezerv / Toplam Dış Borç oranı 1989 yılında yüzde 22'ye çıkmıştır. Belirtilen oran 1990 yılında da yüzde 22 iken, 1991 yılında yüzde 23,8'ye yükselmiştir. Bu oranın zaman içerisinde yükselmesi uluslararası rezervlerin artış oranının toplam dış borç artış oranından hızlı olduğu anlamına gelmektedir. Olumlu bir gelişme olarak nitelenebilecek bu durumun sağlıklı olarak değerlendirilmesi için rezerv artışını sağlayan nedenlere de bakmak gerekmektedir.

BÖLÜM 2

DIŞ BORÇ YÖNETİM TEKNİKLERİ

VE BORÇLANMA STRATEJİSİ

Teknolojik gelişmelerin de etkisiyle, günümüzde uluslararası piyasalar giderek daha karmaşık bir hal alırken, sermaye hareketleri de büyük ölçüde serbestlik kazanmıştır. Bu durum gelişmekte olan borçlu ülkeler açısından ele alındığında; uluslararası para piyasalarında dalgalanmalara yol açan ekonomik ve politik krizler sözkonusu ülkeler üzerinde dolaylı ya da doğrudan bir takım etkilerde bulunmaktadır. Bu nedenle, sadece yurtiçi dinamiklere bağlı olarak oluşturulan politikaların yetersiz olduğu görülmüş ve yurtdışı piyasalarda ve diğer ülke ekonomilerinde meydana gelen gelişmeleri de dikkate alan parasal ve mali politikalar uygulanması zorunlu olmuştur.

Dış borçluluk açısından ise; yurtdışı piyasaların sağladığı imkanlardan yararlanmak ve olası risklerden korunmak için, koşullarda meydana gelebilecek değişiklikler karşısında ani ve hızlı karar alabilmeyi sağlayacak organizasyonların oluşturulması şarttır.

Özellikle piyasalardaki dalgalanmalara bağlı olarak döviz kurlarında, faiz oranlarında ve vadede meydana gelen değişiklikler sonucunda borçlu ülkeler çeşitli risklerle karşı karşıya gelmektedirler. Bu aşamada borç stokunun bu tür olası risklerden korunması yani borç yönetimi ve yeni alınacak borçlarda da buna uygun bir strateji geliştirilmesi, diğer bir deyişle borçlanma stratejisi üzerinde önemle durulması gerekmektedir.

2.1. BORÇ YÖNETİMİ

Belli bir dış borç stokuna sahip ve bütçe finansman programlarında yeni borçlanmalara ihtiyacı olan ülkeler için uluslararası piyasalarda faiz oranları ve döviz kurlarında meydana gelebilecek olası dalgalanmaların, doğurabileceği maliyetleri ve söz konusu hareketler sonucu ortaya çıkabilecek riskleri asgari düzeyde tutabilmek amacıyla, uluslararası mali piyasalara aktif olarak girilmesi ve bu amaçla geliştirilen finansal tekniklerin etkin olarak kullanılması borç yönetimi olarak tanımlanmaktadır⁽⁵⁴⁾.

Her geçen gün bir yenisi eklenmekle beraber dış borç yönetiminde kullanılabilecek olan tekniklerin belli başlı ve en yaygın kullanıma sahip olanları şunlardır⁽⁵⁵⁾:

1. Swap İşlemleri (Takas İşlemleri)

2. Diğer İşlemler:

2.1. Forward İşlemleri (Vadeli İşlemler)

2.2. Futures İşlemleri (Gelecek Sözleşmeleri)

2.3. Opsiyonlar

Dış borç yönetimindeki en önemli amaç, söz konusu ülkenin katlanılabilir borç yükü seviyesinin belirlenerek, bu doğrultuda borç stokunun ve borçlanma metodlarının kontrol altında tutulmasıdır⁽⁵⁶⁾. Uygulamada dış borç stokunun denetim altında

⁵⁴ Mehran (1985) sf. 6

⁵⁵ Dış borç yönetiminde kullanılabilecek risk yönetim teknikleri arasında swap en yaygın ve kolay kullanım olanağına sahip olanıdır. Bu nedenle böyle bir ayrıma gidilmekte ve swap diğer tekniklerden ayrı bir başlık altında ele alınmaktadır.

⁵⁶ Küçük (1990) sf. 3

tutulması için kamu açıklarının ve ödemeler dengesi açıklarının azaltılması gibi bir takım makroekonomik önlemler alındığı da görülmektedir.

Bu önlemler arasında bazı ülkelerde kamu harcamalarının saptanmasında borç yönetiminin gerektirdiği sınırlamaların getirilmesi, bazı ülkelerde de dış kredilerin faizlerine veya LIBOR üzerine uygulanan faiz farklarına (spread) tavan koyulması sayılabilir. Tayland'da ise dış borcun maliyetini etkilemek amacıyla faiz ödemelerinden stopaj vergisi kesilmesi yoluna başvurulmuştur⁽⁵⁷⁾.

Genel olarak dış borç yönetiminin beş temel fonksiyonu bulunduğu kabul edilmektedir ⁽⁵⁸⁾::

1. Politika Fonksiyonu:

Burada bir ülkenin borçlanma politika ve stratejisinde etkili olan ekonomi yönetiminin belli başlı birimleri arasındaki koordinasyonun sağlanması öngörülmektedir.

2. Düzenleme Fonksiyonu:

Borç yönetiminin düzenleme fonksiyonu, mevcut borçların bütün kamu ve özel kesim için düzenli olarak kaydedilmesini ve özellikle vadelerin izlenmesine yönelik olarak, iyi tanımlanmış kurumsal düzenlemeleri ihtiva etmektedir.

3. Uygulama Fonksiyonu:

Burada kastedilen, borçlanma stratejisinin uygulamaya geçirilmesi ve uluslararası mali piyasalara girilmesidir.

⁵⁷ Öktem (1985)

⁵⁸ Mehran (1985) sf.10

4. Kayıt Fonksiyonu:

Kayıt fonksiyonunun kredi bazında ayrıntılı kayıtların tutularak etkili bir geri ödeme mekanizması oluşturulması gerekliliği üzerinde durulmaktadır.

5. İstatistiki Analiz Fonksiyonu:

Bu aşamada, borç yönetimi yapan birimlere piyasa koşulları ve borcun gelecekte sahip olabileceği yapı hakkında bilgi sağlayacak duyarlılık analizlerinin⁽⁵⁹⁾ yanısıra, borçların özellikleri ile ilgili birtakım analizler yapılması öngörülmektedir.

Borç yönetimi kurumsal ve teknik yönleriyle bir bütün olarak ele alınmalıdır. Buna bağlı olarak dış borcu yöneten kurumların organizasyonu ile borç yönetim tekniklerinin kullanılış şekli ve özellikleri ayrı ayrı incelenmektedir.

2.1.1. DIŞ BORÇ YÖNETİM ORGANİZASYONU

Etkin bir dış borç yönetimi için, borç yönetimine ilişkin temel politikaların belirlenmesini ve uygulanmasını sağlamaya yönelik bir organizasyon yapılması şarttır. Bu konuda özel birimler oluşturulabileceği gibi, borçlanmayı yapan, borcu kullanan ve izleyen birimler arasında koordinasyonu sağlayacak bir düzenleme yapılması da mümkündür⁽⁶⁰⁾. Bununla beraber borç yönetimine ilişkin olarak oluşturulacak yapıda şu üç ana birimin bulunması gereklidir⁽⁶¹⁾:

⁵⁹ Duyarlılık analizlerinde ileride geri ödemede oluşabilecek problemleri öngörmeye yönelik erken uyarı analizleri yapılmalıdır. Mehran bu analizlerin özellikle döviz kurlarının gelişimi, kredi faiz oranları ve geri ödeme dönemleri kullanılarak yapılabileceği üzerinde durmuştur. Bu konuda daha ayrıntılı bilgi için bakınız Hassanali Mehran - External Debt Management, IMF, 1985.

⁶⁰ Türkiye'de 1987 ve 1988 yıllarında Hazine ve Dış Ticaret Müsteşarı, Devlet Planlama Teşkilatı Müsteşarı ve Merkez Bankası Başkanından oluşan bir Dış Borç Yüksek Koordinasyon Kurulu oluşturulmuş, ancak uygulamada beklenen sonuçlar alınamayınca faaliyetine son verilmiştir.

⁶¹ De La Dehesa (1985) sf. 91

2.1.1.1. İstatistik Birimi

Merkezi hükümet ve kreditorlerin resmi borç stokunun izlenmesinde başvuracağı birim olma niteliğindedir. Birim, devlet borçlarının muhasebe kayıtlarını tutarak bunları istatistiki veri haline getirecektir. Bu birim dış borç istatistiklerini ayrıntılı ve düzenli izleyebildiği ölçüde, borç yönetimi tekniklerinin kullanılması ve alternatiflerin değerlendirilmesi daha etkin olarak yapılacaktır⁽⁶²⁾.

2.1.1.2. Kontrol Birimi

Orta ve uzun vadeli ekonomik öngörüler yapmak için oluşturulacak olan bu birim, belirlenecek hedefler doğrultusunda yıllık programlar hazırlayarak, ülke ekonomisinin potansiyel gelişimine ilişkin alternatif senaryolar üretip bunları değerlendirerek, yurtdışı ve yurtiçi kaynakların etkin kullanımını sağlamaya yönelik faaliyetler göstermelidir⁽⁶³⁾.

2.1.1.3. Dış Finansman Birimi

Yurtdışından finansman sağlama olanaklarını araştırarak, ülkenin ve piyasaların şartları doğrultusunda en uygun koşullu kredinin temin edilmesine yönelik bir birimdir. Söz konusu birim, farklı finansman araçları ve alternatif kredi olanakları arasında değişik kredi imkanlarını çeşitli analiz yöntemleri ile değerlendirerek, borçlanmanın yönünü belirlemelidir⁽⁶⁴⁾.

⁶² Hazine ve Dış Ticaret Müsteşarlığı bünyesindeki dış borç veri tabanı ,orta ve uzun vadeli dış borçların izlenmesi bakımından bu tür bir fonksiyona sahip bulunmaktadır.

⁶³ Ülkemizde bütçe planlaması bakımından Maliye Bakanlığı, harcamalar bakımından Hazine ve Dış Ticaret Müsteşarlığı, ödemeler dengesi yönünden ise Merkez Bankası bu tür çalışmalar yapmakla beraber, yıllık programların hazırlanması ve orta-uzun vadeli projeksiyonlar yapılması bakımından Devlet Planlama Teşkilatı burada önerilen birim gibi faaliyet göstermektedir.

⁶⁴ Hazine ve Dış Ticaret Müsteşarlığı dış finansmanı belirleyen ve yönlendiren birim olarak burada anılan kurumun niteliklerini tamamen olmasa da taşımaktadır.

2.1.2. DIŞ BORÇ YÖNETİM TEKNİKLERİ

Borç yönetimi genel olarak ele alındığında iki temel başlık dikkat çekmektedir. Bunların ilki, dış borç gereksinimi ve geri ödemeler açısından önem taşıması nedeniyle mevcut nakitin yönetimi, ikincisi de yukarıda sözü edilen tekniklerin kullanılmasıyla yapılan dış borç stokunun yönetimidir⁽⁶⁵⁾. Ancak her ikisi için de hemen hemen benzer teknikler kullanılmaktadır.

2.1.2.1. Nakit Yönetimi

Birtakım dışsal faktörlerin de etkileriyle ülkelerin nakit pozisyonları ve ödeme olanakları zaman içinde değişiklikler gösterebilmektedir. Bu aşamada sürdürülebilir bir ödemeler dengesi açığının bulunması özellikle önem taşımaktadır⁽⁶⁶⁾.

Nakit yönetimi, ülke fonlarının değerlendirilmesi açısından bir borç yönetimi aracı olarak; yeni borçlanmalarda ihtiyaca dönük hareket edilmesi yönünden de bir borçlanma stratejisi aracı olarak önem taşımaktadır.

Nakit yönetiminde iki ana unsur bulunmaktadır. Bunlar mevcut nakitin (dövizin) yapısı ve kur riski olarak ortaya çıkmaktadır⁽⁶⁷⁾:

Nakit yönetimi ile döviz pozisyonunun yapısından ve piyasalardaki dalgalanmalardan kaynaklanabilecek risklerin asgariye indirilmesi amaçlanmaktadır. Bunun çeşitli yolları vardır. Dış borcun yapısı içindeki döviz ağırlıkları üzerinden borçlanmak ya da ihracat gelirlerini ve piyasalarda oluşan şartları dikkate alarak borç yapısını bu doğrultuda düzenlemek buna basit örnekler olarak verilebilir. Burada ihtiyaçlar ve koşullar en belirleyici faktörler olarak ortaya çıkmaktadır⁽⁶⁸⁾.

⁶⁵ Kalderen (1985) sf 100

⁶⁶ Küçük (1990) sf. 10

⁶⁷ a.g.e. sf. 11

⁶⁸ Kalderen (1985) sf 101

Bu çerçevede, özellikle geri ödemelerin aksamaması ve uluslararası kredibilitenin sarsılmaması bakımından, ülkenin döviz varlıkları ile yükümlülükleri arasındaki farktan oluşan döviz rezervlerinin yönetimi özel bir önem taşımaktadır⁽⁶⁹⁾. Burada özel kesimin ve kamu kesiminin varlıklarını finansal teknikleri kullanarak ne ölçüde “hedge” edecekleri belirlenmelidir

2.1.2.1.1. Döviz Kompozisyonunun Belirlenmesi

Bu kapsamda, ülke koşulları dikkate alınarak döviz rezervlerinin nakit olarak tutulmasının ortaya çıkarabileceği alternatif maliyetler göz önüne alınmalıdır. Zira çoğu zaman, ülke rezervleri faiz ödenen ve bir miktar da faiz gelirinden vazgeçilen değerli kaynaklar olarak ortaya çıkmaktadır⁽⁷⁰⁾. Bununla beraber, döviz kompozisyonunun belirlenmesindeki esas faktör nominal maliyetlerin⁽⁷¹⁾ değil, riskin asgariye indirilmesidir⁽⁷²⁾. Bu aşamada hükümet, hem kendi ekonomik ve mali pozisyonunu, hem de ülkenin bütün olarak ekonomik ve mali durumunu dikkate alarak, politika geliştirmek durumundadır. Şirketlerin ve bireylerin dışsal risklerini bir takım mali araçları kullanarak “hedge” etme olanaklarının var olup olmadığı da bu noktada önem taşımaktadır⁽⁷³⁾.

Genel olarak ele alındığında, dış yükümlülüklerin yönetiminde kullanılacak mali araçların sağlayacağı faydanın yanısıra, yol açacağı maliyetler ve ihracat gelirleri ya da yurtdışı fiyat seviyesi gibi diğer dışsal varlıkların öngörülmesinde ortaya çıkan

⁶⁹ a.g.e. sf. 109

⁷⁰ Yurtdışından borçlanmalarla oluşturulan döviz rezervi için faiz ödenmesi, diğer döviz gelirleri ile oluşturulan rezervler için de bu fonların değerlendirilememesinden kaynaklanan bir faiz kaybı söz konusu olmaktadır.

⁷¹ Nominal maliyetten kastedilen, fonların alternatif maliyetleri ve yükledikleri faiz gideri, kur farkı gibi gerçek maliyetlerin toplamıdır.

⁷² Kalderen (1985) sf. 104

⁷³ Genel olarak ülke rezervleri söz konusu olduğunda, kambiyo rejiminin, özel kesim tarafından hedging tekniklerinin kullanılmasına olanak tanıyıp tanınamaması da bir nakit yönetimi politikası olarak gündeme gelmektedir.

belirsizliklerin de fayda-maliyet analizine katılması gerekmektedir⁽⁷⁴⁾. Döviz kompozisyonunun belirlenmesinde değişik dövizler cinsinden oluşan yükümlülüklerin maliyetleri döviz kurundaki değişimlerle düzenlenmekte ve çapraz kurlardaki değişimlerin nominal faiz oranlarındaki farklılığa eşit olması beklenmektedir⁽⁷⁵⁾.

2.1.2.1.2. Kur Riski

Ulusal para birimi karşısında yabancı para birimlerinin değer kazanmasının ya da dış işlemlerde kullanılan dövizlerin birbirleri karşısındaki değerlerinde (çapraz kurlarda) ortaya çıkacak olası değişimlerin yol açacağı zararlar kur riski olarak adlandırılmaktadır⁽⁷⁶⁾.

Karşı karşıya olunan kur riskinin büyüklüğü aşağıdaki kriterlere bağlı olarak ölçülmektedir⁽⁷⁷⁾:

- Ters yönlü (beklenmeyen) kur hareketlerinin ortaya çıkma olasılığı,
- Kur değişimlerinin büyük olma olasılığı,
- Borç stokunun büyüklüğü,
- Toplam döviz gelirlerinin miktarı.

Bu kriterlere göre büyüklüğü belirlenen kur riskine karşı, döviz gelirlerinin yönetimi ise şu esaslara dayanmalıdır⁽⁷⁸⁾:

- Kur riskine maruz olan dövizlerin belirlenmesi,
- Döviz gelirlerinin döviz yükümlülükleriyle uyumlu bir yapıya kavuşturulması,

⁷⁴ Kalderen (1985) sf. 105

⁷⁵ Küçük (1990) sf. 12

⁷⁶ a.g.e. sf. 13

⁷⁷ IMF Occasional Paper No: 65 sf. 9

⁷⁸ Krugman (1988) sf. 98

- Mevcut döviz geliri yapısının analiz edilerek, yükümlülükler bakımından gelecekteki borçlanmanın yönünün belirlenmesi.

Kur Riskinden Korunma Teknikleri ⁽⁷⁹⁾:

1. Riskten korunma ve riski asgariye indirmeye yönelik araçlar

Mevcut riskin yol açabileceği etkileri sınırlayarak gelecekteki risklerden korunmak amacıyla geliştirilen yöntemler ve araçların tümüdür. Bunlar geleneksel araçlar olarak da adlandırılmaktadır.

- Borçlanmanın ya da Dış Ticaretin Ulusal Para Cinsinden Yapılması

Bu olanak tamamen, ulusal paranın uluslararası bir ödeme aracı olarak kabul edilip edilmemesine bağlı olarak kullanılabilir.

- Döviz Tercih Hakkı

Kredi alırken ya da bir borcu geri öderken sözleşmede belirtilenin dışında bir döviz cinsi üzerinden ödeme yapabilme olanağına sahip olunmasıdır.

- Üçüncü Döviz Karşı Koruma Koşulu

Bu metod tamamen “döviz tercih hakkı”na benzemekle beraber, burada sözleşmede belirtilen döviz üzerinden ödeme yapılmaktadır. Ancak, sözleşmede geri ödeme tarihi için standart olarak belirlenmiş üçüncü bir döviz mevcutsa, bundaki değişimlerden korunma olanağı vermektedir.

⁷⁹ Küçük (1990) sf. 15

- Kur Değişimi Sigortası

Sözleşmede belirlenen dövizin değeri kazanmasından kaynaklanan zararlara karşı, resmi kurumlar tarafından yapılan sigortadır. Bu uygulama özellikle bazı ülkelere ihracatın teşvik edilmesinde bir araç olarak kullanılmaktadır.

2. Riski Ortadan Kaldıran Araçlar

Bu araçlar modern risk yönetim teknikleri olarak kabul edilmekte ve günümüzde daha çok bunlar kullanılmaktadır.

- Spot Döviz Ticareti

Ödemenin yapılacağı tarihe kadar oluşacak kur değişimlerinin yol açacağı zararları bertaraf etmek için, ödeme konusu döviz spot piyasadan alınarak bir banka hesabında vadenin geleceği tarihe kadar yatırılmaktadır. Vade geldiğinde ise hesaptan otomatik olarak aktarma yapılmaktadır.

- Opsiyon Piyasasında Döviz Ticareti

Bu piyasadan ödemenin olduğu tarihte ve ödenecek döviz üzerinden yapılan bir sözleşme ile önceden belirlenen bir kur üzerinden döviz alınmaktadır. Vade geldiğinde ise kurun spot piyasanın altında kalması halinde sözleşmeye bağlı olarak döviz alınmakta, üzerinde gerçekleşmesi halinde ise spot piyasadan alınarak sadece sözleşme için yapılan masraflar kadar bir riske katlanmak söz konusu olmaktadır⁽⁸⁰⁾.

- Forward Döviz İşlemleri:

Opsiyon piyasasında olduğu gibi bir sözleşme ile gelecekteki bir tarihte ve üzerinde anlaşılan bir kur üzerinden döviz alınmaktadır. Ancak burada vade geldiğinde

⁸⁰ Opsiyon piyasalarında yapılan işlemler hakkında daha geniş bilgiler "Borç Yönetimi" başlığı altında verilmektedir.

sözleşmeye bağlı kalarak üzerinde anlaşılan koşullardan teslimat yapılmaktadır. Bununla beraber belirlenen kurun spot piyasadan farklı oluşması durumunda sözleşme primli ya da iskontolu olarak satılabilmektedir.

- Swap İşlemleri ⁽⁸¹⁾:

Faiz swapı ya da döviz swapı yapmak suretiyle kur riskinden korunmak mümkün olabilmektedir.

2.1.2.1.3. Arbitraj

Döviz kurları arasındaki ya da ülkelerarası faiz farklılıklarını kullanarak, herhangi bir risk olmadan, belirli bir kar sağlayan kısa vadeli bir sermaye işlemidir⁽⁸²⁾. Ancak arbitrajın, devletlerin yapacağı nakit yönetiminde kullanılma olanağı neredeyse yok gibidir.

Bir döviz, değişik piyasalarda oluşan farklı kurların ortaya çıkardığı “spread”lerden yararlanmak amacıyla, bu piyasalarda alıp satmak suretiyle kazanç sağlamak mümkündür. Arbitraj bir nakit yönetimi tekniği olarak riski azaltmaktan çok, kazanç sağlamaya yönelik bir metod olarak kullanılmaktadır.

2.1.2.2. Borç Yönetimi

Borç yönetimi, geri ödemeleri sözkonusu ülkenin gelir seviyesini düşürmeden yapıldığı ve ekonominin daha yüksek bir gelir seviyesine ulaşmasının sağladığı ölçüde etkin ve başarılıdır⁽⁸³⁾. Diğer bir ifadeyle, borç yönetimi ile faiz ve kur riskinin borç stoku üzerindeki olumsuz etkileri asgariye indirgenmeli ve borcun maliyeti

⁸¹ Swap işlemleri “Borç Yönetimi” başlığı altında ayrıntılı olarak incelenmiştir.

⁸² Ekonomik Kavramlar ve Göstergeler Klavuzu- 2 sf. 100

⁸³ Mehran (1985) sf. 4

düşürülmelidir. Bu amaçla da uluslararası piyasalarda değişik risk yönetim teknikleri kullanılarak borçlanmanın olumsuz etkileri bertaraf edilmeye çalışılmaktadır.

Bununla beraber, gelişmiş ülkelerdeki mali kuruluşlar, uluslararası mali piyasalarda daha aktif olarak yer alırken, gelişmekte olan ülkeler bu piyasaları yeterince etkin kullanamamaktadır. Bunun en önemli nedeni de bu ülkelerdeki mali sistemin ve buna bağlı olarak da kurumsal altyapının yetersiz olmasıdır. Diğer taraftan, sözkonusu ülkelerin uluslararası piyasalardaki kredibilitelerinin düşük olması ve mali araçları kullanmakta yetkin olmamaları da bir diğer faktördür⁽⁸⁴⁾. Bu doğrultuda, gelişmekte olan ülkeler daha çok kredibilitelerinin ve kullanabildikleri fonların büyüklüğü ölçüsünde, sınırlı düzeyde işlem yapabilmektedir. Ancak son yıllarda, bu tür ülkelerin, şartların da zorlamasıyla, uluslararası piyasalarda giderek daha çok işlem yaptıkları görülmektedir. Fakat, gelişmekte olan ülkeler, yukarıda değinilen yetersizliklerle karşıkarşıya olmaları nedeniyle, borç yönetim araçlarını tam anlamıyla kullanamamaktadır.

Dış borç yönetiminde kullanılan tekniklerin başlıcaları şunlardır:

1. Swap İşlemleri

2. Diğer İşlemler

- 2.1. Forward İşlemleri

- 2.2. Futures İşlemleri

- 2.3. Opsiyonlar

⁸⁴ De La Dehesa (1985) sf 88

2.1.2.2.1. Swap İşlemleri:

Swap; fon kullananlara, farklı piyasalardaki uygun fonlara erişebilme, bu fonların en uygun şartlarda kullanımını sağlama, riski azaltma ve sabit faizli bir fonu değişken faizli bir fonla (ya da tersi) değiştirme olanağı tanıyan esnek bir tekniktir⁽⁸⁵⁾. Swap işlemi, temelde kuruluşların çeşitli piyasalardaki kredi değerliliklerine de bağlı olarak, değişik kredi şartları ile karşılıklı kalmaları ve bu farklılıktan işleme taraf olanların her ikisinin de yararına olacak şekilde istifade etmeleridir⁽⁸⁶⁾. Ayrıca, mali piyasaların kurumsal ve yapısal açılardan farklılık göstermeleri de swap işlemlerinden yararlanma olanağı yaratmaktadır.

Swaplar yapılış türlerine göre faiz swapı ve döviz swapı olarak ikiye ayrılmaktadırlar.

- Faiz Swapı:

Sabit faizi değişken faize, değişken faizi sabit faize, LIBOR'u prime rate'e veya prime rate'i LIBOR'a çevirerek, borç ödemelerinin yapısını değiştirme işlemine faiz swapı denir⁽⁸⁷⁾. Bu tür işlemler daha çok kredibilitesi farklı olan taraflar arasında yapılmaktadır ve bu sırada kredi değerliliği düşük olan taraf, yüksek olan tarafa bir prim ödemektedir. Yapılan swap işleminin sonunda, prim alan taraf, sağladığı kredinin maliyetini düşürürken, prim veren taraf da krediyi değişkenden sabite veya sabitten değişkene dönüştürerek karlı hale gelmektedir⁽⁸⁸⁾.

Anaparanın hiçbir zaman işleme dahil edilmediği faiz swapları; kupon swapı, baz swapı ve aktif swapı olarak üç türlü olabilmektedir⁽⁸⁹⁾.

⁸⁵ Dülger, Önal (1992)

⁸⁶ Ekonomik Kavramlar ve Göstergeler Klavuzu - 2 (1994) sf. 96

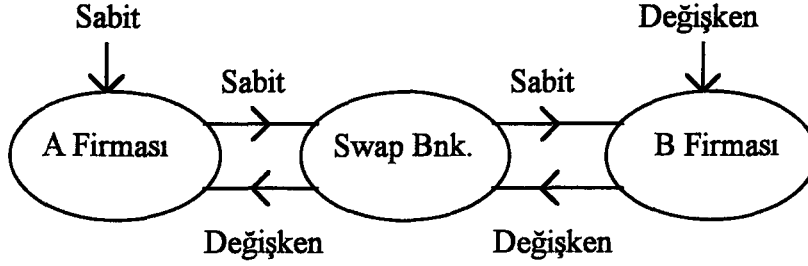
⁸⁷ Dülger, Önal (1992)

⁸⁸ Fettahoğlu (1991) sf. 15

⁸⁹ Kırım (1990)

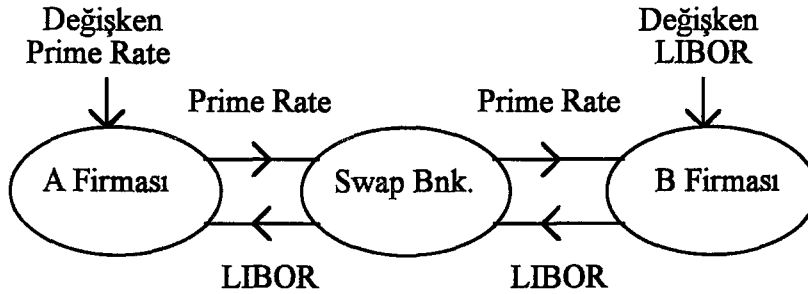
Kupon Swapı:

Farklı borç kaynaklarından, birbirine yakın vadeli ve aynı miktarda anapara üzerinden borçlanmış olan iki tarafın, faiz ödeme yükümlülüklerini, aracı bir banka yoluyla birbirlerine devretmeleri kupon swapı olarak adlandırılmaktadır. Burada amaç, mevcut yükümlülüğün faiz bazını değiştirerek borçlanma maliyetlerinin düşürülmesidir.



Baz Swapı:

Yapı itibariyle kupon swapları ile önemli benzerlikler göstermektedir. Bu tür swapların özelliği, değişken faizli kredilerde farklı bazlar üzerinden faizin hesaplanması ve bu bazlar üzerinden swap işleminin yapılmasıdır. Piyasalarda yaygın olarak kullanılanı "USD Prime Rate" ile "LIBOR" arasında yapılanıdır.



Baz swapında taraflardan biri diğerine, değişken bir faiz oranı bazına göre hesaplanan bir faiz ödemesini satarken, karşılığında başka bir değişken faiz oranı bazına göre hesaplanan faiz ödemesini satın almaktadır. Baz swapları esas olarak farklı değişken faiz hesaplamaları arasındaki "spread"ler kullanılarak arbitraj olanaklarının kullanılması amacıyla yapılmaktadır.

Aktif Swapı:

Tahvil ve swap piyasalarındaki fiyat farklılıklarından yararlanmak amacıyla, sabit faizli bir varlık değişken faizli bir varlığa, asıl varlık satılmadan, dönüştürülmesine olanak tanıyan bir swap türüdür. Ayrıca, varlıkların getirilerinden elde edilen fon akımlarını istenilen para birimine dönüştürmek amacıyla kullanılan döviz aktif swapı türü de piyasalarda görülmektedir.

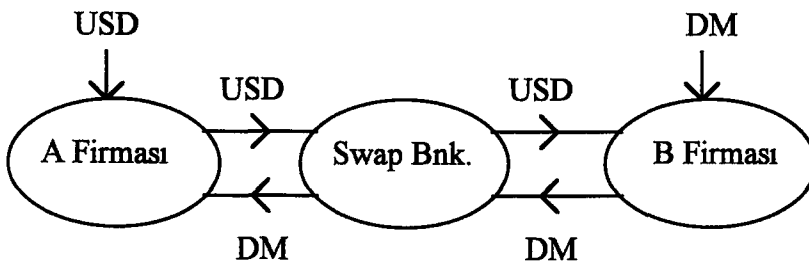
- Döviz Swapı:

Farklı parasal birimlerden oluşan aynı büyüklükteki iki ayrı paketin, vade tarihinde daha önce anlaşmaya varılan kur üzerinden ve orjinal para birimleri ile geri ödenmek şartı ile değiştirilmesi işlemine denir⁽⁹⁰⁾. Özellikle değişik para birimleri üzerinden çıkarılan eurobond tahvilleri, ihraç edildikten sonra yaygın kullanımı olan bir para birimine swap edilmektedir⁽⁹¹⁾.

Döviz swapları üç aşamada gerçekleşmektedir. Bu aşamalar;

- Anaparanın değişimi

Bu aşamada her iki taraf da öncelikle kendinin mukayeseli üstünlüğe sahip olduğu piyasada ilgili para birimi üzerinden borçlanmakta, daha sonra bu tutarları yürürlükte olan, ya da üzerinde anlaşılan kur üzerinden swap bankasına devrederek ihtiyaçları olan para birimi cinsinden borçlanmış olmaktadır.

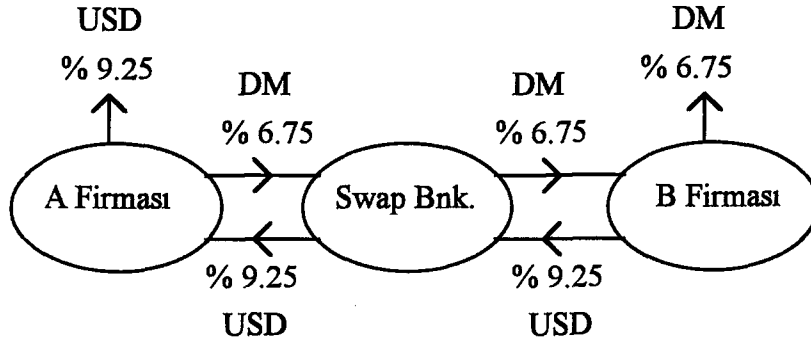


⁹⁰ Euromoney (1983)

⁹¹ Fettahoğlu (1991) sf. 18

- Dönemsel faiz ödemeleri

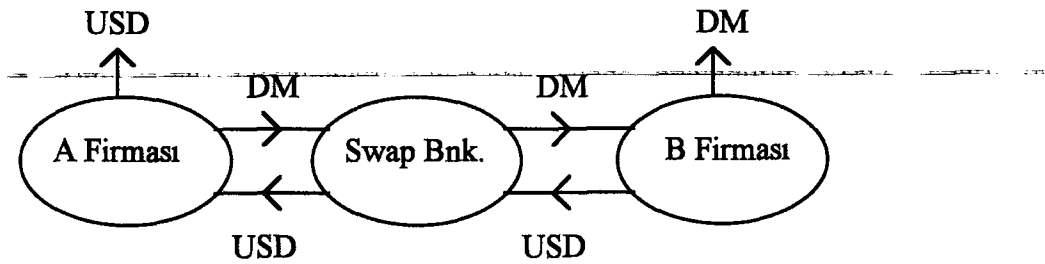
Faiz ödemeleri de başlangıçta varılan anlaşma doğrultusunda, alınan para miktarı üzerinden ilk değişim oranı dikkate alınarak ve swap bankası üzerinden yapılmaktadır.



Bu ödemeler değişimin olmasının kararlaştırıldığı tarihe kadar, her yıl düzenli olarak devam edecektir. Firmalar bu şekilde kendilerinin doğrudan borçlanması durumunda karşılaşılabileceklerinin daha altında oranlarda faiz ödemesi yapmış olmaktadır.

- Swapa baz olan tutarın yeniden değişimi

Vade sonunda daha önce kararlaştırıldığı üzere her iki taraf da swap konusu olan borçlanmayı, başlangıçtaki değişim oranını dikkate almaksızın, cari oran üzerinden değiştirirler.



Swap konusu para birimlerinin, birbiri karşısında değerlenmeleri ya da değer kaybına uğramaları neticesinde, tarafların swapı satın almak veya satmak istemeleri durumunda, bu gelişmeye paralel olarak bir miktar ödeme yapması gerekebilmektedir.

2.1.2.2.2. Diğer İşlemler

- Forward İşlemleri

Bir para biriminin ileriki bir tarihte ve önceden üzerinde anlaşma sağlanan bir kur üzerinden, ya da başka bir para birimi karşılığında satın alınması yada satılması şeklinde bir yükümlülük getiren işlemlerdir (⁹²). Burada, zaman içinde ortaya çıkabilecek kur risklerinden korunmak amaçlanabileceği gibi, spekülatif amaçlı forward işlemleri de yapılmaktadır. Tanımdan da anlaşılacağı üzere, forward işlemleri swap işlemleri ile büyük benzerlikler göstermektedir. Ancak swap işlemlerinin spot piyasalarda da yapılabiliyor olması bu iki tekniği birbirinden ayıran temel özellik olarak ortaya çıkmaktadır.

Forward işlemlerinde taraflar arasında başlangıç itibariyle herhangi bir ödemede bulunma gerekliliği yoktur. Çünkü, fiziki teslimat sözleşmede belirlenen tarihte ve şartlarda yapılacaktır. Ödeme tarafların anlaştığı tarihte ve o zamanki spot piyasada oluşan kur ne olursa olsun, üzerinde anlaşılan kur üzerinden yapılmaktadır (⁹³).

Forward sözleşmelerinde kotasyon bir, üç, altı aylık olabileceği gibi bazı bankalarca bir yıla kadar vade verilebilmektedir. Ancak özel olarak bir yıldan iki yıla kadar uzanan vadelerde de forward işlemi yapılması mümkün olmaktadır(⁹⁴). İki yıldan daha uzun süreli işlemler için uzun vadeli döviz anlaşmaları (LTFX - Long Term Foreign Exchange) yapılması gerekmektedir.

İki döviz arasındaki forward kur, sözkonusu dövizler üzerinden elde edilebilir net faiz farkına bağlı olarak belirlenmektedir(⁹⁵). Genelde, euro-currency mevduat faizleri

⁹² Pehlivan (1994) sf. 48

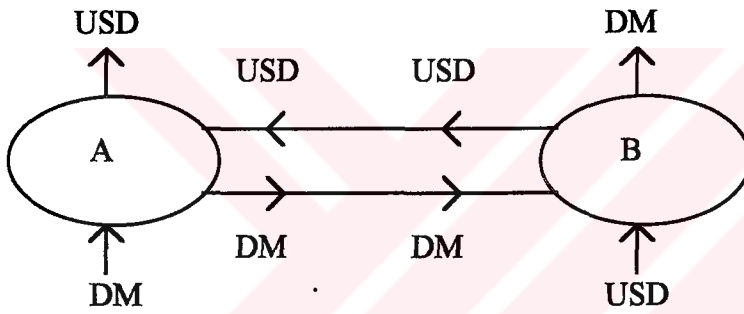
⁹³ Claessens (1993-1) sf. 31

⁹⁴ Pehlivan (1994) sf. 49

⁹⁵ Claessens (1993-1) sf. 31

üzerindeki farklılığa bakarak forward kur hesaplanmaktadır. İki döviz arasında getirisi daha yüksek olan, forward piyasada iskonto yaparken, faiz getirisi daha düşük olan prim yapmaktadır⁽⁹⁶⁾. Gelecekte öngörülen döviz kuru, gerçekleşen spot kurdan yüksekse bu para birimi primli, düşükse iskontolu olarak satılmaktadır⁽⁹⁷⁾.

Bir forward işleminde kur riskinden korunmanın yolu, döviz vadedi olarak almak ya da satmaktır. Buna göre ileriki bir tarihte DM üzerinden borç ödemesi olan ancak halen ABD Dolarına sahip olan ya da gelecekte ABD Dolarına sahip olacak bir borçlu, sahip olduğu ya da olacağı Dolar fonunu ya DM'ye karşı forward olarak satacak, ya da bu Dolar fonuyla forward DM satın alacaktır.



- Futures İşlemleri

Futures sözleşmeleri belli nitelik ve miktardaki bir malın veya mali aracın, önceden belirlenmiş bir fiyat üzerinden teslimini hükme bağlayan sözleşmelerdir⁽⁹⁸⁾.

Futures işlemlerinin başlıca türleri şunlardır:

- Mala Dayanan Futures İşlemleri:

Belirli bir nitelik ve miktardaki bir malın, belirli bir fiyattan ve belirli bir vade ile teslimini öngören sözleşmelerdir.

⁹⁶ Pehlivan sf. 50

⁹⁷ Claessens (1993-1) sf. 31

⁹⁸ VII. Beş Yıllık Kalkınma Planı, Finansal Kurumlar Özel İhtisas Komisyon Raporu sf. 3

- Mali Araçlara Dayalı Futures İşlemleri:

Belirli tutardaki bir finansal aracın önceden belirlenen bir fiyat üzerinden ve belirlenen tarihte teslimini içeren sözleşmelerdir.

- Döviz Futures İşlemleri:

Belirli bir miktardaki dövizin, başka bir döviz karşılığında, kurun sözleşme yapılırken belirlendiği, ancak teslimatın belirli bir vade sonunda yapıldığı işlemlerdir⁽⁹⁹⁾. Bu işlemler döviz kurundaki olası aleyhte gelişmelerden korunmak için yapılmaktadır.

- Faiz Futures İşlemleri:

“Faiz futures”leri belirli bir tutardaki faiz getirisine sahip mali aracın, başlangıçta bir sermaye, belirlenmiş bir faiz oranı ve belirlenmiş bir vade ile yine önceden belirlenmiş bir faiz oranı ile değiştirilmesidir⁽¹⁰⁰⁾. Özellikle değişken faizli işlemlerde, faiz oranlarında ortaya çıkabilecek olası olumsuz gelişmelerden korunmak amacıyla yapılmaktadır.

Futures ve forward işlemleri arasındaki önemli bir farklılık, futures sözleşmelerinin borsada alınıp satılabilmesinin mümkün olmasına rağmen, forward sözleşmeleri için bunun geçerli olmamasıdır⁽¹⁰¹⁾. Bir diğer özellik de futures sözleşmesinde teslim tarihinin belirli bir gün olarak değil de ay olarak belirtilmesidir. Bu iki işlem arasındaki en önemli farklılık ise; futures sözleşmelerinde günlük ayarlamaların yapılabilmesi ve nakit akımının son derece esnek olmasıdır. Standart bir yapıya sahip olan futures sözleşmelerinde, vade tarihi ve sözleşme tutarı borsa tarafından özel olarak belirlenmektedir.

⁹⁹ a.g.e. sf.3

¹⁰⁰ a.g.e. sf. 4

¹⁰¹ Claessens (1993-1) sf. 33

Ayrıca, futures piyasalarında pozisyonu bulunanlar, alım-satım yapmak için sözleşmelerin vadesinin dolmasını beklemek zorunda değillerdir. Vade ve işlem yapılan borsa aynı olmak kaydıyla, alınan bir sözleşme satılarak ya da satılan bir sözleşme geri alınarak pozisyon vade sonundan önce kapatılabilmektedir⁽¹⁰²⁾.

- Opsiyonlar

Satın alana, hiçbir taahhüde girmeksizin, belirli bir tutar ve nitelikteki spesifik bir kıymeti satın alma hakkı veren sözleşmelerdir⁽¹⁰³⁾. Opsiyona konu olabilecek kıymetler döviz, hisse senedi ya da fiyat ve vade üzerinde anlaşılmış olan bir sözleşme olabilmektedir. Opsiyonlar, satıcı için bağlayıcı bir niteliğe sahiptir⁽¹⁰⁴⁾. Satıcının yükümlülüğü ancak opsiyonun vade tarihine kadar kullanılmaması halinde ortadan kalkmaktadır. Opsiyon satın alan taraf, satma ya da satın alma hakkını almakta, ancak bu hususta herhangi bir taahhüde girmeden, karşılığında bir komisyon ödemektedir⁽¹⁰⁵⁾.

Opsiyonda, bir zorunluluk olmadan, sadece belirli bir tarihte bir kıymetin satın alma ya da satma hakkı verilmektedir⁽¹⁰⁶⁾. Yani daha önce çıkarılmış bir menkul kıymetin ikinci piyasada alınıp satılması işlemi sözkonusudur.

Opsiyonlar genel olarak ikiye ayrılmaktadır⁽¹⁰⁷⁾:

- Alım (Call) Opsiyonları: Opsiyonu elinde bulunduran kişiye; belirli bir miktardaki kıymeti, belirli bir vadenin sonunda, belirli bir fiyattan satın alma hakkını veren sözleşmelerdir.

¹⁰² VII. Beş Yıllık Kalkınma Planı, Finansal Kurumlar Özel İhtisas Komisyon Raporu sf. 8

¹⁰³ a.g.e. sf. 10

¹⁰⁴ a.g.e. sf. 10

¹⁰⁵ Fettahoğlu (1991) sf. 27

¹⁰⁶ a.g.e. sf. 27

¹⁰⁷ Claessens (1993-1) sf. 41

- Satım (Put) Opsiyonları: Opsiyonu elinde bulunduran kişiye, belirli bir miktardaki kıymeti, belirli bir vadenin sonunda, belirli bir fiyattan satma hakkını veren sözleşmelerdir.

Opsiyonlar üzerine yapıldıkları kıymetlere göre de çeşitlilik göstermektedir:

- Döviz Opsiyonları: Satın alan tarafa, gelecekteki bir tarihte veya vade aralığında önceden belirlenen bir pariteden, belirli bir miktardaki para birimini, diğer bir para birimine çevirme hakkı veren işlemlerdir⁽¹⁰⁸⁾.

- Faiz Opsiyonları: Mevduat ve kredi opsiyonları, “faiz futures”una yazılı opsiyonlar ve caps & floors opsiyonları olarak üç çeşidi bulunmaktadır.

Mevduat ve Kredi Opsiyonları

Satın alana belirli bir vadede, belirli bir anaparayı sözleşmenin yapıldığı veya daha ileri bir tarihten itibaren, belirli bir faiz oranı üzerinden, borçlanma veya borç verme hakkını veren işlemlerdir⁽¹⁰⁹⁾. Opsiyonun kullanma tarihinde geçerli olan faiz ile opsiyon sözleşmesindeki faiz oranı arasındaki fark opsiyon sahibi lehine ise, aradaki fark opsiyonu satın alan tarafından ödenmektedir.

“Faiz Futures”una Yazılı Opsiyonlar

Opsiyon sahibi hakkını kullandığında kendisine vadesine belirli bir süre kalmış bir futures sözleşmesi verilmektedir⁽¹¹⁰⁾. Bu opsiyon türü sadece organize borsalarda alım satım konusu olmaktadır.

¹⁰⁸ Fettahoğlu (1991) sf. 28

¹⁰⁹ Büyükoztürk (1994) sf. 54

¹¹⁰ VII. Beş Yıllık Kalkınma Planı, Finansal Kurumlar Özel İhtisas Komisyon Raporu sf. 10

Caps & Floors

Opsiyonun bir türü olan bu işlemlerde, faiz oranlarına bir takım taban veya tavan limitler konmaktadır⁽¹¹¹⁾. Buna göre; değişken faizli bir borç anlaşmasında, faiz capı, faizin belirli bir seviyenin üzerine çıkmayacağını garanti etmektedir. Aslında, bir borçlu ile yapılan bu tür bir anlaşmada, borçluya bir faiz put opsiyonu satılmaktadır. Faiz oranları düştüğünde borçlu bu orandan yararlanmakta, yükseldiğinde ise capı kullanarak kaybını sınırlı bir düzeyde tutmaktadır⁽¹¹²⁾.

Floors sözleşmelerinde ise; faiz oranının belirli bir seviyenin altına düşmeyeceği garantisi verilmektedir. Burada, alacaklılar için değişken faizli sözleşmelerinde zarara uğramalarını engelleyici bir faiz call opsiyonu satılmaktadır. Floors'da borçludan bir put opsiyonu satın alınmaktadır.

Yukarı anlatılan mali araçların, birbiriyle olan farklılık ve benzerlikleri aşağıdaki tabloda verilmiştir.

Tablo 10
Hedging Amacıyla Kullanılan Mali Araçlar

Araçlar	Tanım	Özellikler
(I) Mali Araçlar		
Forward	Belli bir varlığın ilerideki bir tarihte ve önceden belirlenen bir fiyattan satın alınması veya satılması konusunda yapılan bir anlaşmadır.	Başlangıçta nakit transferi gerekmemekte, transfer sadece vade sonunda olmaktadır.
	İşlemler telefonla veya telexle ve genellikle brokerler aracılığı ile yapılmaktadır.	Kredi riskini içermektedir.
	Tipik kullanım amacı	Spesifik hedging ihtiyaçları

¹¹¹ Claessens (1993-1) sf. 41

¹¹² Büyüköztürk (1994) sf. 55

gelecekteki fiyatı bugünden sabitlemektir.

için hazır kontratlar mevcuttur.

Esas olarak kısa vadeli (bir yıla kadar)kontratlar yapılmaktadır.

Başlangıç olarak marjin (teminat) için bir nakit transferi gereklidir.

Günlük mutabakat sistemi dolayısıyla, günlük nakit transferi gerekmektedir.

Kredi riski en düşük düzeydedir.

Hazır kontratları bulunmamaktadır.

Esas olarak kısa vadeli (bir yıla kadar) kontratlar mevcuttur.

Bazı kontratlar için futures piyasaları forward piyasalarından daha aktiftir. Orjinal bir pozisyon çabuk ve kolayca tersine çevrilebilir veya kapatılabilir.

Bir alım ya da bir satım opsiyonu zararı asgariye

Belli bir varlığın ilerideki bir tarihte ve önceden belirlenen bir fiyattan satın alınması veya satılması konusunda yapılan bir anlaşmadır.

İşlemler uluslararası piyasalarda geçerli olan paralarla ve takas odası sistemleri aracılığı ile yapılmaktadır.

Kontrat şartları (miktarlar, cins, teslim, v.b.) büyük ölçüde standartlaştırılmıştır.

Günlük nakit akışlarını gerektiren karlar ve zararlar günlük olarak tespit edilmektedir.

Marjinin başlangıçta yatırılması gereklidir.

Tipik kullanım amacı gelecekteki fiyatı bugünden sabitlemektir.

Belli bir varlığı önceden belirlenmiş bir fiyatla, belli bir

Futures

Opsiyon

tarihte (ya da o tarihten önce)
alma veya satma hakkıdır.

indirirken, uygun fiyat
hareketleri avantajından
yaşarlanma olanağını da
verir.

İşlemler telefon ve teleks
kullanılarak brokerler aracılığı
ile yapılır. İşlemlerde
uluslararası piyasalarda geçerli
olan paralar kullanılır.

Alıcı başlangıçta bir ödeme
yapmak zorundadır.

Genel kullanım amacı fiyatlar
için bir tavan veya taban
belirlenmesidir.

Spesifik hedging ihtiyaçları
için hazır kontratlar
mevcuttur.

Esas olarak kısa vadeli (bir
yıla kadar) kontratlar
yapılmaktadır

Swap

Belirli sürelerde spesifik nakit
akışlarının değiştirilmesine
yönelik bir anlaşma türüdür.

Başlangıçta bir nakit
transferine gerek yoktur.

Forward kontratları serisi bir
program içerisinde sıraya
koyulmaktadır.

Kredi riskini içermektedir.

İşlemler brokerler aracılığı ile
telefon ve teleks kullanılarak
yapılmaktadır.

Spesifik hedging ihtiyaçları
için hazır kontratlar
mevcuttur.

Genel olarak gelecekteki fiyatı
uzun bir süre sabitlemek
amacıyla kullanılır.

Orta ve uzun vadeli
kontratlar mevcuttur.

(II) Malla

İlişkili Araçlar

Mal Swapı

Belli bir mal üzerine yapılan
swap kontratıdır. Takas
sırasında değişken miktardaki
nakit için önceden saptanmış

Fiziksel malların teslimi
kapsam dışındadır. İşlemler,
diğer swap kontratlarında
olduğu gibi, tamamiyle

bir miktar naktin belli sürelerde ödenmesini (ya da tersi) içeren bir anlaşmadır. Sabit miktarda malın alınması için gereken değişen miktarda nakit, piyasa tarafından belirlenir.

finansaldır.

Kontratlar uluslararası bankalardan sağlanmaktadır. Bir malın fiyatının orta ve uzun vadede sabitlenmesi için yapılmaktadır.

Enerji ve mineraller dışında, piyasalar çok aktif değildir.

**Mal İlişkili
Kredi**

Faiz ve/veya geri ödeme miktarlarının belli bir malın piyasa fiyatıyla ilişkilendirildiği bir kredi türüdür.

Kredi mal cinsinden belirlenmiş olabilir.

Bu tür krediler geleneksel sabit oranlı kredilerle mal swapı kontratlarının bir bileşimi olarak kabul edilebilir.

Kredi malın üreticisi tarafından kullanılıyorsa, kredi riski geleneksel kredilerden daha düşüktür. Üretici malın fiyatı önemli ölçüde düşerse krediyi geri ödeyebilir.

Bu krediler uluslararası bankalardan temin edilmektedir.

**Mal İlişkili
Tahviller**

(Forward tipi) Anapara ve/veya kuponları belli bir malın piyasa değeri ile ilişkilendirilmiş tahvillerdir. (Opsiyon tipi) Belli bir malı önceden belirlenmiş bir fiyattan alma ya da satma

(Forward tipi) Mal ilişkili kredilerle aynı özelliklere sahiplerdir.

(Opsiyon Tipi) Bu tür, genellikle mal üreticileri için finansman maliyetini azaltma

hakkını da içeren tahvillerdir.

konusunda daha

kullanışlıdır.

Bankalar tarafından bu
tahviller underwrite
edilebilirler.

Tahviller esas olarak altın ve
petrol için ihraç edilmiştir.
Gümüş, bakır ve nikel için
de mevcuttur.

Kaynak: Risk Management in Developing Countries, S.Claessens

2.2. BORÇLANMA STRATEJİLERİ

2.2.1. ULUSLARARASI PİYASALAR

Uluslararası para ve sermaye piyasası işlemlerinin yanısıra, bankacılık işlemlerinin de yapıldığı, genel olarak herhangi bir ülkenin bu tür işlemler için uyguladığı hukuki düzenlemelerin dışında kalan piyasalardır⁽¹¹³⁾.

Bu piyasaların da ulusal piyasalarda olduğu gibi, para ve sermaye piyasaları gibi alt piyasaları bulunmaktadır.

2.2.1.1. Uluslararası Para Piyasaları

Çıkarıldığı ülke dışında elde tutulan ve kullanılan paraların işlem gördüğü piyasalar, uluslararası para piyasası olarak adlandırılmaktadır⁽¹¹⁴⁾.

Uluslararası para piyasalarında kredi veren bankaların çoğu, OECD üyesi devletlerden ABD, Japonya, Fransa ve İngiltere'de; pek azı da Asya, Afrika ve Latin Amerika'daki gelişmekte olan ülkelerde yerleşik durumdadır. Ancak, fonların kaynağı genellikle faaliyet gösterilen ülke değildir ve bankaların diğer ülkelerdeki şubeleri ya da tali bankaları fon dağıtımını yapmaktadır⁽¹¹⁵⁾.

¹¹³ Ekren (1986) sf. 67

¹¹⁴ a.g.e. sf. 68

¹¹⁵ Cangöz, Hazirolan (1992)

Bu piyasalardan ilk defa borç alan az gelişmiş ülkeler (AGÜ) geniş mevduat tabanları olması nedeniyle ünlü ve güçlü bankaları seçmektedirler. Bir takım gelişmekte olan ülkeler ise, finansman plasmanında tecrübeleri bulunması nedeniyle tecrübeli yatırım bankaları ile çalışmayı tercih etmektedirler. Bunun en önemli nedeni, büyük miktarda borcu ancak büyük bankalar verebilmesidir. Ayrıca LIBOR nedeniyle de referans banka önem taşımaktadır. Büyük bankalar düşük, küçük bankalar yüksek LIBOR vermektedirler. Kredi kullanan gelişmekte olan ülkenin faiz ödemeleri açısından, bu durum büyük önem taşımaktadır⁽¹¹⁶⁾.

Uluslararası piyasalarda faaliyet gösteren bazı bankalarda gelişmekte olan ülkelerin merkez bankalarının döviz mevduatları bulunmaktadır. Bu da piyasaya ilk girişte, bu bankaların sözkonusu gelişmekte olan ülkeye borç vermesi, danışmanlık yapması gibi olanaklar sağlamaktadır⁽¹¹⁷⁾.

Politik etkenlerin yanısıra, uluslararası piyasanın likidite durumu ve kredi verecek olan bankanın portföy yapısı da kredilendirmeyi etkileyen önemli bir unsur olarak ortaya çıkmaktadır. Bankalar, kendi ülke ihracatlarını takviye etmek için de gelişmekte olan ülkelere kredi vermektedirler. Öncelikle A.B.D. bankaları bu yola başvurmuşlar, giderek diğer ülkeler de özellikle kendi Eximbank'ları aracılığıyla, bu tür krediler kullandırmaya başlamışlardır.

2.2.1.2. Uluslararası Tahvil Piyasaları

Belirlendiği para biriminin kullanılmadığı ülkelerde satılan tahvillerin işlem gördüğü piyasalara uluslararası tahvil piyasaları denmektedir⁽¹¹⁸⁾. Bu piyasalar tahvil ihraçlarının niteliğine ve ihracın hangi piyasada yapıldığına bağlı olarak bir takım

¹¹⁶ a.g.e.

¹¹⁷ a.g.e.

¹¹⁸ Ekren (1986) sf. 82

düzenlemeleri gerektirebilmektedir. Buna göre ABD doları üzerinden, bir Kanada firması tarafından ve ABD’de satılmak üzere ihraç olunan tahvil, yabancı tahvil olarak adlandırılmakta ve yabancı tahvil piyasalarının düzenlemelerine tabi olmaktadır⁽¹¹⁹⁾. Oysa herhangi bir düzenlemeye tabi olmaksızın euro-para cinsinden euro-bond piyasalarında ihraç edilen tahviller aracılığıyla sağlanan *sendikasyon kredileri* de uluslararası tahvil piyasalarından sağlanmaktadır.

Bu piyasaların ödünç alanlara sağladığı avantajlar; masetme kapasitesi, serbestlik ve esneklik, faiz maliyetleri, vadeler ve kurumsal çerçevedeki uygun düzenlemeler, ödünç verenlere sağladığı avantajlar ise; gizlilik, emniyet, vergi kolaylıkları, konvertibilite ve sağlanan garantilerdir⁽¹²⁰⁾.

Bu piyasalarda tahvil ihracı ve satışı bir dizi banka ve finansal kurumun ortak çalışmasını gerektirmektedir. Bu kurumlar ihracı gerçekleştiren sendikasyon yöneticileri (managing syndicate), ihraç edilen tahvile ihraç güvencesi sağlayan sendikasyon yüklenicisi (underwriting syndicate) ve çok sayıda küçük bankadan oluşan satış grubundan (selling group) oluşmaktadır⁽¹²¹⁾. İhraçta rol oynayan banka ve mali kurumların yaptıkları işlemler ise şu başlıklar altında sıralanabilir⁽¹²²⁾:

- Ön finansal prospektüsler hazırlanması:

Burada ödünç alanın ve garantörün tanımı, tarihsel geçmişleri ile yönetim ve finansal organizasyonları, ihraç olunacak tahvilin niteliği, miktarı, para birimi, faiz oranı, vadesi ve genel bir değerlendirme yer almaktadır.

¹¹⁹ a.g.e. sf. 83

¹²⁰ Özellikle euro-bondların uluslararası borsalara kote edilmesi raporlama, finansal standartlara uygunluk gibi bir takım garantileri beraberinde getirmektedir.

¹²¹ Ekren (1986) sf. 84

¹²² a.g.e. sf. 84

- Sözleşme metninin hazırlanması:

Sendikasyon yöneticileri arasında üstlenilen rollerin ve yönetime katılma oranlarının belirlendiği sözleşmelerdir.

- İhraç belgesinin imzalanması

Sendikasyon yöneticileri ile tahvili ihraç edenler arasında, taraflar arası ilişkiyi belirleyen belgedir. Bu aşamada ihraç garantisi veren kurum ve bu kurumun yükümlülükleri de belirlenmektedir.

- Fiyatlama

Bu aşamada ödünç alanın kredi değerliliği, ihraç olunan tahvilin vadesi, faizi gibi unsurlar dikkate alınmaktadır.

- İhraç

Satış grupları tarafından belli uluslararası mali merkezlerde ya da taraflar arasında yapılan sözleşmelere uygun olarak arzulanan belli bir merkezde tahviller yatırımcılara sunulmaktadır.

Uluslararası piyasalara sunulan tahviller şu şekilde sınıflandırılmaktadır⁽¹²³⁾:

- Düz (Straight) Tahviller: Vadeleri genellikle 15 yıl olup yılda bir ya da iki kez faiz ödemesinde bulunan tahvillerdir. Getirileri faiz oranına ve ihraç fiyatına bağlı olarak değişmektedir. Sabit faizli olduklarından, vadeleri ile iskonto oranları arasındaki ilişki ters yönlüdür.

- Konvertibl (Convertible) Tahviller: Hisse senedine dönüştürebilir tahvillerdir. Özellikle çokuluslu şirketlerin kullandıkları bir türdür. Bu tahviller, belirli bir fiyattan,

¹²³ Ekren (1986) sf. 87

belirli bir vade sonunda hisse senedine dönüştürülebilmektedir. Faiz oranları nispeten düşüktür.

- Dalgalı Faizli (Floating Interest Rates) Tahviller: Vadeleri 5-7 yıl arasında, faizleri ise LIBOR'a bağlı olarak değişen orta ve uzun vadeli tahvillerdir. Dalgalı faizli tahvillerin spreadleri üç ayda ya da ayda bir yeniden belirlenmektedir. Bunların büyük bir kısmı bankalar tarafından satın alınmaktadır.

- Varanlı (Warrant) Tahviller

İhraç edildikten belli bir süre sonra, ihraç edenler tarafından belirli bir miktar ve belirli bir fiyat üzerinden geri alınması esasına dayalı olan tahvillerdir. Varantların tahvillerden ayrı olarak alınıp satılabilmesi mümkündür. Bu tür tahvillerde faiz oranı, çıkaranın kredibilitesine bağlı olarak değişiklikler gösterebilmektedir.

2.2.2. ULUSLARARASI PİYASALARDA KREDİLENDİRME VE KREDİ DEĞERLİLİĞİ

Para piyasalarından sağlanan krediler belli projelere verilebildiği gibi, ülke hükümetlerine de kullanılabilir. Borç, karlılığı belirlenebilecek bir projeye verilmediği zaman (bütçe açığının finansmanında olduğu gibi), alıcının genel ekonomik durumu ve kredi talebindeki amacı önem taşımaktadır. Bu amaçlar arasında kalkınmayı finanse etmek, gelirlerde beklenen artışın sağlanamaması ya da beklenen düzeye ulaşamaması, iç finansman kaynağı yetersizliği, beklenenin üzerinde artan harcamalar, dış finansmanda maliyet artışı gibi etkenler sayılabilir.

Ayrıca, değişik alanlardaki (ihracat, turizm, ulaştırma, haberleşme, altyapı v.b.) projeler için de bunların karlılığı dikkate alınarak, proje kredileri açılmaktadır. Bu tür kredilendirilmede, borç veren bankalar fonların alınma nedenlerine uygun olarak

kullanılıp kullanılmadıklarını kontrol etmek istemektedirler⁽¹²⁴⁾. Zira, artan maliyetler, değişen konjonktür, piyasa koşulları gibi faktörler bu projelerin hedeften sapmasına yol açarak kontrol edilmesini giderek zorlaştırmaktadır.

Tahvil piyasalarından borçlanma ise, yukarıda belirtildiği gibi bir grup banka ve mali kurumun ortaklaşa çalışması ile ortaya çıkan bir başlangıç fiyatı üzerinden yapılan tahvil ihraçları aracılığıyla olmaktadır⁽¹²⁵⁾. Fiyatlamada ülkenin ya da tahvil çıkaran kurumun kredi değerliliği önemli rol oynamaktadır. Gelişmekte olan ülkeler uluslararası piyasalarda borçlanırken, bankalar ve diğer kredi kurumları sözkonusu ülkenin mevcut potansiyeline ve gelişme vaad edip etmediğine de önem vermektedirler.

Genel olarak, tahvil piyasalarından borçlanmak isteyenlerin kredi değerliliğinin belirlenmesi işleminde, bu piyasalardan kaynak talep edenlerin kendi istekleri üzerine, bu konuda uzmanlaşmış uluslararası kurum ve şirketlerce yapılan incelemeler sonucu ortaya çıkan rating değerleri esas alınmaktadır.

Bu kapsamda ülke riskini oluşturan nedenler şu başlıklar altında gösterilebilir⁽¹²⁶⁾:

•Ulusal ya da dış politik olaylar:

Ülkelerin içinde bulundukları politik koşullar (yönetim tarzı, halkın yönetime katılma oranı, hükümetlerin değişme sıklığı ve şekli vb.), güvenlik, istikrar gibi yurtiçi politik unsurların yanında, savunma harcamaları ve benzeri yurtdışı politikalarla doğrudan ilişkili faktörler dikkate alınmaktadır.

¹²⁴ Cangöz, Hazırolan (1992)

¹²⁵ Ekren (1986) sf. 87

¹²⁶ Cangöz, Hazırolan (1992)

•Sosyal olaylar ve trendler:

Gelişmekte olan ülkelerde toplumsal katmanlar arasında gelir dağılımı uçurumları bulunmaktadır. Ayrıca ülke riski konusunda, nüfus artışı, okur yazarlık oranı, sağlık ve eğitim hizmetleri gibi demografik değişkenlerin izledikleri seyirler de dikkate alınmaktadır.

•Ödemeler Dengesi İle İlgili Ekonomik Olaylar ve Dış Borçlar.

Alıcının genel ekonomik durumu ağırlıkta olmakla beraber, ülke riskinin belirlenmesinde dış varlık ve yükümlülükleri gösteren ödemeler dengesi ve döviz varlık ve yükümlülükleri üzerinde doğrudan etki yapan dış borç stoku da özel bir öneme sahiptir. Kredinin gereksinim nedeni de ayrıca önemlidir. Bu nedenler arasında kalkınmayı finanse etmek, gelirlerde beklenen artışın sağlanamaması ya da beklenen düzeye ulaşamama, iç finansman kaynağı yetersizliği, beklenenin üzerinde artan harcamalar, dış finansmanda maliyet artışı gibi etkenlerle borçlanma ihtiyacı sayılabilir.

Ayrıca, değişik alanlardaki (ihracat, turizm, ulaştırma, haberleşme, altyapı v.b.) projeler için de proje kredileri açılmaktadır. Bu doğrultuda, kredibilitenin belirlenmesinde öncelikle bu projenin verimliliği, karlılığı, tamamlanma süresi gibi unsurlar da dikkate alınmaktadır.

Bunların yanısıra bankaların ve bankerlerin borç verirken dikkate aldıkları iki unsur daha vardır⁽¹²⁷⁾. Bunlar;

1- Öncelik: Daha çok politik olan bir konudur. Gelişmenin düzeyi, boyutları, piyasanın potansiyeli ve büyümesi önem taşır.

¹²⁷ a.g.e.

2- Geri Ödeyebilirlik: Ülkenin döviz geliri elde etme yeteneği, borç yükü, rezerv durumu ve finansman yönetimi gibi ekonomik göstergelere bağlıdır. Bu aşamada kişi başına G.S.M.H. da önemli bir değişkendir. Ancak bu tek başına yeterli değildir. Bu nedenle G.S.M.H.'da ve dış ticarette sanayi payı, büyüme, enflasyon gibi değişkenler de incelenmektedir. Sanayideki büyümenin ekonomideki büyümeye oranı 1'den büyükse, bu durum sözkonusu ülkenin lehinedir. Ayrıca, mevcut doğal kaynakların durumu, politik denge (istikrar), ekonomik denge (istikrar), ülkenin vadesi gelen borçlarını ödeyebilecek ihracata (döviz gelirine) ve ithalatı finanse edebilecek döviz rezervine sahip olup olmadığı da araştırılmaktadır. Hükümetin geçici fon açıklarını finanse edebilme yeteneği, ihtiyat ayırıp ayırmadığı da önemlidir. Ülkenin döviz rezervleri bu tür gelişmelere karşı yedek niteliğinde de değerlendirilebilir ve kredi verenler açısından da önem taşımaktadır.

Ülkelerin ve şirketlerin, borçlanma olanağını gösteren rating (derecelendirme), uluslararası piyasalarda kabul görmüş şirket ve kuruluşlar tarafından yapılmaktadır.

Tablo 11.

Kredibilite Ratingleri

<i>S&P</i>	<i>Moody's</i>
AAA	Aaa
AA	Aa
A	A
BBB	Baa
BB	Ba
B	B
CCC	Caa
CC	Ca
C	C
D	

“Standart & Poors”, “Moody’s”, “Japan Credit Rating Agency” ve “Euromoney” bunların belli başlılarıdır. En yaygın kabul gören S&P ve Moody’s’in derecelendirmeleri Tablo 11’de verilmiştir.

S&P, notları ayrıca kendi içinde (+) ve (-) olarak, Moody’s ise, 1’den 3’e kadar puanlayarak sıralamaktadır. Uluslararası piyasalarda BBB ve Baa’nın üzerindeki rating puanlarına sahip olanlar yatırım yapılabilir, altı ise spekülatif yatırım olarak kabul edilmektedir.

2.2.3. ULUSLARARASI KREDİ KURULUŞLARI

Gelişmekte olan ülkelerin aldıkları hükümet kredileri ve uluslararası kuruluşlardan sağladıkları kredilerin zamanla azalması, sözkonusu ülkelerin değişik faiz oranları ve geri ödeme koşullarından yararlanarak dış borç yönetimi konusunda daha dikkatli olmaları gereğini de beraberinde getirmiştir. Bu çerçevede, gelişmekte olan ülkelere kredi sağlayan kurumların yanında uluslararası piyasalarda faaliyet gösteren bankaların kredilendirme koşul ve olanaklarının bilinmesi de önem taşımaktadır.

2.2.3.1. Uluslararası Para Fonu (IMF)

1945 yılında otuz ülkenin imzalarıyla ortaya çıkan Uluslararası Para Fonu’nun (IMF), başlıca fon kaynaklarını üyelerin katkıları oluşturmaktadır⁽¹²⁸⁾. Fon’un kaynakları borçlanılarak da artırılabilir. IMF; hazineler, merkez bankaları gibi resmi kurumların yanısıra özel kesim kaynaklarından da borçlanabilmektedir. Öte yandan IMF, ödemeler dengelerindeki bozulmaları gidermelerine mali katkı sağlamak amacıyla üyelerine ulusal paraları karşılığında döviz veya SDR satmaktadır. Ekonomik etkileri bakımından borçlanmayla aynı etkileri yapan bu işleme Fon dilinde satın alma

¹²⁸ Alpar, Ogun (1987) sf. 142

veya çekme adı verilmektedir. IMF bu işlemler karşılığında sözkonusu üyelere belirli oranlarda faiz tahakkuk ettirmektedir.

IMF üye ülkelere kredi kullanırken belli koşullar aramaktadır. Bu koşullar; Fon'un uygun gördüğü iktisat politikalarının uygulanmasını içermektedir. Bunlar stand-by düzenlemeleri olarak adlandırılmaktadır. Stand-by kredileri 1952 yılında normal kredilerin yanısıra bir destekleme kredisi olarak geliştirilmiş, ancak zamanla yaygınlaşarak IMF'in normal çekme haklarından yararlanılması da bu düzenlemelere bağlanmıştır.

Fon'un üyelerine sağladığı finansman imkanları dış ödeme gücünün niteliğine ve içerdiği koşulluluk (conditionality) derecesine göre farklılık göstermektedir. Fonun mali yardım biçimleri şunlardır⁽¹²⁹⁾:

- Rezerv Tranşından Kullanımlar
- Telafi Edici Finansman Kolaylığı
- Tampon Stok Finansman Kolaylığı
- Petrol Kolaylığı Sübvansiyon Hesabı
- Güven Fonu
- Ek Finansman Kolaylığı Sübvansiyon Hesabı

2.2.3.2. Uluslararası İmar ve Kalkınma Bankası - Dünya Bankası (IBRD)

Üye ülkelerin imar ve ekonomik gelişme çabalarına destek sağlamak amacıyla 1946 yılında kurulan Banka, son yıllarda faaliyetlerini geliştirmekte olan ülkelerin ekonomik sorunlarını çözümlmek ve bu ülkelere kredi sağlamak yönünde yoğunlaştırmıştır.

¹²⁹ a.g.e. sf. 160

Bankanın kredi imkanları, üye ülkelerin sermaye katılımları, gelişmiş batılı ülkelerin sermaye piyasalarından yapılan borçlanmalar ve kredilerin işletilmesinden elde edilen net gelirlerden oluşmaktadır. Gelişmiş ülke sermaye piyasalarından borçlanarak sağlanan fonlar IBRD'nin en yaygın olarak sağladığı kredilerdir. Borçlanma daha çok tahvil ihracı şeklinde olmakta ve bunun için başta ABD olmak üzere, İsviçre, Almanya, İngiltere gibi ülkelerin sermaye piyasalarına başvurulmaktadır.⁽¹³⁰⁾

Banka analiz yaparak, karlı ve verimli bulduğu projeleri kredilendirmektedir. Bu kredilendirme, birinci sınıf portföy yatırımları arasında yer alan ve borçlanan ülke hükümetinin garantisini taşıyan IBRD tahvillerinin ihracı suretiyle yapılmaktadır. Bu durum, borçlanan ülke açısından da yararlı olmaktadır, çünkü sözkonusu sermaye piyasalarına doğrudan tahvil ihraç ederken elde edilemeyen olanaklar bu şekilde sağlanabilmektedir.

Öte yandan Dünya Bankası, hükümetlere ve resmi kurumlara olduğu gibi özel girişimcilere de kredi sağlamaktadır. Ancak, özel kesime açılan kredilerde borçlanan ülke hükümetinin, merkez bankasının veya yetkili ve resmi bir organın garantisi aranmaktadır.

2.2.3.3. Uluslararası Kalkınma Birliği (IDA)

Dış kaynak ihtiyacı olmakla beraber, sağladığı kredileri geri ödeme konusunda sıkıntılar yaşayan gelişmekte olan ülkelere kredi açmak amacıyla 1960 yılında kurulan Uluslararası Kalkınma Birliği (IDA), Dünya Bankası Grubu'na bağlı olarak faaliyet gösteren bir kuruluştur. IDA, fonlarını üye ülkelerin sermaye katılımlarından, IBRD'nin transferlerinden ve IDA üyesi gelişmiş ülkelerin katkılarından sağlamaktadır.

¹³⁰ a.g.e. sf. 122

IDA, gerekli koşullara sahip olmadıkları için Dünya Bankası tarafından kredilendirilmeyen gelişmekte olan ÷lkelerin ihtiyaçlarını karşılayıcı krediler de sağlamaktadır. Uluslararası Kalkınma Birliği'nden kredi sağlamak için ÷lkelerin kişi başına milli gelirinin belli bir d÷zeyin altında olması şartı aranmaktadır. Bu şart doğrultusunda, IDA kredileri alabilen gelişmekte olan ÷lkeler en yoksul ÷lkeler arasında yer almaktadırlar.

2.2.3.4. Uluslararası Finans Kurumu (IFC)

1965 yılında kurulan Uluslararası Finans Kurumu, yasal ve mali y÷nden bağımsız olmakla beraber, idari y÷nden IBRD' ye bağımlıdır. IFC, kredi verilen ÷lkelerde özel kesimin gelişmesinin teşviki ve bunun için yerli ve yabancı sermayenin harekete geçirilmesi amacıyla kurulmuştur. Kurumun fon kaynaklarını üye ÷lkelerin sermaye katılımları, Dünya Bankası'ndan alınan krediler ve kullanılan kredilerden sağlanan net gelirler oluşturmaktadır.

IFC, gelişmekte olan ÷lkelerin özel sekt÷rlerini, devlet garantisi aramaksızın, finanse etmektedir. Sermayesinde kamu payı bulunmakla beraber, özel kuruluş statüsündeki kamu kuruluşları da IFC'nin olanaklarından yararlanabilmektedir. IFC, özel kesim kuruluşlarını orta ve uzun vadeli kredilerle doğrudan finanse edebildiği gibi, yatırım araştırmaları yaparak, kalkınma bankalarının sermayelerine katılarak da bu kuruluşların gelişmelerine katkıda bulunmaktadır.

2.2.3.5. Avrupa Yatırım Bankası (EIB)

Avrupa Yatırım Bankası, Avrupa Birliği'nin (AB) finansman kaynaklarından birini teşkil etmesi için kurulmuştur. Bununla beraber EIB'nin, AB y÷netimi dışında bir t÷zel kişiliği bulunmaktadır. Banka; üye ÷lkeler için ortak önemi bulunan, AB'nin

oluşmasıyla beraber ortaya çıkan faaliyetlerle ilgili olan projelerle, mevcut işletmelerin modernleştirilmesini öngören faaliyetlerin finansmanını sağlamak amacıyla kredi kullandırmaktadır.

2.2.3.6. İslam Kalkınma Bankası (IDB)

1975 yılında kurulan Banka, İslam ülkelerinin kalkınma çabalarına yardımcı olmayı, bunun için kaynak sağlamayı, üyeler arasındaki ticari ve sınai işbirliğini geliştirip güçlendirmeyi amaçlamaktadır.

Kuruluş; üye ülkelerin finansman başvurularını, yatırım ve projelerin fizibilite raporlarıyla birlikte, teknik, ekonomik ve mali yönlerden inceleyerek karara bağlamaktadır. Finansman işlemlerinden faiz ve taahhüt ücreti almayan IDB, hisse satın almak, sermaye katılımı ya da kar payı karşılığı kaynak sağlamak suretiyle, yatırım projelerini finanse etmektedir. IDB ayrıca, kiralama - satın alma kredisi, taksitli satış, kısa vadeli finansman ve teknik yardım kredileri de sağlamaktadır⁽¹³¹⁾.

2.2.3.7. Avrupa İmar ve Kalkınma Bankası (EBRD):

Dünya Bankası modeli örnek alınmak suretiyle, 1990 yılında OECD üyesi ülkeler tarafından kurulmuştur. Türkiye'nin de üyeleri arasında yer aldığı EBRD, serbest piyasa koşullarının sağlanması ve buna ilişkin mekanizmaların yerleştirilmesi için Doğu Avrupa ülkelerine kredi sağlamaktadır.

2.2.4. DEVLETLERARASI BORÇLANMALAR (HÜKÜMET KREDİLERİ)

Toplam borçlar içinde payı giderek azalmakla beraber, hükümetlerin, hükümet organlarının (merkez bankaları dahil) ve bağımsız kamu kuruluşlarının açtıkları kredileri kapsayan devletlerarası borçlanmalarda, ülkelerin politik tercihleri en önemli

¹³¹ a.g.e. sf. 133

rolü oynamaktadır. Bu kredilerin koşullarının oluşmasında uluslararası piyasalardaki gelişmelerin yanı sıra, sözkonusu tercihler de etkili olmaktadır. Gelişmekte olan ülkelerin, kredibiliteleri olarak sağladığı ölçüde, katı koşullara sahip devletlerarası borçlanmalardan çok, daha esnek yapıdaki uluslararası para ve tahvil piyasalarını tercih etmelerine bağlı olarak, bu tür kredilerin daha çok az gelişmiş ülkeler tarafından tercih edildiği görülmektedir.



BÖLÜM 3

TÜRKİYE'DE DIŞ BORÇ YÖNETİMİ

1970'li yıllarda yaşanan ekonomik ve mali problemler ve bunun sonucu olarak dış yükümlülüklerin yerine getirilmesinde ortaya çıkan aksamalar, 1978,1979 ve 1980 yıllarında yapılan borç erteleme anlaşmaları ve ardından uygulanan istikrar politikaları aracılığıyla aşmaya çalışılmıştır. Bu doğrultuda, yurtdışından fon girişini artırmaya yönelik bir takım tedbirler alınmış, özellikle kambiyo rejiminde ve teşvik mevzuatında köklü değişikliklere gidilmiştir. Döviz gelirlerini arttırmak amacıyla, yurtiçi talebin kısılması ve mevcut kapasitenin artırılması yoluyla ortaya çıkan üretim fazlası, ihracata yönettirmeye çalışılmıştır. Nitekim çeşitli yollarla teşvik edilen ihracat, 1980 yılında 2,9 milyar dolar civarındayken, 1989 yılında 11,6 milyar dolara ve 1993 yılında da 15,3 milyar dolara ulaşmıştır. Diğer taraftan turizm yatırımlarına da ağırlık verilerek, turizm gelirlerinin artırılmasına yönelik adımlar atılmıştır.

Daha sonraki yıllarda kamu açıklarının iç borçlanma yoluyla karşılanması, makro dengelerde bazı olumsuz etkiler yaratmıştır. Faizlerin yükselmesi, kredi maliyetlerinin artarak yatırımların nispi olarak pahalı hale gelmesine, karlılığın düşmesine ve dolayısıyla yatırımların azalmasına yol açmıştır⁽¹³²⁾. Aynı dönemde, kamu kesimine iç borçlanma ile aktarılan kaynaklar artmış ve toplam içinde özel sektöre düşen pay giderek azalmıştır⁽¹³³⁾. Bu dönemde gerek faiz oranlarının gerekse enflasyon oranının

¹³² 1990 yılında yüzde 94.7 olan asgari kredi faiz oranı, 1991 yılında yüzde 106.5'e, 1992 yılında yüzde 113.6'ya kadar yükselmiş, 1993 yılında bir miktar gerileme göstererek yüzde 104.2'ye düşmüştür. Oysa 1990-1993 döneminde toptan eşya fiyat endeksindeki değişim sırasıyla yüzde 52.3, yüzde 55.4, yüzde 62.1, ve yüzde 58.40 oranında gerçekleşmiştir (Kaynak: HDTM).

¹³³ Kesimler itibarıyla yurtiçi tasarrufların gayrisafi milli hasılaya oranları incelendiğinde; 1988 yılında bu oran kamu kesimi için yüzde 8,7 iken, 1993 yılında yüzde -4,7'ye düşmüştür. Aynı dönemde kamu kesimi tüketiminin gayrisafi milli hasılaya oranı da yüzde 8,8'den yüzde 18,7'ye yükselmiştir (Kaynak: DPT).

yükselmesi döviz kurları üzerinde bir baskı yaratmıştır. Kurlardaki artış yurtdışından hammadde ve aramalı ihtiyacı olan sanayiye ve üretime olumsuz etkiler yapmıştır.

1978-1980 döneminde yapılan anlaşmalarla, dış açığın finansmanında kullanılan dış borçların, 1980 yılına kadar oluşan ve 1983 yılına kadar oluşacak yükümlülüklerin 5 yılı ödemesiz olmak üzere 10 yıllık bir vadeye yayılması sağlanmıştır. Ayrıca anlaşmalar çerçevesinde IMF ve OECD'den sağlanan ödeme kolaylıkları da bu yöndeki bir diğer adım olmuştur.

Türkiye 1980'li yılların başına kadar, dış borç ihtiyacını uzun vadeli ve düşük faizli devletlerarası hükümet kredileri ve uluslararası kuruluşlardan borçlanmalar yoluyla karşılamıştır⁽¹³⁴⁾. Ancak 1980'lerin ortalarından itibaren, uluslararası mali piyasalardan sağlanan ancak daha kısa vadeli ve daha yüksek faizli olan kredilerin giderek arttığı gözlenmektedir. Bu dönemde uluslararası kuruluşlardan sağlanan krediler ve hükümet kredilerinde de bir gerileme vardır. Bu çerçevede 1980'lerin başına kadar yoğun olarak kullanılan Dünya Bankası (IBRD) kredileri de azalma göstermiştir⁽¹³⁵⁾.

Hükümet ve uluslararası kuruluşlardan yapılan borçlanmalarda, milli gelirindeki ve ihracat gelirlerindeki yetersizlikler gibi ekonomik ve diğer bir takım politik nedenlerle Türkiye'nin karşılaştığı kısıtlamalar, mali piyasalardan borçlanmaya yönelmesinde en büyük etken olmuştur.

¹³⁴ HDTM Dış Borçlar Bülteni

¹³⁵ Dünya Bankası kredilerine olan talebin düşmesinde etkili olan bazı faktörler bu tür kredilerdeki gerileme hakkında bir fikir vermesi bakımından şu şekilde sıralanabilir:

- IBRD'nin projenin her alanında müdahalelerde bulunması,
- Prosedürün uzun sürmesi ve işlemlerin ağır yürütmesi nedeniyle projenin tamamlanmasının fazla zaman alması ve bu süreç içinde yurtdışı koşullarda meydana gelen değişiklikler nedeniyle çok defa projenin gerçekleşmemesi,
- Havuz sisteminin uygulanmasına bağlı olarak karmaşık bir finansman yapısının oluşması,
- Sektörlerdeki birimlerin niteliklerindeki farklılıklara bağlı olarak IBRD uygulamalarıyla uyum sağlanamaması,
- Yatırım kurumlarının daha esnek yapıda farklı finansman kaynaklarına ulaşabilmeleri.

Türkiye'nin 1985 yılından itibaren borçlarını düzenli olarak geri ödemesi, ekonomik istikrarın sağlanması yönündeki gelişmelere bağlı olarak kredibilitesinin yükselmesi ve uluslararası mali piyasaların borçlanana sağladığı esnek finansman olanakları da etkili bir diğer faktör olarak ortaya çıkmıştır.

3.1. ULUSLARARASI PİYASALAR VE TÜRKİYE

Türkiye, 1980 yılındaki son borç erteleme anlaşmasından sonra ilk defa 1984 yılında sendikasyon kredisi şeklinde borçlanmaya gitmiştir. Bu yıla kadar olan borçlanmalar daha çok ABD doları ağırlıklı iken, 1985 yılından sonra Japon piyasalarına girilmeye başlanmış olması nedeniyle, Japon yeni de dış borcun döviz kompozisyonu içinde önemli bir yer almaya başlamıştır. Bu dönemden itibaren Türkiye, borçlanma stratejisini genel amaçlı borçlanmalarda Japon piyasasının, proje finansmanı için de eurodollar piyasasının kullanılması şeklinde oluşturmuştur. Türkiye, 1988 yılından sonra uluslararası piyasalarda borçlanma konusunda önemli bir aşama olarak Japon piyasasına göre nispeten daha iyi tanındığı Alman tahvil piyasasından da borçlanma olanağı elde edilmiştir (Bkz. Tablo 12). Bu suretle, borç piyasalarının çeşitlendirilmesi yönünde de önemli bir gelişme kaydedilmiştir.

Türkiye'nin uluslararası piyasaları giderek daha fazla kullanmasına bağlı olarak, ilk defa 1990 yılında Standart & Poors ve Moody's adlı uluslararası rating kuruluşları tarafından kredi değerliliği belirlenmiş ve yatırım yapılabilir ülke kategorisine alınmıştır. Bu durum Türkiye tahvillerinin yatırımcı tabanını genişlettiği gibi kredi koşullarının da daha iyi olmasını sağlamıştır.

Ancak, aynı yıl yaşanan Körfez krizi ve ardından çıkan Körfez savaşı, Türkiye'nin riskinin artmasına yol açmış ve uluslararası piyasalara tahvil ihracı bir süre için duraklamıştır. Türkiye'nin Irak ile hem sınırı bulunması, hem iki ülkenin önemli bir

ticari ortaklığı olması hem de bu ülkeye uygulanan amborgolarda etkili bir rol oynaması, kredi kurumlarınca riski artırıcı faktörler olarak değerlendirilmiştir.

Tablo 12.

Uluslararası Piyasalardan Tahvil Borçlanmaları (1988-1993)

Tarih	Piyasa	Döviz Cinsi	Miktar (Milyon)	Vade (1) (Yıl)	Faiz -I- (%)	Spread -II- (%)	Maliyet (2) -III- (%)	Spread (3) -IV- (%)	Banka
06.05.1988	Alman Tahvil Piy.	DM	500	7	6,50	0,60	7,06	1,16	Commerzbank
01.11.1988	Alman Tahvil Piy.	DM	300	7	6,50	0,45	6,97	0,92	Dresdner
02.11.1988	Eurodollar	USD	150	10(3p/6p)	11,13	1,70	11,48	2,05	Bankers Trust
							11,98	2,55	
							11,62	2,19	
27.04.1989	Eurodollar	USD	200	10(5p)	11,50	1,65	11,82	1,97	JP Morgan
							12,03	2,18	
07.06.1989	Eurodollar	USD	280	10(5p)	5,50	1,60	8,71	4,81	Nomura
20.07.1989	Alman Tahvil Piy.	DM	400	7	7,75	0,85	9,02	2,12	Commerzbank
							8,34	1,44	
11.09.1989	Eurodollar	USD	200	10(5p/C7)	10,25	1,60	10,58	1,93	JP Morgan
							10,79	2,14	
							10,67	2,02	
15.11.1989	Eurodollar	USD	250	6	9,75	1,90	10,21	2,36	Sumitomo
15.03.1990	Eurodollar	USD	200	7	10,75	1,75	10,98	1,98	Mitsui
17.04.1990	Alman Tahvil Piy.	DM	250	7	10,00	1,25	10,43	1,68	Commerzbank
10.08.1990	Eurodollar	USD	150	5	13,38	1,50	10,75	1,87	Daiwa
23.06.1991	Alman Tahvil Piy.	DM	350	5	10,50	1,89	11,12	2,51	Commerzbank
14.10.1991	Alman Tahvil Piy.	DM	500	5	10,75	2,02	11,40	2,67	Commerzbank
18.03.1992	Eurodollar	USD	200	5(3p)	8,50	2,60	8,80	2,90	Bankers Trust
							8,96	3,60	
14.04.1992	Eurodollar	USD	50	5(3p)	8,50	2,60	8,67	2,77	Bankers Trust
							8,76	2,86	
07.05.1992	ECU Piy.	ECU	150	3	11,50	2,00	11,94	2,44	Banque Paribas
09.06.1992	Samurai	JPY	50.000	5	7,50	2,02	7,86	2,38	Nomura
18.06.1992	Yankee	USD	250	7	9,00	2,22	9,34	2,56	JP Morgan&Salomon
21.07.1992	Alman Tahvil Piy.	DM	400	7	10,25	1,86	10,81	2,42	Commerzbank
31.07.1992	Eurodollar	USD	200	5	8,13	2,10	8,33	2,30	Morgan Stanley
04.09.1992	Samurai	JPY	50.000	7	6,80	1,80	7,04	2,04	Yamaichi
02.12.1992	Samurai	JPY	35.000	4	5,70	1,08	6,09	1,47	Yamaichi
02.12.1992	Samurai	JPY	35.000	6	6,50	1,88	6,78	2,16	Yamaichi
15.02.1993	Alman Tahvil Piy.	DM	400	7	9,50	2,50	9,84	2,84	DG Bank
17.02.1993	Samurai	JPY	100.000	7	6,30	1,94	6,54	2,18	Nomura
24.05.1993	Samurai	JPY	25.000	5	6,00	1,46	6,53	1,99	Daiwa
24.05.1993	Samurai	JPY	35.000	10	7,00	2,46	7,32	2,78	Daiwa
07.07.1993	Alman Tahvil Piy.	DM	750	10	8,75	2,21	9,08	2,54	DG Bank
25.07.1993	Alman Tahvil Piy.	DM	250	10	8,75	2,17	8,91	2,33	DG Bank
26.10.1993	Eurosterling	STG	125	10	9,00	2,30	9,40	2,70	SG Warburg
27.10.1993	Alman Tahvil Piy.	DM	1.000	5	7,25	1,90	7,76	2,41	DG Bank
12.11.1993	Samurai	JPY	50.000	8	5,10	1,55	5,29	1,74	Yamaichi
12.11.1993	Samurai	JPY	30.000	5	4,00	0,45	4,28	0,73	Yamaichi

Kaynak: HDTM

(1) p: satma (put), c: satın alma (call) opsiyonu

(2) Maliyetlerin hesaplanmasında kredilerin alınma aşamasından önce ödenen ücretler ile faiz ve anapara itfalarında ödenen komisyonlar dikkate alınmaktadır.

(3) IV=III-I+II

1991 yılında tekrar uluslararası piyasalarda görülen Türkiye, 1992 ve 1993 yıllarında 10 yıla kadar uzayan vadelerle ve uygun koşullarla geniş bir yatırımcı tabanına tahvil ihraç etme olanağına sahip olmuştur (Tablo 12). Bu dönemde eurosterling ve ECU piyasalarında da tahvil ihraçları yapılarak yeni pazar araştırmalarına girişilmiştir.

3.2. TÜRKİYE’NİN BORÇLANMA STRATEJİSİ

Türkiye’nin dış borç stratejisi esas olarak vadenin uzatılması , ödeme koşullarının iyileştirilmesi ve piyasaların çeşitlendirilerek alternatif piyasalara girilmesi, olarak özetlenebilir⁽¹³⁶⁾. Buna ilaveten kısa vadeli borçların toplam borç stoku içindeki payını düşürerek, kısa dönemde faiz ödemelerinin azaltılması amaçlanmaktadır.

Türkiye’nin borçlanma stratejisi oluşturulmasına yönelik olarak attığı ilk ciddi adım 1988 yılında Yüksek Planlama Kurulu’nun 13/1/1988 tarih ve 88/4 sayılı Kararı ile Dış Borç Stratejisi Tespit Grubu (DBSTG) kurulması olmuştur⁽¹³⁷⁾. Bu karara göre; genel, katma ve özel bütçeli kuruluşlar ile bunlara bağlı döner sermayeler, KİT’ler, sermayesinin yarısından fazlası tek başına ya da birlikte Devlet’e, KİT’lere veya mahalli idarelere ait olan kuruluşlar ile özel yasalarla kendilerine kamu görevi verilmiş tüzel kişiliğe sahip kamu kurum ve kuruluşları ancak DBSTG kararlarına uygun olarak borçlanabileceklerdir⁽¹³⁸⁾. Ancak, borçlanma stratejisinin belirlenmesi için oluşturulan bu grubun çalışmalarından, uygulamada yeterli sonuçlar elde edilememiş ve faaliyetleri durdurulmuştur.

¹³⁶ Tural, Arslan, Şenel (1991)

¹³⁷ Ünsal, Nakipoğlu, Pazarcık(1989)

¹³⁸ Bu kararlar kısaca şu şekildedir:

- Kredilendirilecek projelerin ait olduğu yılın programında yer alması ve programda belirtilen dış finansman ihtiyacının aşılmaması, bu durumu gösteren uygunluk belgesinin DPT’den alınması,
- Yukarıdaki özellikleri taşıyan projelerin iç ve dış finansmanlarının ne şekilde sağlanacağını HDTM’ye bildirilmesi,
- Projelerin uluslararası ihale yoluyla tekliflendirilmesinden önce DPT’den alınacak uygunluk belgesi ile finansmanın sağlanmasına ilişkin bilgilerin HDTM’ye verilmesi,
- HDTM’nin uygun görmesi halinde kredili uluslararası ihaleye çıkılabileceği,
- Kredi kullanacak kurum ve kuruluşların HDTM’nin izni ve bilgisi olmadan dış finans kuruluşları ile kredi teminine yönelik olarak doğrudan temas ve görüş alışverişinde bulunmaması,
- HDTM’nin ön izni olmaksızın yurtiçinden tedariki mümkün olan mal ve hizmet için dış kredi kullanılmaması ve kredi talep edenlerin vergi borçlarının bulunup bulunmadığının dikkate alınması,
- Orta ve uzun vadeli kredi temininde kalkınma planları ve yıllık programların, dış ticaretin finansmanı için alınacak kredilerde ise dış ticaretteki gelişmelerin değerlendirilmesi kararlaştırılmıştır.

Bunu izleyen yıllarda dış borç stratejisi esas olarak ülkenin mevcut ekonomik ve politik koşullarına bağlı olarak HDTM tarafından, Merkez Bankası ve DPT ile danışmalarda bulunarak sürdürülmüştür⁽¹³⁹⁾. 1990 yılından itibaren de yıl içinde ödenmesi gereken anapara tutarı kadar yeni borçlanmaya gidilmesi ilkesi benimsenmiştir. Böylece dış borç stoku / gayri safi milli hasıla oranının düşürülmesi hedeflenmiştir.

Diğer taraftan, iç borçlanma ile kamu kesiminin yurtiçi fonları yoğun olarak kullanması neticesinde özel sektör yurtdışından kaynak sağlamaya yönelmiştir. Bu durumda da özel sektörün yurtdışından borçlanmasının kontrol altında tutulması ve izlenmesi gereği gündeme gelmiştir. Nitekim, özellikle döviz kurlarında önemli artışların yaşanmadığı 1992 ve 1993 yıllarında kredi faizlerinin yüksekliği karşısında pek çok özel sektör kuruluşu sendikasyon kredisi için arayışlara girişmiş ve önemli miktarlarda kredi kullanmıştır. Ayrıca, ticari bankalar da bu dönemde yurtdışından sendikasyon kredileriyle sağladıkları fonları yurtiçi kredi faizlerinin yüksekliğinden yararlanarak TL olarak kullandırmak suretiyle kar sağlamıştır⁽¹⁴⁰⁾.

Genel olarak bakıldığında; borçlanma stratejisi uygulamasında öncelikle göz önünde bulundurulması gereken bazı unsurlar vardır.

Borçlanmaya ilişkin kararlar verilirken seçilecek yöntemin en etkili ve en az maliyetli olmasına dikkat edilmelidir. İhracın başarısında fiyatlandırma büyük önem taşımaktadır. Düşük fiyatlı bir ihrac yeterli geliri sağlayamayacağı gibi, yatırımcıların da bazı olumsuz izlenimler edinmelerine yol açabilir. Bu anlamda fiyatlama, riski göstermesi ve ihracı kolaylaştırması bakımından da önem taşımaktadır. İhracı yapacak

¹³⁹ Bu çerçevede beş yıllık kalkınma planları ve yıllık programların yanısıra Merkez Bankasının ödemeler dengesine ilişkin öngörülleri de dikkate alınmaktadır.

¹⁴⁰ Dünya Gazetesi "Sendikasyon Kredisinin Dayanılmaz Cazibesi" 13.Ağustos.1992

kurumların, ihrac gerçekleştirilmeden önce yapacakları piyasa araştırmaları ve borcunun kredibilitesi bu aşamada dikkate alınmalıdır.

Borçlanma stratejisindeki dikkat edilmesi gereken diğerkonular da ortalama vadeyi uzatmak, faiz yükünü azaltmak ve piyasaları çeşitlendirmektir. Bunun sağlanması için de borç ödeme kapasitesi hakkında yatırımcıların tatmin edilmesi gerekmektedir. Bu aşamada uluslararası rating kuruluşlarının verdiği kredibilite notları da baz alınmaktadır. Bu notlar, borçlanacak ülkeyi yöneleceği piyasalar konusunda etkilerken, yatırımcıları da ülke ekonomisinde ortaya çıkacak gelişmeler doğrultusunda beklenti oluşturması yönünden etkilemektedir. Ancak, yatırımcının ve piyasaların diğerkurumlarının, borçlu hakkında oluşturacağı izlenimde rating notları etkili faktörlerin sadece bir tanesi olarak ortaya çıkmaktadır.

Tahvil ihracından önce, ihrac tarihi belirlenirken, ihracın yapılacağı piyasaların şartlarındaki değişimler, swap olanakları, yatırımcıların borçlu ülke tahvillerine yaklaşımları gözönünde bulundurulmalıdır. İhrac kapsamında hangi para cinsinden borçlanılacağı da önem taşımaktadır. Bunun belirlenmesinde ülke rezervleri, kısa vadeli nakit çıkışları ve beklenen döviz gelirleri ile bunların kompozisyonu önem taşımaktadır. Döviz swapı, opsiyon, futures ya da forward işlemini yapabilmek için bütün bu unsurların önceden analiz edilmesi ve koşulların değerlendirilmesi gerekmektedir. Bu araçlar kullanılarak borcun etkin bir şekilde yönetilmesi durumunda, borçlu ülkenin karşılaşacağı risk asgariye indirilmiş olacaktır.

3.3. TÜRKİYE'DE DIş BORÇ YÖNETİMİ

Dış borç yönetimi, veri toplanması, borç servisi tahmini, dış borç düzeyinin ve kompozisyonunun kontrolü, özel ve/veya kamu sektörü dış borçlanmalarının seçimi gibi çeşitli işlemleri kapsamaktadır.

Bu çerçevede Türkiye’de borç yönetimi kapsamında veri toplanması HDTM bünyesinde yapılmaktadır. Yıllık borçlanma ihtiyacı belirlenirken de ödemeler dengesi, cari işlemler açığı, uluslararası rezervler, öncelikli yatırımların finansman ihtiyacı ve uzun vadedeki borç servisi kapasitesi gibi faktörler dikkate alınmaktadır⁽¹⁴¹⁾. HDTM bütün kamu kesiminin borçlanmasını kontrol altında tutarken, 1983 yılından sonra giderek liberalleşen kambiyo rejimi ile artan özel sektör borçlanmasını da bilgisayar sistemi aracılığıyla takip etmektedir. Bu suretle Türkiye’nin borç düzeyi ve borç yükü izlenmektedir. Esas olarak orta ve uzun vadeli borçlar üzerinde yoğunlaşan HDTM, bunu çeşitli birimleri aracılığıyla gerçekleştirmektedir. Dış Ekonomik İlişkiler Genel Müdürlüğü dış borç görüşmeleri, borç anlaşmaları, yeni borçlanma ve tahvil ihraç olanakları gibi konular üzerinde çalışırken; Kamu Finansmanı Genel Müdürlüğü de dış borçların gerek kullanım, gerekse ödemeler bakımından izlenmesi, borçlanma ihtiyacının belirlenmesi, borç yönetimi, borç servisinin yapılması ve benzeri konularda faaliyet göstermektedir.

Kısa vadeli borçlanma ise T.C. Merkez Bankası tarafından gerçekleştirilmekte ve izlenmektedir. Bankacılık sektörünün borçlarını da yakından takip eden Merkez Bankası, dış borçlar konusunda HDTM ile koordinasyon içinde çalışmaktadır. Banka, sermaye hareketlerini ve uluslararası rezervleri izlemekle de görevlidir.

Borç stokunun kompozisyonunun belirlenmesinde uluslararası piyasalardan ya da uluslararası kurumlardan ve hükümetlerden borçlanma gibi stratejilerin yanısıra, risk yönetim teknikleri de kullanılmaktadır.

Türkiye halen risk yönetim tekniklerini bütün yönleriyle kullanma olanağına sahip bulunmamaktadır. Bununla beraber, T.C. Hükümeti adına ilk swap işlemi 25 Şubat

¹⁴¹ Öktem (1985-1) “External Debt Management” Ed. Hassanali Mehran, IMF

1993 tarihinde HDTM tarafından yapılmıştır. Daha sonra yapılan ikinci swap işlemi ise 10 Haziran 1993 tarihli dir. Bu swap işlemlerine ilişkin bilgiler şu şekildedir:

Tablo 13.

Türkiye'nin Uluslararası Piyasalarda Yaptığı Swap İşlemleri

Tarih	Miktar (J.Yen)	Faiz	Kur	Miktar(\$)	Faiz	Vade
25.2.1993	25.000.000.000	6.3	124.5	200.803.213	L+1.74	7 Yıl
10.6.1993	25.000.000.000	6.0	111.5	224.215.247	6.96	5 Yıl

HDTM ihraç ettiği Japon yeni ödemeli tahvillerden ikisini, ABD dolarına swap ederek, Japon yeninin yükselmesi riskiyle oluşabilecek kur riskini azaltmıştır. 25 Şubat 1993 tarihinde yapılan swap işlemi ile bir yandan döviz swapı yapılırken, diğer yandan da sabit faizli bir borç değişken faize çevrilmiştir. Daha sonra 30 Temmuz 1994 tarihinde bu swap işleminden 1 ABD doları 110 JPY seviyesinde iken dönülerek, yaklaşık olarak 54 milyon ABD doları kazanç sağlanmıştır.

10 Haziran 1993 tarihinde yapılan swap anlaşması ise halen devam etmektedir. İşlemin bugünkü durumu hakkında bir bilgi vermesi bakımından, 26 Eylül 1994 itibariyle, sözkonusu swap işleminin vadesinde tamamlanması halinde ve mevcut koşullarla, net bugünkü değer cinsinden karlılığı araştırıldığında şu sonuç elde edilmiştir. Buna göre:

26 Eylül 1994 itibariyle:

JPY/ABD \$ kuru: 97.95

Beş yıl vadeli borçlar için geçerli JPY/ABD \$ swap oranı: % 4.35

10 Haziran 1993 itibariyle:

111.5 JPY/\$ kurundan, 25 milyar Japon yeni 224.215.246,64 ABD dolarına karşılık gelmektedir.

Faiz oranı JPY için % 6 iken, ABD doları için % 6,96'dır.

224.215.247\$ için yılda iki defa 7.802.691\$ faiz ödemesi yapılmaktadır. Swap anlaşmasına konu olan borcun anapara ve faiz için hesaplanan dolar cinsinden net bugünkü değeri 263.032.111\$'dır. Bunun 26 Eylül 1994 tarihindeki kur üzerinden değeri 25.763.995.316JPY'dir. Bu durumda elde edilen kazancın aynı kur üzerinden ABD doları karşılığı ise 7.799.850\$'dır.

Borçlu ülkelerin, uluslararası piyasalardaki mali enstürmanları yukarıdaki gibi etkili bir şekilde kullanmaları, dış yükümlülüklerinin faiz profilini ve döviz kompozisyonunu olumlu yönde değiştirerek, bu ülkelere kısa vadeli işlem yapılan piyasalarda geniş bir hareket alanı sağlayacaktır. Bu çerçevede, aktif bir borç yönetimi döviz ve vade yapısı üzerine kurulmalıdır. Çünkü borçlu ülkelerin borç seviyelerindeki (yeni kullanımlar dışında) artışların neredeyse tamamı, bu iki kalemden kaynaklanmaktadır⁽¹⁴²⁾. Borç yönetiminin etkili bir diğer unsuru da dış ticaret gelirleri ve bu konudaki kısıtlamalardır.

Borç yönetimi kapsamında öncelikle yapılması gereken, yukarıda sözü edilen belirleyici unsurları dikkate alarak, mali araçları uluslararası piyasalarda etkili olarak kullanmakta yetkin olan personeli yetiştirmek ve gerekli kurumsal altyapıyı oluşturmaktır.

Dış borç yönetimi yapılırken, ülkenin ekonomik koşullarının ortaya çıkardığı gereklilikler ve kısıtlamalar göz önünde bulundurulmalıdır. Borcun kaynakları ve alınan kredilerin hangi alanlarda kullanıldığının belirlenmesi önem taşımaktadır. Ayrıca, ülke şartları doğrultusundan belirlenecek optimum faiz oranının ve döviz kompozisyonunun bir uzun vade hedefi olarak şekillendirilmesi gerekmektedir.

¹⁴² JP Morgan (1992)

Optimum şartların belirlenmesi için ise, öncelikle yapılması gereken Türkiye'nin dış borç stokunun oluşmasına yol açan unsurların ve borcun kullanıldığı alanların tespiti. Bu çerçevede, Türkiye'nin dolar cinsinden ifade edilen borç stokunda, faiz ve çapraz kur değişiminin önemli iki faktör olduğu görülmektedir.

3.3.1. BORÇ YÖNETİMİNDE ÇAPRAZ KUR FAKTÖRÜ

Dış borç stokunun döviz kompozisyonu incelendiğinde; 1992 yılında toplam içinde yüzde 69,1 lik bir paya sahip olan ABD doları ve Alman markının, 1993 yılındaki payının yüzde 74,7'ye ulaştığı görülmüştür (Bkz. Bölüm 1, Tablo 7). Bu artış, tamamen ABD dolarının değerindeki artıştan kaynaklanmaktadır. Bu iki döviz cinsine, özellikle orta ve uzun vadeli borçlar içinde önemli bir paya sahip olan Japon yenini de ekleyince sözkonusu dövizlerin toplam dış borç stoku içindeki payları 1992 ve 1993 yıllarında sırasıyla yüzde 86,3 ve yüzde 89,8'e yükselmektedir. Şu halde, sadece Alman markı ve Japon yeni'nin ABD doları karşısındaki değer kaybı ya da kazancının Türkiye'nin borç stoku üzerinde yapacağı etkinin kur farkları toplamına yaklaşacağı açıktır.

İsviçre frangı, İngiliz Sterlini ve Fransız frangı Türkiye'nin dış borç döviz kompozisyonu içerisinde yer alan diğer para birimleridir. Bu paralar cinsinden önemli tutarlarda borçlanma yapılmamaktadır. Türkiye daha çok ABD doları ve Alman markı türünden girdi sağladığı için dış borçlanmada da mümkün olduğu ölçüde bu dövizlere ağırlık verme çabası içindedir. Nitekim 1993 yılında, ABD doları toplam içindeki payını arttırırken, Sterlin dışındaki diğer para birimlerinin payının gerilediği görülmektedir (Bkz. Bölüm 1, Tablo 7).

Çapraz kurların gösterdiği değişimlere bağlı olarak dış borç stokunun ABD doları cinsinden ifade edilmesinden kaynaklanan dış borç artış ve azalışları aşağıdaki tabloda

incelenmektedir. Buna göre, 1992 yılında ABD doları karşısında değer kazanan Japon yeni, dış borç stokunda 95 milyon ABD doları tutarında bir artışa neden olmuştur.

Aynı yıl, Alman markının ABD doları karşısında değer kaybetmesi nedeniyle, dış borç stokunda yaklaşık olarak 1.1 milyar ABD doları civarında azalış ortaya çıkmıştır. Aynı durum borç yapısı içinde pay alan diğer para birimleri için de geçerli olmuş ve sonuç olarak, önceki yıl kuru ile karşılaştırıldığında Türkiye'nin dış borç stokunda 1.4 milyar dolarlık bir azalış kaydedilmiştir.

1993 yılında da yine çapraz kurlardaki değişmelere bağlı olarak, dış borç stokunda 538 milyon ABD doları tutarında bir azalış ortaya çıkmıştır. Bu azalışta Alman markı en önemli paya sahiptir. ABD doları karşısında değer kaybeden Alman markındaki düşüş toplam kur etkisinin ikibuçuk katı kadardır. Öte yandan aynı dönemde Japon yeni dolar karşısında değer kazanmış ve bu durum Türkiye'nin dış borç stokunu arttırıcı yönde yapmıştır. Yen'in değerindeki değişim toplam kur etkisinin iki katı civarındadır. Bu durumda Japon yeni ve Alman markının birbiri ile ters yöndeki etkileri sonucunda toplam etki borç stokunun 538 milyon ABD doları azalması yönünde olmuştur.

Esas itibariyle, dış borçlanma değişik paralar üzerinden yapılmakta ve bunların geri ödemeleri de aynı para cinsinden olmaktadır. Farklı paraların tek bir döviz cinsinden ifade edilmesinden dolayı kağıt üzerinde borç stokunun artmış ya da azalmış görünmesine neden olan çapraz kur etkisi, aşağıdaki hesaplama ile ortadan kaldırılarak borç yükü daha gerçekçi hale getirilmeye çalışılmıştır.

Tablo 14.

Dış Borçların Döviz Kompozisyonu ve Kur Farkları

Milyon \$

	1988					1989					1990					1991					1992					1993				
	Önceki Yıl		Yıl Sonu		Kur Farkı	Önceki Yıl		Yıl Sonu		Kur Farkı	Önceki Yıl		Yıl Sonu		Kur Farkı	Önceki Yıl		Yıl Sonu		Kur Farkı	Önceki Yıl		Yıl Sonu		Kur Farkı	Önceki Yıl		Yıl Sonu		Kur Farkı
	Kuru	Kuru	Kur Farkı	Payı (%)		Kuru	Kuru	Kur Farkı	Payı (%)		Kuru	Kuru	Kur Farkı	Payı (%)		Kuru	Kuru	Kur Farkı	Payı (%)		Kuru	Kuru	Kur Farkı	Payı (%)		Kuru	Kuru	Kur Farkı	Payı (%)	
ABD Doları	13997	13997	0	0,00	14703	14703	0	0,00	18404	18404	0	0,00	17668	17668	0	0,00	21131	21131	0	0,00	31198	31198	0	0,00	20529	20529	19124	19124	0	0,00
Alman Markı	14087	12673	-1414	63,61	13557	14185	628	-204,56	14775	16652	1877	60,10	17497	17307	-190	-131,94	18415	17342	-1073	77,58	20529	19124	-1405	262,13	20529	19124	-1405	262,13	0	0,00
SDR	325	309	-16	0,72	68	58	-10	3,26	6	8	2	0,06	9	9	0	0,00	12	12	0	0,00	15	15	0	0,00	15	15	0	0,00	0	0,00
İsviçre Frangı	3592	3091	-501	22,54	2927	2847	-80	26,06	2658	3199	541	17,32	2982	2823	-159	-110,42	2607	2419	-188	13,59	1912	1889	-23	4,29	1912	1889	-23	4,29	-19	3,54
İngiliz Sterlini	347	337	-10	0,45	978	338	-40	13,03	347	412	65	2,08	426	411	-15	-10,42	547	443	-104	7,52	779	760	-19	3,54	779	760	-19	3,54	95	-6,87
Japon Yeni	6397	6327	-70	3,15	6680	5793	-887	286,93	6241	6655	414	13,26	7323	7855	532	369,44	9435	9530	95	-6,87	9146	10177	1031	-192,35	9146	10177	1031	-192,35	-75	13,99
Fransız Frangı	865	774	-91	4,09	794	829	35	-11,40	805	913	108	3,46	930	916	-14	-9,72	1182	1115	-67	4,84	1143	1068	-75	13,99	1143	1068	-75	13,99	-45	8,40
Diğer	3335	3214	-121	5,44	2951	2998	47	-15,31	2677	2793	116	3,71	3510	3500	-10	-6,94	3646	3600	-46	3,33	3170	3125	-45	8,40	3170	3125	-45	8,40	67892	67356
Toplam	42945	40722	-2223	100	42058	41751	-307	100	45913	49036	3123	100	50345	50489	144	100	56975	55592	-1383	100	67892	67356	-536	100	67892	67356	-536	100	67892	67356

Kaynak: HDTM, TCMB

Bu karşılaştırmalar yapılırken, ABD doları cinsinden ifade edilen dış borç stoku iki farklı kur kullanılarak TL'ye çevrilmiştir. Dönüştürme işleminde kullanılan kurlar, yıllık ortalama TL/\$ kuru ve yıllar itibariyle değişiklik gösteren dış borç stokunun döviz kompozisyonu ile aynı ağırlıklara sahip olan bir döviz sepetidir. Her iki kurdan yapılan hesaplamalar sonucunda oluşan TL'ye çevrilmiş dış borç stokunun (DBSTL) GSMH'ye bölünmesi ile elde edilen borç yükü ve ABD doları cinsinden dış borç stokunun (DBS) ABD doları cinsinden GSMH'ye oranlanması ile ortaya çıkan borç yükü Tablo 15'te verilmiştir.

Tablo 15'den de görüldüğü gibi, gerek ortalama kura bölmek suretiyle TL'ye çevrilen stok üzerinden, gerekse ABD doları cinsinden borç stoku üzerinden hesaplanan dış borç yükü (DBY), yıllar itibariyle aynı değerleri almaktadır. Ancak, dış borcun döviz kompozisyonu ile aynı ağırlıkları taşıyan bir sepet üzerinden dış borç stoku yeniden hesaplandığında doğrudan ortalama TL/\$ kuru ile dış borç stokunun çarpılmasıyla elde edileden daha farklı bir dış borç stok rakamı elde edilmektedir. Diğer kurlardaki değişimlerin ABD doları üzerindeki etkilerine açık olan mevcut hesaplamanın yanısıra, aslında ödemelerin borç alınan döviz üzerinden yapılması nedeniyle bu tür bir etkiden borç stokunu arındıran sepet üzerinden hesaplama yöntemi daha gerçekçi sonuçlar vermektedir. Ayrıca döviz piyasasının baskı altında tutularak bazı yıllarda enflasyonun devaluasyonun üzerinde gerçekleşmesinin yol açtığı bu tür bir hesaplama ile ortaya çıkarılmaya çalışılmıştır. Bu suretle elde edilen stok rakamı üzerinden de Türkiye'nin TL cinsinden dış borç yükü (DBYTL) hesaplanmıştır.

Tablo 15
Dış Borç Yüğü

	GSMH		Dış Borç				Dış Borç		Dış Borç	
	Cari Fiy.	GSMH Cari Fiy.	TL/\$	TL/Döviz	DBS	Yükü	DBS	Yükü	DBS	Yükü
	Milyar TL	Milyon \$	Döviz alış	Sepeti	Milyon \$	%	Milyar TL	%	Milyar TL	%
	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(5)/(2)	(3)*(5)	(3)*(5)/(1)	(4)*(5)	(4)*(5)/(1)
1988	129.175	90,920	1.420,76	960,35	40,722	44,79	57.856	44,79	39.107	30,27
1989	230.370	108,626	2.120,77	1.457,23	41,751	38,44	88.544	38,44	60.841	26,41
1990	391.178	150,013	2.607,62	1.900,91	49,035	32,69	127.865	32,69	93.211	23,83
1991	634.431	152,012	4.173,57	2.945,49	50,489	33,21	210.719	33,21	148.715	23,44
1992	1.103.843	160,703	6.868,82	4.698,76	55,592	34,59	381.851	34,59	261.214	23,66
1993	1.929.250	175,610	10.985,97	7.835,85	67,356	38,36	739.971	38,36	527.792	27,36

Yıllar itibariyle bir kıyaslama yapıldığında; DBY, DBYTL'nin yüzde 9 ile yüzde 14 civarında daha yüksek bir düzeyde gerçekleştiği görülmektedir. Buna göre Türkiye'nin DBY'si 1988 yılında yüzde 44,79 ken 1990 yılına kadar 12,1 puan gerileyerek yüzde 32,69'a kadar düşmüştür. DBY, bu yıldan itibaren artış sürecine girmiş ve 5,67 puan artarak 1993 yılında yüzde 38,36'ya yükselmiştir. Oysa DBYTL oranlarına göre, 1988 yılında başlayan düşüş süreci 1991 yılına kadar devam etmiş ve sözkonusu oran 6,83 puanlık düşüşle yüzde 30,27'den yüzde 23,44'e inmiştir. Daha sonra başlayan artış da DBY ile kıyaslandığında, düşüşte olduğu gibi daha yumuşak olmuş ve DBYTL 3,92 puanlık artışla 1993 yılında yüzde 27,36'ya çıkmıştır.

Şu halde DBYTL oranları incelendiğinde; Türkiye'nin kur farklarından arındırılmış dış borç stoku 1993 yılındaki düzeyiyle DBY'nin 11 puan altındadır ve 212,2 trilyon TL'ye karşılık gelen bu 11 puan, GSMH içinde önemli bir paya işaret etmektedir. Diğer taraftan, kur etkisinin büyüklüğü dikkate alındığında, sözkonusu tutar 1993 yılı ortalama TL/ABD \$ kuruyla yaklaşık olarak 19 milyar ABD dolarına ve dış borç stokunun yüzde 28,7'sine karşılık gelmektedir. Bununla beraber, uluslararası standartlarda kullanılan ve genel kabul gören yaklaşım, dış borç yükünün kıyaslanabilir olmasını sağlaması bakımından, ABD doları üzerinden yani DBY olarak hesaplanmasıdır.

3.3.2. BORÇ YÖNETİMİNDE FAİZ ORANLARI FAKTÖRÜ

Dış borç stokunun döviz kompozisyonunun yanında, faiz yapısı da borç yönetiminde etkili olan diğer bir unsurdur. Bu çerçevede kısa, orta ve uzun vadede yapılacak borç geri ödemeleri, döviz girişleri ve piyasalardaki eğilimler dikkate alınarak dalgalı yada sabit faizli borçlanma yolu tercih edilmelidir. Uluslararası piyasalardaki faiz oranlarının gelişimine ve ülkenin kredibilitesine bağlı olarak faiz ve döviz swapları

kullanılarak Libor ve spreadlerin uygun bileşimi sağlanarak faiz tabanında değişikliklere gidilmelidir. Uluslararası piyasalarda ülke kredibilitesinin yatırım yapılabilir sınıflamasına içinde olmasına bağlı olarak, ABD doları Libor oranının giderek gerileme gösterdiği de dikkate alındığında, sabit faizden dalgalı faize geçiş çeşitli avantajlar sağlayabilir. Nitekim, Türkiye yukarıda sözü edilen Şubat 1993 tarihli swap işlemi sonunda bu tür bir değişimle 54 milyon ABD doları civarında kazanç sağlamıştır.

3.3.3. BORÇ YÖNETİMİNDE DÖVİZ GELİR VE GİDERLERİNİN UYUMLULAŞTIRILMASI FAKTÖRÜ

Orta ve uzun vadede yapılacak olan dış borç geri ödemeleri ve bunların döviz cinsleri itibariyle dağılımı, nakit ve borç stokunun yönetimi açısından oldukça önem taşımaktadır. Bu çerçevede, gelecek dönemlerde beklenen yurtdışına fon çıkışları ve yurtdışından fon girişlerinin en azından döviz cinsleri üzerinden uyumlulaştırılması, dikkate alınması gereken bir konu olarak karşımıza çıkmaktadır.

Tablo 16.

<i>Döviz Cinsleri İtibariyle Öngörülen Orta ve Uzun Vadeli Dış Borç Geri Ödemeleri</i>										<i>Milyon</i>
	1994		1995		1996		1997		1998	
	Anapara	Faiz	Anapara	Faiz	Anapara	Faiz	Anapara	Faiz	Anapara	Faiz
USD	2.868	1.835	5.072	1.545	2.179	1.159	2.658	1.031	2.075	830
DEM	1.354	1.030	2.828	940	2.357	749	1.206	549	1.821	459
SDR	4	9	4	3	4	3	4	2	4	2
CHF	363	145	295	125	430	105	339	89	313	62
GBP	42	33	53	31	34	28	36	25	29	23
JPY	81.718	66.101	76.155	64.008	130.364	59.444	180.720	48.654	158.470	37.974
FRF	767	411	797	345	564	296	469	237	418	189
Diğer	206	184	387	401	220	367	196	354	192	340

Kaynak: HDTM

Tablo 16'dan da görüldüğü gibi, 1994 yılından sonra borç geri ödemeleri içinde diğer para birimlerinin payı gerilerken, Japon yeninin payı giderek artmaktadır. Özellikle 1996 ve 1997 yıllarındaki Yen cinsinden büyük anapara geri ödemeleri dikkat

çekici düzeydedir. Japon yeni cinsinden döviz gelirleri oldukça sınırlı düzeyde olan Türkiye'nin, gelecekteki borç ödemelerini finanse ederken bu açığı karşılayacak şekilde döviz kaynaklarını ve rezervlerini organize etmesi gerekmektedir.

Döviz kaynakları açısından konuya bakıldığında; Türkiye'nin borç stokundaki belli başlı dövizler cinsinden yaptığı dış ticaretin yıllar itibariyle gelişimi şu şekildedir:

Tablo 17.

Türkiyenin Seçilmiş Ülkelere İhracatı

Milyon \$

	1988	1989	1990	1991	1992	1993
ABD	761	971	968	913	865	986
Almanya	2.178	2.196	3.077	3.413	3.661	3.655
İsviçre	265	173	293	246	223	216
İngiltere	576	616	745	676	796	835
Fransa	499	595	737	689	809	771
Japonya	209	233	239	226	162	158
Toplam İhracat	11.662	11.625	12.959	13.594	14.719	15.348

Kaynak: HDTM

Almanya, Türkiye'nin ihracatı içinde önemli bir yere sahiptir. 1988 yılında toplam ihracatın yüzde 18,7'si Almanya'ya yapılırken, bu oran 1993 yılında yüzde 23,8'e yükselmiştir. Bunun tersine Japonya'nın payı ise yüzde 1,8'den, yüzde 1'e düşmüştür.

Tablo 18.

Türkiyenin Seçilmiş Ülkelerden İthalatı

Milyon \$

	1988	1989	1990	1991	1992	1993
ABD	1.520	2.094	2.282	2.255	2.600	3.351
Almanya	2.067	2.226	3.523	3.232	3.754	3.946
İsviçre	344	412	537	489	688	651
İngiltere	739	728	1.014	1.166	1.187	1.333
Fransa	829	745	1.340	1.227	1.351	1.728
Japonya	555	530	1.120	1.092	1.113	1.621
Toplam İthalat	14.335	15.792	22.302	21.047	22.870	29.429

Kaynak: HDTM

İthalatın yapısı incelendiğinde de yine Almanya ön plandadır. Bununla beraber Almanya'nın Türkiye'nin toplam ithalatı içindeki payı 1988 yılında yüzde 14,4'ken 1993 yılında yüzde 13,4'e düşmüştür. Buna karşılık sözkonusu dönemde Japonya'dan yapılan ithalat, 1 milyar ABD doları artış göstererek toplam ithalatın yüzde 5,5'ine ulaşmıştır.

Dış borç yönetimindeki geleneksel metodlar kur riskinden korunmak için dış borcun döviz kompozisyonu ile ihracat gelirlerinin döviz dağılımının karşılaştırılması, ithalatın dış borçlanma ile sağlanan dövizler cinsinden yapılması gibi yöntemler kullanılmasına yöneliktir. Ancak, dış ticaret daha çok yurtiçi talebe, üretime, uluslararası piyasalarda oluşan fiyat seviyelerine, döviz kurlarına ve ülkelerarası ilişkiler gibi bir takım diğer politik etkenlere bağlı olarak yönlendirilmektedir. Bu nedenle hiçbir gelişmekte olan ya da gelişmiş olan ülke, dış ticaretini dış borcunun döviz yapısına bağlı olarak düzenleyememektedir⁽¹⁴³⁾. Nitekim yukarıdaki tablolar ve dış borç stokunun döviz kompozisyonu tablosu incelendiğinde, Türkiye'nin dış borçları ve ithalatının Japon yeni kısmının giderek arttığı, fakat aynı kalemin ihracat içindeki payının azaldığı görülmektedir. Bu durumda geleneksel yöntemlerle risk yönetimi istenen sonucu vermekte yetersiz kalmaktadır.

Döviz rezervlerinin ve yükümlülüklerin gerek zaman, gerekse risk bakımından yönetimi için III. bölümde sözü edilen ve modern risk yönetim teknikleri olarak adlandırılan metodlar⁽¹⁴⁴⁾ uygulamada daha kısa vadede ve daha iyi sonuçlar vermektedir. Bu tekniklerin borç yönetimi açısından en kolay ve verimli kullanılabileni

¹⁴³ Claessens (1993-1) sf. 21

¹⁴⁴ Claessens ve Dünya Bankası, IMF gibi uluslararası kuruluşlar bu tür bir ayrımı benimsemektedirler.

swapdır. Gerek faiz gerekse döviz swaplarında, piyasalar hareketlidir ve uygun koşullu anlaşmalar yapma olanağı diğer tekniklere göre daha fazladır.

3.3.4. BORÇ YÖNETİMİNDE ULUSLARARASI PİYASALARDAKİ GELİŞİMİN ETKİSİ

Risk yönetim teknikleri uygulanırken, piyasaların yapısı ve gelişmelerinin de dikkate alınması gerekmektedir. Piyasalar, uluslararası ekonomik ve politik dalgalanmalar karşısında oldukça duyarlıdır. Bu tür gelişmelere bağlı olarak, vadeli işlemlerde kullanılan döviz kurları ve faiz oranları da değişiklik göstermektedir

Tablo 19.

Spot Kurlar		26/9/1994	10:08:29
DM/\$		1,554	
JPY/\$		97,95	
Forward Kurlar			
	Vadeli	Vadeli	Vadeli
	DM/\$	JPY/\$	JPY/DM
Vade	Kuru	Kuru	Kuru
26/9/1994	1,5540	97,9500	63,0309
26/9/1995	1,5471	94,7515	61,2456
25/9/1996	1,5448	91,6701	59,3403
25/9/1997	1,5453	89,1736	57,7052
25/9/1998	1,5475	86,9232	56,1705
25/9/1999	1,5473	84,4828	54,5994
24/9/2000	1,5438	82,0783	53,1662
24/9/2001	1,5495	79,8857	51,5559
24/9/2002	1,5470	77,4452	50,0627
24/9/2003	1,5440	74,7915	48,4401
23/9/2004	1,5406	71,9469	46,7015

Kaynak: REUTERS Ajansı (26.Eylül.1994)

Tablo 19’da piyasalarda oluşan forward kurlar verilmiştir. Tabloda dikkat çeken en önemli nokta 2004 yılına kadarki on yıllık dönemde DM/\$ kurunda hemen hemen hiç bir değişiklik beklenmezken, Japon yeninin ABD doları ve Alman markı karşısında önemli oranda artış göstereceği beklenmektedir. Bu durumun Türkiye için önemi ABD

doları ve Alman markı cinsinden olan döviz gelirlerinin Japon yeni cinsinden olan ödemeler karşısında değer kaybına uğracak olmasıdır. Bu durumda yapılması gereken, aktif bir borç yönetim politikası ile Japon yeni üzerinden yapılan borçlanmaları swap anlaşmaları yoluyla ABD dolarına ya da Alman markına çevrilmesidir. Zira döviz gelirleri içinde Japon yeninin payını arttırmak daha uzun zaman alacak bir süreçtir.

Faiz oranlarında da vadeli kurlardaki gibi bir beklenti söz konusudur. On yıllık bir dönemde beş yıl vadeli faiz oranları incelendiğinde faizlerin giderek artma eğilimi içinde olduğu görülmektedir.

Tablo 20.
ABD Doları Vadeli Faiz Oranları

		1 Yıl	2 Yıl	3 Yıl	4 Yıl	5 Yıl
	6 Aylık	Vadeli	Vadeli	Vadeli	Vadeli	Vadeli
Tarih	LIBOR	Faiz	Faiz	Faiz	Faiz	Faiz
28/9/1994	5,69	6,19	6,80	7,16	7,38	7,50
28/9/1995	7,28	7,42	7,65	7,79	7,92	8,08
28/9/1996	7,73	7,88	7,97	8,09	8,24	8,28
28/9/1997	7,91	8,06	8,19	8,37	8,39	8,42
28/9/1998	8,16	8,33	8,52	8,49	8,51	8,57
28/9/1999	8,52	8,71	8,58	8,58	8,63	8,71
28/9/2000	8,27	8,44	8,51	8,61	8,72	
28/9/2001	8,40	8,58	8,69	8,81		
28/9/2002	8,62	8,80	8,92			
28/9/2003	8,85	9,04				

ABD doları faiz oranları 1994 yılında yüzde 6 civarındayken forward piyasalarda on yıllık dönemde beklenen faiz oranının yüzde 9'lara ulaştığı görülmektedir. Dolar faizinde yarıya yakın bir faiz artışı yüzde beklenmektedir.

ABD doları altı aylık LIBOR oranında sürekli bir artış beklenirken, faizlerde önce 1999 yılına kadar artış, 2000 yılında ise düşüş beklenmektedir. Ancak daha sonra artış

tekrar başlamakta ve 2002 yılında 1999'daki seviyenin üzerinde bir faiz oranı beklenmektedir.

Piyasalarda, Japon yeninin ABD doları karşısında beklenen değer artışının kontrol edilmesi amacıyla ABD dolarının faiz oranının yükseltilmesi yönünde beklenti oluşması nedeniyle bir faiz artışı beklenmektedir.

Tablo 21.

DM Vadeli Faiz Oranları

		1 Yıl	2 Yıl	3 Yıl	4 Yıl	5 Yıl
	6 Aylık	Vadeli	Vadeli	Vadeli	Vadeli	Vadeli
Tarih	LIBOR	Faiz	Faiz	Faiz	Faiz	Faiz
28/9/1994	5,31	5,64	6,37	6,84	7,15	7,27
28/9/1995	6,99	7,12	7,45	7,66	7,79	7,75
28/9/1996	7,64	7,79	7,94	8,02	7,90	8,22
28/9/1997	7,92	8,08	8,13	7,94	8,33	8,09
28/9/1998	8,02	8,18	7,88	8,42	8,09	8,14
28/9/1999	7,43	7,57	8,54	8,07	8,14	8,53
28/9/2000	9,29	9,51	8,32	8,32	8,77	
28/9/2001	7,02	7,14	7,73	8,52		
28/9/2002	8,16	8,33	9,22			
28/9/2003	9,87	10,11				

DM faiz oranı da ABD doları forward faiz oranı gibi artış içindedir. Sözkonusu dönemde DM faizi neredeyse iki katına yükselmiştir. 1998 yılına kadar yükselen faiz oranları bu yıldan itibaren dalgalı bir seyir izlemektedir. Altı aylık LIBOR faizleri de benzer şekilde artış içindedir.

Aynı şekilde Japon yeni faizi de artış eğilimindedir. Fakat burada 1999 yılına kadar beklenen artışı takiben, sürekli bir düşüş beklenmektedir. 2003 yılındaki forward faizler 1996'dakinin altında önerilmektedir. Ancak nispi artışlar dikkate alındığında 5 yıl vadeli Japon yeni forward faiz oranının ABD dolarından fazla ve Alman markı faizi ile de yaklaşık olarak aynı düzeyde arttığı görülmektedir.

Tablo 22.**JPY Vadeli Faiz Oranları**

	1 Yıl	2 Yıl	3 Yıl	4 Yıl	5 Yıl
	6 Aylık	Vadeli	Vadeli	Vadeli	Vadeli
Tarih	LIBOR	Faiz	Faiz	Faiz	Faiz
28/9/1994	2,44	2,72	3,32	3,86	4,38
28/9/1995	3,89	3,92	4,43	4,73	5,02
28/9/1996	4,88	4,94	5,14	5,19	5,35
28/9/1997	5,27	5,34	5,31	5,41	5,41
28/9/1998	5,22	5,29	5,45	5,48	5,36
28/9/1999	5,54	5,61	5,58	5,47	5,28
28/9/2000	5,47	5,55	5,40	5,29	
28/9/2001	5,19	5,26	5,17	5,08	
28/9/2002	5,01	5,07	4,99		
28/9/2003	4,84	4,89			

Swap ve diğer risk yönetim teknikleri kullanılırken, faizlerin yükselme eğilimi dikkate alınmalıdır. Diğer taraftan 1999 yılından önce her üç para cinsinden de faiz oranları artarken, 2000 yılından sonra bazı düşüşler söz konusudur. Yapılacak kontratlarda para cinsinin yanısıra faiz dalgalanmaları, ayrıca LIBOR'un gelişimi de önem kazanmaktadır.

3.3.5. BORÇ YÖNETİMİNDE RİSK YÖNETİM ARAÇLARININ KULLANILMASI

Risk yönetim araçlarının kullanılma olanakları incelendiğinde; swapın diğer tekniklere oranla daha yaygın kullanım olanağına sahip olduğu görülmektedir.

Bir ülke dış borç yönetiminde swapı iki türlü kullanabilmektedir. Bunların ilki, mevcut bir riski hedge ederek ya da yeni bir borç alarak ve bunu swap ederek arzulan bir yükümlülük yapısına kavuşmaktır. Burada nakit akımlarının zamanlaması ile ödemelerin zamanlaması arasında varlık ya da yükümlülüklerin uyumlulaştırılması amacıyla swap yapılabilir. İkinci yol ise, nakit akımlarıyla uyumlulaştırmak amacıyla bir para cinsinden alınan kredinin diğer bir para birimine çevrilmesidir. Tayland ve

Hindistan her iki swap işlemine de sıkça başvuran iki ülke olarak dikkat çekmektedir. Buna ilaveten, uluslararası piyasalarda fazla sayıda olmamakla beraber, mal swapları yapıldığı da görülmektedir. Mal swapları daha çok altın, gümüş, bakır ve petrol türevleri, nadiren de alüminyum, nikel ve kurşun gibi madenler üzerine yapılmaktadır. Fakat bu işlemler fazla zaman alıcı ve finansal açıdan zayıf bulunmaktadır⁽¹⁴⁵⁾.

Diğer teknikler olan “futures”, “forward” ve “option”ın kullanımı fazla yaygın değildir ve alternatif risk yönetim araçlarının kullanılması, değişik piyasalarda hareket yeteneği sağlayarak riskin azaltılmasında etkili olması bakımından önem taşımaktadır. Bu tekniklerin kullanılması aşamasında herbirinin özellikleri, likiditeleri⁽¹⁴⁶⁾ gibi faktörlerin iyi bilinip o doğrultuda tercihlerde bulunulması gerekmektedir. Aksi taktirde beklenen kazanç sağlanamadığı gibi, istenmeyen zararların ortaya çıkması da sözkonusu olabilecektir.

Aşağıdaki tablodan da görülebileceği gibi, dış borç yönetiminde en çok kullanılan swap, özellikle kısa vadeli para değişimlerinde kullanılması zor bir metod olarak karşımıza çıkmaktadır. Oysa aynı dönemli mal swaplarında daha likit bir yapı dikkat çekmektedir. Kısa vadeli faiz swaplarında ise yüksek oranlı bir likidite sözkonusudur. Uzun vadeli işlemlerde ise, neredeyse bütün işlemlerde en uygun koşulları swap sağlamaktadır. Bununla beraber kısa vadede forward, futures ve option çeşitli piyasalarda daha uygun ve hızlı işlem yapılmasına olanak sağlamaktadır. Özellikle kısa vadeli döviz işlemlerinde forward en elverişli olan teknik olarak dikkat çekerken, kısa vadeli faiz ve mal işlemlerinde metodlar arasında önemli bir farklılık gözlenmemektedir.

¹⁴⁵ Claessens (1993-1) sf. 37

¹⁴⁶ Likiditeden kastedilen yapılan işlemin çabuk bir şekilde gerçekleşmesi ve kolaylıkla bir karşı taraf bulmasıdır.

Sözkonusu teknikler kullanılırken piyasaların likiditesi şu şekilde oluşmaktadır:

Tablo 23.
Piyasaların Likiditesi

Teknikler	Vade	Para	Faiz	Mal
Swap	Kısa Vade	C	A	B
	Uzun Vade	B	B	C
Forward	Kısa Vade	A	A	B
	Uzun Vade	C	C	C
Futures	Kısa Vade	B	A	B
	Uzun Vade	C	C	C
Options	Kısa Vade	B	A	C
	Uzun Vade	C	B	C

Kaynak: Claessens(1993) Sf. 32

A: Yüksek

B: Orta

C: Likit değil

Şu halde, uluslararası hedging işlemlerinde klasik bir örnek olarak gösterilen Meksika'nın petrol hedginginde⁽¹⁴⁷⁾ olduğu gibi, belli başlı ihracat kalemlerinin getirileri ya da dış borç ödemesine konu olacak para türünden yapılacak ihracatlar, olası fiyat düşüşlerinden korunmak amacıyla, futures ya da forward işlemiyle garanti altına alınabilmektedir. Türkiye'nin Japon yeni türünden ödemeleri için daha önceden hedge edilen ihracat gelirlerine karşılık yen opsiyonları kullanılması bir metod olarak kullanılabilmektedir.

¹⁴⁷ 1990 yılının sonlarında ve 1991 yılının ilk yarısında Meksika ham petrol ihracından (günde ortalama 1,3 milyon varil) sağladığı gelirlerini fiyatlarda oluşabilecek muhtemel düşüşlerden korumak amacıyla, finansal risk yönetim tekniklerine başvurmuştur. Meksika bunun için değişik fiyatlardan futures petrol satışıyla ilgilendirilmiş put (satış) opsiyonları satın almış ve kısa vadeli (bir yıla kadar) swaplarla petrol fiyatındaki değişim riskini hedge etmiştir. Bu işlemle bir yandan satın alınan put opsiyonları asgari bir fiyatı garanti ederken, futures petrol sözleşmeleri de hem satıcıya hem de alıcıya ileride belirlenen tarihte spesifik bir fiyatı garanti etmiştir. Meksika bu şekilde kısa vadede önemli bir ihracat kaleminin bir kısmını fiyat düşüşlerine karşı sigortalamıştır. Diğer taraftan olası fiyat düşüşlerinin gelecek dönem için hazırlanan bütçede olağandışı açıklara neden olmasının önüne geçilmiştir. Nitekim yapılan bu işlemlerle varil başına asgari 17 ABD dolarını garanti eden Meksika, 1991 yılı başlarındaki fiyat düşüşünden korunmuştur.

Türkiye'nin pek çok ihracat kaleminin gelişmiş piyasaları olmaması nedeniyle futures piyasalarında yapabileceği işlemler sınırlı düzeyde olacağından, bu piyasalardan yeterince yararlanamama ihtimali söz konusudur. Ancak, petrol ihtiyacının neredeyse tamamını ithal eden Türkiye, bu ihtiyacını futures ve opsiyon piyasalarından karşılayarak hem fiyat yükselmelerine karşı harcamalarını hedge etme olanağını bulacak hem de olası fiyat yükselmelerinin bütçesinde olağandışı açıklara yol açmasını önlemiş olacaktır.

Faiz artışları karşısında da benzer teknikler kullanılması mümkündür. 1987 yılında Şili Merkez Bankası, değişken faizli ve genellikle altı aylık Libor üzerinden alınmış 1,5 milyar ABD doları tutarındaki borcunu Eurodollar futures piyasasında hedge etmiştir⁽¹⁴⁸⁾. Faiz oranlarında düşüşler görüldüğü dönemlerde, daha önceden alınan yüksek faizli kredilerin, cari düşük faiz oranı üzerinden yapılacak yeni borçlanmayla karşılanması ve Şili örneğindeki gibi dönemsel faiz farklılıklarından yararlanılması faiz riskini azaltıcı unsurlar olarak görülmektedir.

Futures piyasasında yapılan hedging işlemlerinin yanısıra, opsiyon piyasasında da geleceğe yönelik mal işlemleri yapılabilmektedir. Burada yine bir ihraç malının sözleşme ile belirlenen gelecekteki bir tarihte asgari bir fiyata hedge edilmesi söz konusudur.

¹⁴⁸ 1987 yılında dış borç ertelemeleri ile neredeyse yüzde 90'ı dolar cinsinden ve 9 milyar ABD dolarlık kısmı altı aylık Libor üzerinden olan, orta ve uzun vadeli dış borcun bir yıllık Libor'a (yüzde 7,8) çevrilmesi öngörülmüştür. Bu çerçevede faiz oranları Şubat, Mart ve Nisan 1988'de değişik tarihlerde yeniden belirlenmiştir. Söz konusu tarihlerde Şili Merkez Bankası 9 milyar ABD dolarlık borcun 1,5 milyar ABD dolarlık kısmını Mart, Nisan ve Haziran 1988 futures sözleşmeleri ile satmıştır. 1 milyon ABD dolarlık ve üç aylık faizler üzerinden yapılan futures sözleşmeleri ile bir yıllık faiz ödemesi hedge edilmiş ve bunun için 6000 sözleşme düzenlenmiştir. Merkez Bankası erteleme anlaşması kapsamındaki her faiz belirleme tarihinden önce futures sözleşmelerini cari Libor oranı olan 7,3 üzerinden geri almıştır. Böylece hedge edilmek suretiyle yüzde 7,8 yerine yüzde 7,3'lük oran kullanılmıştır.

Opsiyonlar borçlar için de kullanılabilir. Genellikle çift para cinsinden yapılan bu opsiyonlar üç türlü olabilir(¹⁴⁹):

1- Borç sözleşmesi tek bir para birimi üzerinden yapılmıştır. Ancak borç veren vade sonunda alacağını verdiği para cinsinden ya da önceden belirlenen bir kurdan bir başka para birimi üzerinden talep etme hakkına sahip olmaktadır. Bu durumda opsiyon, alacaklı açısından döviz opsiyonunun borç senedi üzerine yazılmış bir türü olmaktadır. Borçlu için ise, bu tür sözleşmelerde para birimine daha çok öncelik verilmesi nedeniyle faiz oranı bazı durumlarda bir kaç puan düşük olmakta ve borçluya bir avantaj sağlamaktadır. Ancak, alacaklının para birimini seçiyor olması borçlunun kur riskini artırıcı yönde etki yapacaktır.

2- Borçluya geri ödemede kullanılacak para birimini önceden belirlenen bir kur üzerinden seçme olanağı veren opsiyondur.

3- Borçluya borç aldığı para birimini borcu kullandığı sırada seçme ve seçtiği para birimi üzerinden ödeme hakkı veren opsiyondur.

Yukarıdaki opsiyonların hepsinde döviz yada kur üzerine yapılan opsiyonlar sözkonusudur. Bu opsiyonlar zaman zaman gelişmekte olan ülke hükümetlerince riski minimize etmek amacıyla kullanılmaktadırlar. Nitekim T.C. Merkez Bankası 1988 yılında bu tür bir işlem gerçekleştirmiştir(¹⁵⁰).

¹⁴⁹ Claessens (1993-1) sf. 42

¹⁵⁰ TC Merkez Bankası Almanya'dan gelmesi beklenen işçi dövizleri nedeniyle DM/\$ türünden borçlanmaya gitmektedir. 1988 yılında da Libor+%0.015 faizli ve anaparayı DM cinsinden ödeme opsiyonu olan 100 milyon ABD doları kredi kullanmıştır. Normal koşullarda bir kredi kullanıldığında sözkonusu kredinin faizi Libor+1,25 olacaktı. TC Merkez Bankası DM opsiyonunu kullanmış ve sağlanan kazançla fon maliyetini düşürmüştür. Ancak, kredinin kullanıldığı dönem içinde DM/\$ kuru üzerine herhangi bir "cap" konmadığı için, kur değişiminden kaynaklanan bir risk ortaya çıkmıştır. Diğer taraftan faiz oranındaki bu avantajdan yararlanırken, kur üzerinde sınırlamalar koymanın bu tür bir avantajı da kısıtlayacağı açıktır.

3.3.6. BORÇ YÖNETİMİNDE KULLANILABİLECEK DİĞER YÖNTEMLER

Kamu kesiminin ve garantili ticari borçların yönetilmesine ilaveten, garantisiz özel sektör borçlanmalarının yönetimi de önem taşımaktadır. Türkiye’de 1980’lerin ortalarından itibaren, kambiyo rejiminin serbestleşmesine paralel olarak, özel kesimin yurtdışından borçlanması olanakları da genişlemiştir. 1978-1980 döneminde yapılan borç erteleme anlaşmaları uyarınca bir takım ticari borçlar da dış borç stokunun anaparasına eklenmiş ve bu durum nedeniyle borç stoku üzerinde olumsuz bir etki yapmıştır. Bu çerçevede, garantisiz ticari borçların izlenmesi ve kontrol altında bulundurulması gerekliliği ortaya çıkmaktadır.

Türkiye’de özel kesimin bir yılın altındaki vadelerle yurtdışından borçlanmasında herhangi bir kısıtlama bulunmamaktadır. Bir yılı geçen krediler alınması halinde ise, yine herhangi bir onay olmamakla beraber alınan bu borcun HDTM tarafından tutulan dış borç kütüğüne kaydedilmesi zorunludur. Bu zorunluluk da tamamen sözkonusu özel kesim borçlarının izlenebilmesi amacını taşımaktadır.

Dünyada bu konudaki uygulamaya bakıldığında, bazı ülkelerde sıkı kambiyo düzenlemeleri varken, bazı ülkelerde¹⁵¹) de Türkiye’dekine benzer bir şekilde serbestlik ya da formaliteden ibaret bir ön izin mekanizması sözkonusudur. Genel olarak ülkelerin getirdikleri doğrudan düzenlemeler, özel kesim borçlanmasını mümkün olduğu kadar uzun vadeye çekilmesi amacına yönelik olmaktadır. Bununla beraber, dış borçlanmanın türü ve tutarı üzerinde de etkili olabilmek amacıyla bazı ayarlamalar yapılmıştır. Örneğin İsveç ve Brezilya, dışarıdan aşırı miktarda sermaye girişini

¹⁵¹ Meksika, Zaire ve Zambiya’da hükümetler özel borçlanmalara müdahale etmemektedirler. Meksika bu tür borçları Türkiye’de olduğu gibi bir kayıt sistemine dahil ederek, kredi kullanım ve geri ödemelerini izlemektedir.

önlemek amacıyla yurtiçi faiz oranlarını düşük tutmuştur. Yurtiçi ve yurtdışı faiz oranları arasındaki farklılıklar, dış borçların faiz oranlarına veya Libor'a eklenen "spread" e tavan uygulanması yoluyla ayarlanabilmektedir. Değişken faizler üzerinden kredi alma olanakları, bu tür sınırlamalara bağlı olarak kısıtlanmıştır⁽¹⁵²⁾. Buna karşılık bazı ülkelerde kur garantisi ve benzer uygulamalarla da özel sektör borçlanmaları yönlendirilmekte ve yönetilmektedir⁽¹⁵³⁾.

Ancak, gelişmekte olan ülkelerin yurtdışından kaynak sağlama ihtiyaçları zamanla kendini besleyen bir yapıya dönüşmüştür. Borçlanma şartları da vadenin kısılması, faizin yükselmesi ve benzeri değişimlerle giderek ağırlaşmıştır. Bu gelişimin sonucu olarak gelişmekte olan ülkelere borç veren banka ve kuruluşların, zaman zaman anapara ve faiz ödemelerinin kullanımları aşması nedeniyle, bu ülkelere net fon transferinde bulundukları görülmektedir⁽¹⁵⁴⁾.

Bununla beraber, geçmiş yıllarda çeşitli yöntemlerle sınırlandırılmaya çalışılan uluslararası sermaye hareketleri ve garantisiz özel kesim borçları, döviz rezervlerinde ortaya çıkan düşüslere karşılık alternatif birer kaynak kimliğine bürünmüşlerdir. Gelişmekte olan ülkeler için mevcut borç stokunun yönetiminin yanısıra, borçlu ülkenin alternatif kaynaklar sağlayarak yeni borçlanma ihtiyacını azaltması diğer bir önemli

¹⁵² 1980 yılında Brezilya piyasa faiz farklarını reddetmiş, bu suretle ülkeye sermaye girişi azalmış ve rezervlerde önemli düzeylerde düşüşler kaydedilmiştir. Şili'de ise ortalama vadesi 24 ay ve daha az olan kredilerin kullanılmasına izin verilmezken, kredilerin belli bir bölümünün de Merkez Bankası'na faizsiz olarak yatırılması zorunluydu. Kredinin vadesi uzadıkça zorunlu olarak devredilen kısım da azalmaktaydı (Öktem,1985).

¹⁵³ 1980'li yıllarda Arjantin, Ekvator ve İrlanda'da borç servisleri için kur garantisi tanınmaktaydı. Burada Meksika ve Arjantin'de belirli vadelerin özendirilmesi için, Ekvator'da sermaye akımını çekmek için, İrlanda'da ise yurtiçi faiz oranları üzerindeki baskının azaltılması için garanti sağlanmaktaydı (Öktem, 1985)

¹⁵⁴ 1994 mali yılında Dünya Bankası açtığı krediden fazla tahsilat yapmıştır. IBRD Yıllık Raporu'na göre sözkonusu dönemde Banka, gelişmekte olan ülkelere 10,4 milyar ABD doları kredi kullandırırken, bu ülkelerin borç geri ödemeleri bu tutarın 731 milyon ABD doları üzerinde gerçekleşmiştir (REUTERS Ajansı, 26 Eylül 1994).

hedef olarak ortaya konulmaktadır. Bu amaçla önerilen alternatif yurtdışı finansman olanakları şunlardır⁽¹⁵⁵⁾:

1. Geleneksel ticari gelişmeler (ihracatın artırılması)
2. Doğrudan yurtdışı yatırımlar: Yeni hisse senetlerini, dağıtılmayan karları ve şirketlerarası kredileri kapsamaktadır⁽¹⁵⁶⁾.
3. Portföy yatırımları: Sermaye piyasalarına yapılan doğrudan yatırımlar ve bu tür yatırım ortaklıklarının katılma belgeleri karşılığında getirilen fonlardır⁽¹⁵⁷⁾.
4. Garantisiz özel kesim (ticari) borçları: Devlet garantisini taşımayan bu tür borçlar borç stoku dışında tutulmakta ve alternatif bir finansman yolu olarak değerlendirilmektedir⁽¹⁵⁸⁾. Ancak gelişmekte olan ülkelerde, özel kesimin yurtdışından borçlanmasına yönelik olarak getirilen sınırlamaların azaltılmasına bağlı olarak artan bu tür borçların, mümkün olduğunca ayrıntılı olarak izlenmesi gerekmektedir.

Geliştirilmesi öteden beri savunulmakla beraber, ihracat, gelişmekte olan ülkelerde büyük ölçüde mevcut kapasite, yurtiçi talep, hammadde ve aramalı ithalatı, uluslararası rekabet edebilme gücü ve sermaye birikimi gibi faktörlere bağlı olduğundan sınırlı düzeyde artış göstermiştir. Bu faktörler büyük ölçüde bir takım yapısal değişiklikleri de beraberinde getirecek ve uzun vadede sonuçlar elde edilebilecektir.

¹⁵⁵ Claessens (1993-2)

¹⁵⁶ Bu tür yatırımlar gelişmekte olan ülkelere genellikle ABD, Fransa, Almanya, Japonya ve İngiltere'den gelmektedir. Gelişmekte olan ülkeler bütün olarak incelendiğinde doğrudan yurtdışı yatırımların GSMH'ye oranı ortalama yüzde 10'lar civarında seyretmektedir. Diğer taraftan dünyadaki doğrudan yurtdışı yatırımlar toplamının yüzde 63'ü Brezilya, Çin, Mısır, Malezya ve Meksika'ya yapılmıştır.

¹⁵⁷ Claessens (1993-2) makalesinde 1991 yılı itibarıyla, çoğunluğu yeni sanayileşmekte olan uzakdoğu ülkelerinde olmak üzere, gelişmekte olan ülkelerin sermaye piyasalarına yapılan bu tür yatırımların 6,8 milyar ABD doları civarında olduğunu tahmin etmektedir. Bu tür piyasalarda ABD doları cinsinden getiri yüksek olmakla beraber, risk fazladır ve kazanç süreklilik göstermemektedir.

¹⁵⁸ Bu tür borçlanmaya ilişkin bilgiler genellikle alacaklı tarafından kaydedilmekte olup, gelişmekte olan ülkeler tarafından ayrıntılı olarak izlenmemektedir. Bununla beraber otoriteler tarafından 1991 yılı itibarıyla 77 milyar ABD doları civarında olduğu tahmin edilmektedir.

Doğrudan yurtdışı yatırımlar, portföy yatırımları ve garantisiz özel kesim borçları ise yukarıdaki kısıtlamaların çoğundan bağımsız olarak kısa vadede yurtdışından fon transferi sağlamaya yönelik kaynaklardır.



SONUÇ

Gelişmekte olan ülkelerde, tasarruf açığını ya da yurtiçi ekonomik dengelerde ortaya çıkan bir takım açıkları finanse etmek için başvurulacak kaynakların en önemlisi dış borçlanmadır. Bu finansman yöntemi üç temel koşul yerine getirildiği takdirde, ülke ihtiyaçlarının karşılanmasında beklenen sonuçları verebilir:

- Kredilerin uygun koşullarla alınmasını sağlayacak bir borçlanma stratejisinin oluşturulması,
- Alınan kredilerin kullanım amaçlarının kontrol edilerek verimli alanlara yönlendirilmesi,
- Borç yönetimi politikası oluşturularak etkili bir şekilde borçların yönetilmesi gerekmektedir.

Bununla beraber, bu koşulların yerine getirilmesi her zaman mümkün olmamaktadır. Çünkü, bir takım dışsal faktörlerin sınırlamasıyla uygulama için gerekli ortam sağlanamamaktadır. Bu gibi etkenler, borçlanma politikasının oluşturulmasından başlayarak, borç yönetimine ve borcun ödenmesine kadar her aşamada ve değişik boyutlarda ortaya çıkmaktadır.

Borçlanma olanağının en önemli göstergesi, borç talep eden ülkenin uluslararası piyasalardaki imajı ve kredi değerliliğidir. Borçlanma stratejisinin belirlenmesinde de öncelikle dikkate alınması gereken bir faktör imaj, sözkonusu ülkenin piyasada daha önce gösterdiği performans, borç anapara ve faiz ödemelerindeki düzenliliği gibi unsurların yatırımcı üzerinde bıraktığı izlenimdir. Kredi değerliliği ise borç yükü, büyüme potansiyeli, rezervleri, ihracatı, ekonomik ve politik performansı gibi bir dizi faktörden etkilenmektedir. Kredi talep eden ülkeye, bu konuda uzman kuruluşlar

tarafından yukarıda sözü edilen faktörler gözönüne alınarak verilen ve kredi değerliliğini gösteren rating puanı, borçlanma koşullarının belirlenmesinde kullanılan bir unsur olarak dikkat çekmektedir. Uluslararası tahvil ihraçlarında, tahvil fiyatlaması ve ihraç koşulları da ülkenin borçlanma limitleri üzerinde doğrudan etkili faktörlerdir.

Yukarıda sözü edilen faktörlerin bir ülkenin dış borçlanması üzerinde ne derece etkili olduğu, Ocak 1994'te uluslararası rating kuruluşları olan Moody's ve S&P'nin kredi notunu yatırım yapılabilir ülke statüsünden düşürmesinden sonra, Türkiye'nin euro-dolar ve euro-mark piyasalarında hiçbir ihraç girişiminde bulunmamasından da açıkça görülmektedir⁽¹⁵⁹⁾. Türkiye'nin spekülasyon işlem piyasasına (junk bond) düşmesinin ardından daha önce satım opsiyonu ile ihraç ettiği bir kısım tahvilleri de geri dönmeye başlamış, bu durum da beklenenin dışında bir döviz ihtiyacını gerektirmiştir.

Bu dönemde Japon rating kuruluşlarının Türkiye'nin kredi notunu düşürmemiş olmaları dikkat çekicidir. Geri ödemelerinde aksama görülmemekle beraber, ekonomik göstergelerdeki gerilemelere bağlı olarak, riski artan Türk tahvillerine karşı, euro-dolar ve euro-mark piyasalarındaki talep azalmış ve bu piyasalardaki sınırlı miktardaki fonlar riski daha düşük ülkelere kaymaya başlamıştır. Öte yandan, yenin diğer paralar karşısında değer kazanması ve euro-yen piyasasındaki fon fazlalığı nedeniyle bu piyasadan borçlanma olanakları nispeten daha fazladır. Bu doğrultuda Türkiye, Ocak 1994'te yaşanan kriz sonrasında tek tahvil ihracını euro-yen piyasasında yapmıştır. Ancak, Ağustos 1994 itibarıyla Türkiye'nin kredi notu Japon rating kuruluşlarınca da düşürülmüştür.

¹⁵⁹ Söz konusu şirketlerin Türkiye'nin kredi notunu düşürmesinin ardından, yurtiçi piyasalarda döviz kurlarının artması ve İMKB endeksinin düşmesi ile başlayan bir kriz yaşanmıştır. Daha sonra, önce 26 Ocak 1994 tarihinde yüzde 13,6 oranında bir devalüasyon yapılmış, ancak piyasalarda denge sağlanamayınca 5 Nisan 1994 tarihinde, geniş çaplı bir istikrar programı çerçevesinde, yüzde 38,9 oranında olmak üzere, ikinci defa TL yabancı paralar karşısında devalüe edilmiştir.

Bu gelişmeler ışığında, Türkiye gibi piyasaları etkileme gücü⁽¹⁶⁰⁾ olmayan ve kredibilitesi düşük ülkelerin borçlanma stratejisi oluştururken çok geniş bir hareket alanının bulunmadığı görülmektedir. Bu ülkeler ancak, piyasalarda oluşan koşullar doğrultusunda borçlanabilmekte ve bu durum ülke ekonomisine getirdiği yüksek maliyetler nedeniyle bir takım olumsuz etkilere neden olmaktadır. Ayrıca, az gelişmiş ülkelerin farklı piyasalardaki alternatif kaynakları kullanabilme olanakları da kredibiliteleri ölçüsünde sınırlıdır.

Dış borcun ülke ekonomisine katkı sağlaması için bir diğer koşul da kredi kullanımının kontrolü ve amacına uygun kullanımıdır. Kredinin kullanımı aşamasında büyük ölçüde politik faktörler etkili olmakta ve kredinin kullanımı çoğu kez amacına ulaşmamaktadır.

Buna örnek olarak Dünya Bankası tarafından kredilendirilen projeler gösterilebilir. Bu krediler, projenin gerçekleştirilememesi ve/veya kredinin tamamının kullanılamaması nedeniyle borç stokunu olumsuz yönde etkilemektedir.

Dış borçlanmanın ülke kaynakları üzerindeki etkilerini asgari düzeye indirmek için etkin bir borç yönetimi politikasının oluşturulması gerekmektedir. Bunun için teknik açıdan yeterli ve gerekli sorumluluğu yüklenebilecek bir yönetim organizasyonunun yapılması öncelik taşımaktadır. Bununla beraber, borçlanma stratejisinde belirtilen kısıtlamalar bu aşamada da geçerliliğini korumaktadır. Ülkelerin borç yönetim tekniklerinin kullanıldığı swap, futures, forward ve opsiyon piyasalarına girebilme konusundaki yeterlilikleri farklılık göstermektedir. Buna göre, gelişmiş ülkeler değişik araçları kullanarak bu piyasalarda her türlü işlemi kolaylıkla

¹⁶⁰ Piyasayı etkileme gücü; uluslararası para ve mal piyasalarında rekabet edebilme gücüne sahip olmakla değerlendirilmektedir. Bu doğrultuda, mal piyasaları için Brezilya'nın kahve ve petrol piyasasındaki etkinliği, para piyasaları için de sanayileşmiş ülke para birimlerinin kullanılması örnek gösterilebilir.

gerçekleştirebilirken, gelişmekte olan ülkeler kredibilitelerinin yeterli olmaması ya da yukarıda belirtilen diğer kısıtlar nedeniyle olumlu bir imaja sahip olmadıklarından bu işlemleri gerçekleştirebilmek için bir karşı taraf bulmakta güçlük çekmektedirler. Bu durum da gelişmekte olan ülkelerin bu piyasalardaki işlem payının küçük bir oranına sahip olmasına yol açmaktadır. Nitekim, Türkiye ilk swap işlemini 1993 yılında yaparken, daha önce sözü edilen kredi notu düşüşü neticesinde yeni swaplar yapma olanağı bulamamaktadır. Türkiye, swap piyasasına göre nispeten daha az likit olan futures, forward ve opsiyon piyasalarında ise hiç işlem yapmamıştır. Bu durum büyük ölçüde, Türkiye'nin uluslararası mal ve para piyasasında etkinliği olmamasından kaynaklanmaktadır.

Diğer taraftan, Türkiye'nin döviz giriş ve çıkışları arasında uyumlu bir yapı oluşmasını sağlaması da kısa dönemde oldukça güç görünmektedir. Dış ticaretinin büyük bir kısmını Japon yeni dışındaki paralar üzerinden yaparken, döviz gelirin bir kısmını da Almanya'dan gelen işçi dövizlerinin oluşturduğu Türkiye'nin 2000 yılına kadar olan borç servislerinde önemli bir Japon yeni ödemesi görünmektedir.

Sonuç olarak, kredilerin kullanımına yönelik olarak getirilecek düzenlemelerin dışında, borçlanma stratejisi ve borç yönetiminde Türkiye, büyük ölçüde yurtdışındaki koşullar doğrultusunda, olanak bulduğu ölçüde etkili olabilmektedir. Bu etkinliğin artırılması ise, yurtdışı dengelerin kurulabildiği ve ekonomik istikrarın sağlanabildiği ölçüde mümkün olacaktır.

SUMMARY

Parallel to the enlarging debt stock of developing countries, making uncontrolled an excessive debt was augmented and created risks economically and politically for developing countries and institutions providing international funds to the debtor countries. Therefore debt management policy especially gained importance for these countries in recent years.

Rising risks of developing countries in international markets and unbearably rising domestic debt stock enforce developing countries to take care for managing borrowing policy.

Developing countries and Turkey borrowing abroad since they are targeting to take place among industrialized countries. To achieve this goal they should improve and modify their macroeconomic indicators such as consistent and sufficient GDP growth rate, higher per capita income, capital stock and price stability. As widely acknowledge, all developing countries may need external borrowing to achieve these goals. However borrowing should be sustainable and not causes some instabilities on macroeconomic balances. Therefore countries having good prestige and high credibility ratios in international markets should learn and perform well-organized debt management.

There are two main objectives in implementing debt management. First of them is to reduce current debt stock gradually and systematically and diminish the borrowing requirement. The second is to protect countries' debt stocks from risky environment created by fluctuating interest and foreign exchange rates.

In this study, besides general view to debt management theory, more concentration has been adopted to reach on those objectives by using different debt management techniques on behalf of Turkey.

In the first section the recent developments related to Turkey's debt stock and borrowing policy are explained. Additionally a regression analysis covering the years among 1978-1993 and analysing debt stock structure historically is performed.

In the second section, debt management techniques are analysed. Besides the analysis of debt management techniques, also structure and behaviors of financial markets are investigated. In addition to those, it is also pointed out some criteria determining creditworthiness on country and institutional base in this section.

In the last section of this thesis, it is tried to explain not only borrowing strategy of Turkey but also the efficient factors on external debt management such as foreign exchange revenues, foreign exchange composition of debt stock and effects of foreign exchange rates fluctuating up to market conditions.

As a consequence of thesis, it is defended that foreign borrowing is one of the most crucial ways of filling gaps occurring as a result of some macroeconomic instabilities. In order to achieve efficient and sophisticate debt management, there are three main conditions listed as follows;

- To construct the most suitable borrowing strategy,
- To disburse foreign funds parallel to their borrowing objectives,
- To construct an efficient debt management policy.

On the other hand those conditions mentioned above may not be implemented every time because of the borrowing capability of a country is directly related to her

image and creditworthiness. In that context, the previous performance of a country in repaying principal and interest payments is the most essential criterion effecting the image of a country.

In addition to this, creditworthiness of a country shaped according to growth rate of GDP, international reserves, exports, economic and political performance is second criterion while making borrowing in international markets.

Restrictions in debt management and borrowing opportunities confronted by developing countries are mostly stemmed from their credibility. For this reason, developing countries could take very limited roles in the financial markets by using risk management techniques like swaps, futures, forwards and options. Therefore, Turkey had acquired her first swaps transaction in 1993. Unfortunately, there is not any transaction in the futures, forwards and options markets. Especially from the beginning of 1994 because of decreasing creditworthiness rating, there is no opportunity for Turkey in the financial markets as an investable borrower. This situation causes important fluctuations in domestic economy needs foreign resources permanently.

As a result, Turkey could manage her external liabilities, only under the permission of international financial market conditions and domestic economic stability.

EKLER



EK:1

Dış Borç Stokunun Açıklanmasına İlişkin Regresyon

Cochrane-Orcutt Method AR(1) Converged after 6 iterations

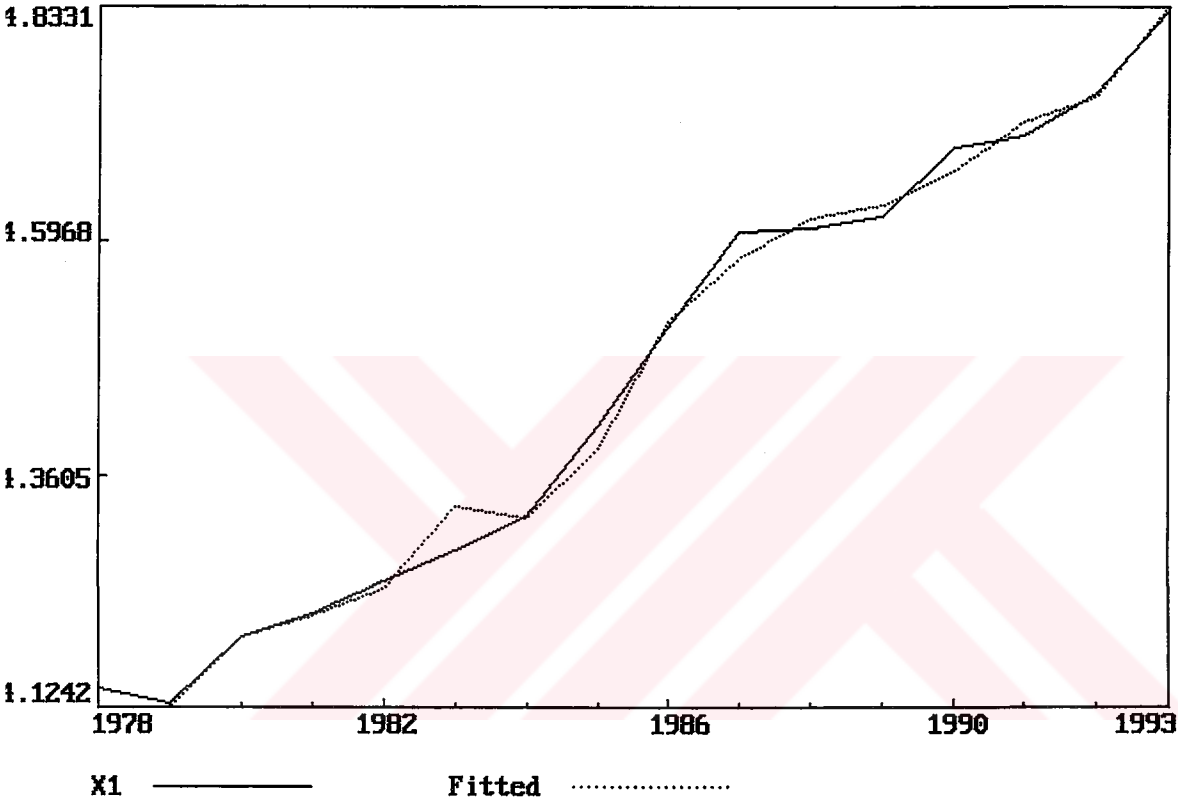
Dependent variable is LNFD

16 observations used for estimation from 1978 to 1993

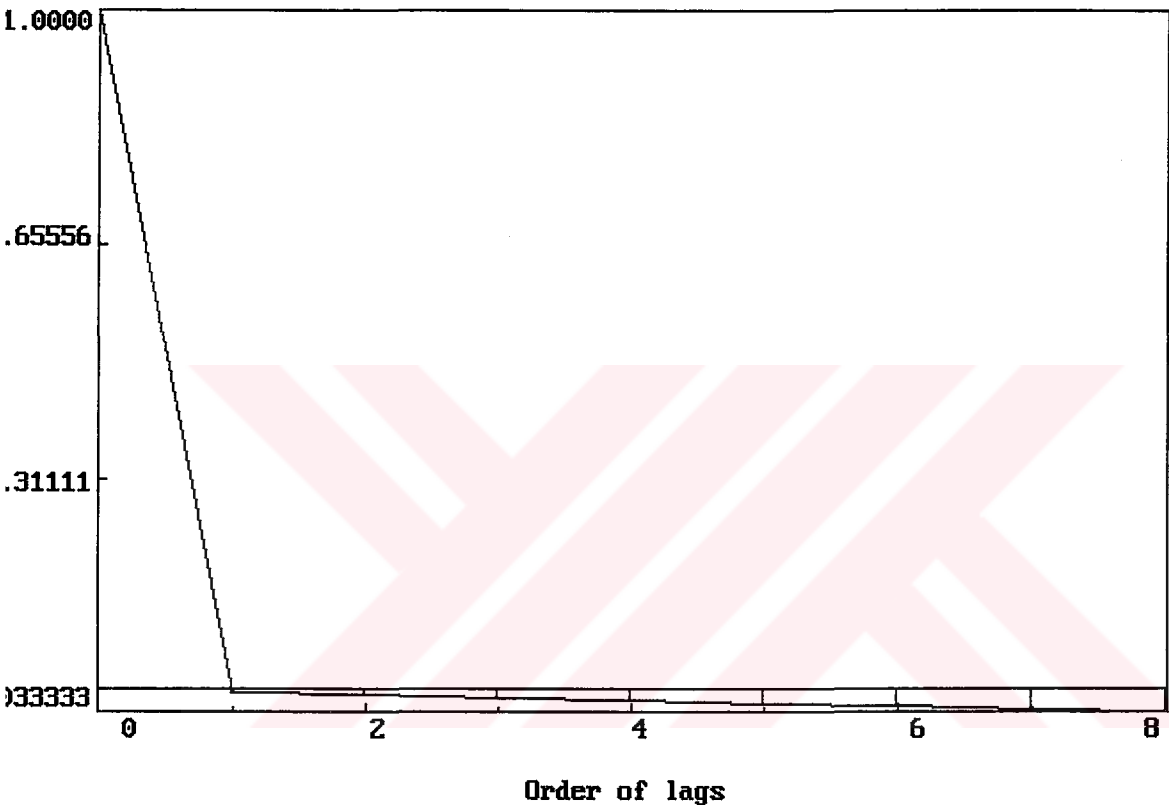
Regressor	Coefficient	Standard Error	T-Ratio[Prob]
CONS	-2.7170	1.1538	-2.3548[.046]
LNFD(-1)	1.7146	0.32908	5.2103[.001]
LNCA	0.025167	0.025960	0.9694[.191]
LNCM	0.12575	0.034564	3.6381[.007]
LN(DM/\$)	0.82057	0.33001	2.4865[.038]
LNLIB	-0.082047	0.070665	-1.1611[.119]
LNPSBR	0.12863	0.087162	1.4758[.078]
LNDEF	-0.26176	0.10953	-2.3898[.044]

R-Squared	0.99435	F-statistic F(8, 6)	132.0534[.000]
R-Bar-Squared	0.98682	S.E. of Regression	0.026254
Residual Sum of Squares	0.00413	Mean of Dependent Variable	4.4539
S.D. of Dependent Variable	0.23592	Maximum of Log-likelihood	40.1871
DW-statistic	2.3532		

Plot of Actual and Fitted Values



Autocorrelation function of residuals, sample from 1978 to 1993



EK 2

Dış Borç Stoku ve Diğer Değişkenler Arasındaki Birebir İlişkiyi Gösteren Regresyonlar

1. Sermaye Hareketleri-Dış Borç Stoku

Ordinary Least Squares Estimation

Dependent variable is LNCM

17 observations used for estimation from 1977 to 1993

Regressor	Coefficient	Standard Error	T-Ratio[Prob]
CONS	-2.3279	1.7307	-1.3450[.199]
LNFD	1.2132	0.39014	3.1096[.007]

R-Squared	0.39197	F-statistic F(1, 15)	9.6698[.007]
R-Bar-Squared	0.35143	S.E. of Regression	0.38956
Residual Sum of Squares	2.2764	Mean of Dependent Variable	3.0460
S.D. of Dependent Variable	0.48372	Maximum of Log-likelihood	-7.0316
DW-statistic	1.7159		

Diagnostic Tests

* Test Statistics *	LM Version	* F Version *

* A:Serial Correlation	*CHI-SQ(1)= .0025850[.959]*F(1, 14)= .0021292[.964]*	
* B:Functional Form	*CHI-SQ(1)= 6.3176[.012]*F(1, 14)= 8.2796[.012]*	
* C:Normality	*CHI-SQ(2)= 5.6946[.058]*	Not applicable *
* D:Heteroscedasticity	*CHI-SQ(1)= .56691[.451]*F(1, 15)= .51747[.483]*	

A:Lagrange multiplier test of residual serial correlation

B:Ramsey's RESET test using the square of the fitted values

C:Based on a test of skewness and kurtosis of residuals

D:Based on the regression of squared residuals on squared fitted values

Ordinary Least Squares Estimation

Dependent variable is LNFD

17 observations used for estimation from 1977 to 1993

Regressor	Coefficient	Standard Error	T-Ratio[Prob]
CONS	3.4454	0.32021	10.7598[.000]
LNCM	0.32309	0.10390	3.1096[.007]

R-Squared	0.39197	F-statistic F(1, 15)	9.6698[.007]
R-Bar-Squared	0.35143	S.E. of Regression	0.20103
Residual Sum of Squares	0.60622	Mean of Dependent Variable	4.4295
S.D. of Dependent Variable	0.24963	Maximum of Log-likelihood	4.2147
DW-statistic	0.64691		

Diagnostic Tests

* Test Statistics *	LM Version	* F Version *
---------------------	------------	---------------

* A:Serial Correlation *CHI-SQ(1)= 6.0859[.014]*F(1, 14)= 7.8067[.014]*
 * B:Functional Form *CHI-SQ(1)= 3.6493[.056]*F(1, 14)= 3.8267[.071]*
 * C:Normality *CHI-SQ(2)= 1.0319[.597]* Not applicable *
 * D:Heteroscedasticity *CHI-SQ(1)= .40179[.526]*F(1, 15)= .36310[.556]*

2. Ödemeler Dengesi-Dış Borç Stoku

Ordinary Least Squares Estimation

Dependent variable is LNBOP
 17 observations used for estimation from 1977 to 1993

Regressor	Coefficient	Standard Error	T-Ratio[Prob]
CONS	-6.4338	2.3528	-2.7345[.015]
LNFD	1.9979	0.53038	3.7669[.002]

R-Squared	0.48611	F-statistic F(1, 15)	14.1892[.002]
R-Bar-Squared	0.45185	S.E. of Regression	0.52959
Residual Sum of Squares	4.2069	Mean of Dependent Variable	2.4156
S.D. of Dependent Variable	0.71530	Maximum of Log-likelihood	-12.2518
DW-statistic	1.8870		

Diagnostic Tests

* Test Statistics *	LM Version	* F Version *
---------------------	------------	---------------

* A:Serial Correlation *CHI-SQ(1)= .24152[.623]*F(1, 14)= .20176[.660]*
 * B:Functional Form *CHI-SQ(1)= .065428[.798]*F(1, 14)= .054090[.819]*
 * C:Normality *CHI-SQ(2)= 2.2055[.332]* Not applicable *
 * D:Heteroscedasticity *CHI-SQ(1)= .98086[.322]*F(1, 15)= .91846[.353]*

Ordinary Least Squares Estimation

Dependent variable is LNFD

17 observations used for estimation from 1977 to 1993

Regressor	Coefficient	Standard Error	T-Ratio[Prob]
CONS	3.4454	0.32021	10.7598[.000]
LNBP	0.32309	0.10390	3.1096[.007]

R-Squared	0.39197	F-statistic F(1, 15)	9.6698[.007]
R-Bar-Squared	0.35143	S.E. of Regression	0.20103
Residual Sum of Squares	0.60622	Mean of Dependent Variable	4.4295
S.D. of Dependent Variable	0.24963	Maximum of Log-likelihood	4.2147
DW-statistic	0.64691		

Diagnostic Tests

* Test Statistics * LM Version * F Version *

* A:Serial Correlation *CHI-SQ(1)= 6.0859[.014]*F(1, 14)= 7.8067[.014]*
 * B:Functional Form *CHI-SQ(1)= 3.6493[.056]*F(1, 14)= 3.8267[.071]*
 * C:Normality *CHI-SQ(2)= 1.0319[.597]* Not applicable *
 * D:Heteroscedasticity *CHI-SQ(1)= .40179[.526]*F(1, 15)= .36310[.556]*

3. LIBOR-Dış Borç Stoku

Ordinary Least Squares Estimation

Dependent variable is LNFD

17 observations used for estimation from 1977 to 1993

Regressor	Coefficient	Standard Error	T-Ratio[Prob]
CONS	3.3476	0.22390	14.9516[.000]
LNLB	-1.0006	0.20396	-4.9060[.000]

R-Squared	0.61606	F-statistic F(1, 15)	24.0687[.000]
R-Bar-Squared	0.59046	S.E. of Regression	0.15975
Residual Sum of Squares	0.38279	Mean of Dependent Variable	4.4295
S.D. of Dependent Variable	0.24963	Maximum of Log-likelihood	8.1225
DW-statistic	0.59620		

Diagnostic Tests

* Test Statistics * LM Version * F Version *

* A:Serial Correlation *CHI-SQ(1)= 4.0692[.044]*F(1, 14)= 4.4057[.054]*
 * B:Functional Form *CHI-SQ(1)= .014986[.903]*F(1, 14)= .012352[.913]*
 * C:Normality *CHI-SQ(2)= 4.0923[.129]* Not applicable *
 * D:Heteroscedasticity *CHI-SQ(1)= .7912E-5[.998]*F(1, 15)= .6981E-5[.998]*

Ordinary Least Squares Estimation

Dependent variable is LNLIB

17 observations used for estimation from 1977 to 1993

Regressor	Coefficient	Standard Error	T-Ratio[Prob]
CONS	1.6459	0.55671	2.9566[.010]
LNFD	-0.61568	0.12550	-4.9060[.000]

R-Squared	.61606	F-statistic F(1, 15)	24.0687[.000]
R-Bar-Squared	.59046	S.E. of Regression	.12531
Residual Sum of Squares	.23553	Mean of Dependent Variable	-1.0812
S.D. of Dependent Variable	.19581	Maximum of Log-likelihood	12.2505
DW-statistic	.82585		

Diagnostic Tests

* Test Statistics *	LM Version	* F Version *
* A:Serial Correlation	*CHI-SQ(1)= 2.7473[.097]*F(1, 14)= 2.6986[.123]*	
* B:Functional Form	*CHI-SQ(1)= 4.7121[.030]*F(1, 14)= 5.3686[.036]*	
* C:Normality	*CHI-SQ(2)= .77645[.678]*	Not applicable *
* D:Heteroscedasticity	*CHI-SQ(1)= .36790[.544]*F(1, 15)= .33180[.573]*	

4. Kamu Kesimi Borçlanma Gereği-Dış Borç Stoku

Ordinary Least Squares Estimation

Dependent variable is LNPSBR

17 observations used for estimation from 1977 to 1993

Regressor	Coefficient	Standard Error	T-Ratio[Prob]
CONS	-3.7236	0.97883	-3.8041[.002]
LNFD	0.99744	0.22065	4.5205[.000]

R-Squared	0.57668	F-statistic F(1, 15)	20.4345[.000]
R-Bar-Squared	0.54846	S.E. of Regression	0.22032
Residual Sum of Squares	0.72813	Mean of Dependent Variable	0.69458
S.D. of Dependent Variable	0.32788	Maximum of Log-likelihood	2.6572
DW-statistic	0.74099		

Diagnostic Tests

* Test Statistics *	LM Version	* F Version *
* A:Serial Correlation	*CHI-SQ(1)= 6.6393[.010]*F(1, 14)= 8.9713[.010]*	
* B:Functional Form	*CHI-SQ(1)= 6.8347[.009]*F(1, 14)= 9.4129[.008]*	
* C:Normality	*CHI-SQ(2)= .85775[.651]*	Not applicable *
* D:Heteroscedasticity	*CHI-SQ(1)= .030291[.862]*F(1, 15)= .026775[.872]*	

Ordinary Least Squares Estimation

Dependent variable is LNFD

17 observations used for estimation from 1977 to 1993

Regressor	Coefficient	Standard Error	T-Ratio[Prob]
CONS	4.0279	0.097709	41.2233[.000]
LNPSBR	0.57816	0.12790	4.5205[.000]

R-Squared	.57668	F-statistic F(1, 15)	20.4345[.000]
R-Bar-Squared	.54846	S.E. of Regression	.16774
Residual Sum of Squares	.42205	Mean of Dependent Variable	4.4295
S.D. of Dependent Variable	.24963	Maximum of Log-likelihood	7.2926
DW-statistic	.47577		

Diagnostic Tests

* Test Statistics *	LM Version	F Version
* A:Serial Correlation	*CHI-SQ(1)= 9.3531[.002]*F(1, 14)= 17.1237[.001]*	
* B:Functional Form	*CHI-SQ(1)= .024667[.875]*F(1, 14)= .020344[.889]*	
* C:Normality	*CHI-SQ(2)= 1.1840[.553]*	Not applicable *
* D:Heteroscedasticity	*CHI-SQ(1)= .10055[.751]*F(1, 15)= .089250[.769]*	

5. GNP-Dış Borç Stoku

Ordinary Least Squares Estimation

Dependent variable is LNGNP

17 observations used for estimation from 1977 to 1993

Regressor	Coefficient	Standard Error	T-Ratio[Prob]
CONS	-0.46368	0.39712	-1.1676[.261]
LNFD	0.54451	0.089519	6.0826[.000]

R-Squared	0.71153	F-statistic F(1, 15)	36.9986[.000]
R-Bar-Squared	0.69230	S.E. of Regression	0.089386
Residual Sum of Squares	0.11985	Mean of Dependent Variable	1.9482
S.D. of Dependent Variable	0.16114	Maximum of Log-likelihood	17.9934
DW-statistic	0.54525		

Diagnostic Tests

* Test Statistics *	LM Version	F Version
* A:Serial Correlation	*CHI-SQ(1)= 8.7057[.003]*F(1, 14)= 14.6944[.002]*	
* B:Functional Form	*CHI-SQ(1)= 10.1116[.001]*F(1, 14)= 20.5511[.000]*	
* C:Normality	*CHI-SQ(2)= .97172[.615]*	Not applicable *
* D:Heteroscedasticity	*CHI-SQ(1)= .0012266[.972]*F(1, 15)= .0010824[.974]*	

Ordinary Least Squares Estimation

Dependent variable is LNGNP

16 observations used for estimation from 1978 to 1993

Regressor	Coefficient	Standard Error	T-Ratio[Prob]
CONS	-0.60916	0.42173	-1.4444[.171]
LNFD(-1)	0.58294	0.095621	6.0963[.000]

R-Squared	0.72637	F-statistic F(1, 14)	37.1649[.000]
R-Bar-Squared	0.70683	S.E. of Regression	0.087007
Residual Sum of Squares	0.10598	Mean of Dependent Variable	1.9584
S.D. of Dependent Variable	0.16069	Maximum of Log-likelihood	17.4334
DW-statistic	0.47742		

Diagnostic Tests

* Test Statistics * LM Version * F Version *

* A:Serial Correlation *CHI-SQ(1)= 8.3967[.004]*F(1, 13)= 14.3565[.002]*

* B:Functional Form *CHI-SQ(1)= 9.7095[.002]*F(1, 13)= 20.0660[.001]*

* C:Normality *CHI-SQ(2)= 1.3333[.513]* Not applicable *

* D:Heteroscedasticity *CHI-SQ(1)= .036242[.849]*F(1, 14)= .031784[.861]*

Ordinary Least Squares Estimation

Dependent variable is LNFD

17 observations used for estimation from 1977 to 1993

Regressor	Coefficient	Standard Error	T-Ratio[Prob]
CONS	1.8837	0.41988	4.4862[.000]
LNGNP	1.3067	0.21483	6.0826[.000]

R-Squared	0.71153	F-statistic F(1, 15)	36.9986[.000]
R-Bar-Squared	0.69230	S.E. of Regression	0.13847
Residual Sum of Squares	0.28761	Mean of Dependent Variable	4.4295
S.D. of Dependent Variable	0.24963	Maximum of Log-likelihood	10.5527
DW-statistic	0.43225		

Diagnostic Tests

* Test Statistics * LM Version * F Version *

* A:Serial Correlation *CHI-SQ(1)= 9.2857[.002]*F(1, 14)= 16.8519[.001]*

* B:Functional Form *CHI-SQ(1)= .32879[.566]*F(1, 14)= .27610[.607]*

* C:Normality *CHI-SQ(2)= .80354[.669]* Not applicable *

* D:Heteroscedasticity *CHI-SQ(1)= .87153[.351]*F(1, 15)= .81056[.382]*

KAYNAKÇA

Alpar, Cem; Ongun, M.Tuba (1987) "Dünya Ekonomisi ve Uluslararası Ekonomik Kuruluşlar" *Türkiye Ekonomi Kurumu* İkinci Baskı

Altay, Ömer; Akçay, Mehmet (1990) "Türkiye’de Dış Borçların Analizi” *TCMB Üç Aylık Bülten*, Mart, sf. 47-75

Arnaud, Pascal (1992) "Üçüncü Dünyanın Borçlanması” Çev. Fikret Başkaya, *İletişim Yayınları*

Bajpai, N. (1992) "Severely Indebted Low Income Countries Mounting External Debt and Servicing Burden” *Economic and Political Weekly* cilt 27 sayı 17 sf. 905-910

Balassa, Bela (1984) "The Problem of the Debt in Developing Countries” *The World Bank*

Berckmans, Annie; Thys-Clement, Françoise; Van Regemorter, Denise; Vuchelen, Jozef (1984) "Debt Management in a Small Open Economy: A Theoretical and an Empirical Study for Belgium” *Journal of Policy Modelling* cilt 6. sayı 1 sf. 45-67

Berg, Andrew; Sachs, Jeffrey (1988) "The Debt Crisis: Structural Explanation of Country Performance” *Journal of Development Economics* sayı 29 sf. 271-306

Berksoy, Turgay (1990) "Türkiye'nin Son On Yıllık Dış Borç Gelişimi" *Banka ve Ekonomik Yorumlar* S.1 Sf.29-41

Bryant, C.R. (1987) "International Financial Intermediation” *Brookings Institution*

Business Week (1983) “A Hot New Market in Swapping High-Risk Debt”

Dec.5, sf. 144

Büyüköztürk, Nadide (1994) “Uluslararası Piyasalarda İhraç Olunan Hazine Tahvilleri ve Riske Karşı Korunma Teknikleri” *Yayınlanmamış Uzmanlık Tezi, HDTM*

Cangöz, M.Coşkun; Hazırolan, Ufuk (1992) “Euro-Dolar Piyasası: Yapısı, İşleyişi” *Hazine ve Dışticaret Dergisi*, Sayı 14 sf. 21-35

Celasun, Merih; Rodrik, Dani (1987) “Debt, Adjustment and Growth: Turkey” *Developing Country Debt and Economic Performance* Ed. Sachs & Collins NBER, *The University of Chicago Press* sf. 615-815

Claessens, Stijn (1993-1) “Risk Management in Developing Countries” *World Bank Technical Paper* Number: 235, The World Bank

(1993-2) “Alternative Forms of External Finance: A Survey” *The World Bank Research Observer*, vol. 8, no.1 sf. 91-117

De La Dehesa, Guillermo (1985) “Institutional Structure for External Debt Management” *External Debt Management* ed. H. Mehran sf. 88-98 IMF

Demir, Gülten (1988) “Dış Borçlanma ve Türkiye’nin Dış Borçları Üzerine Bazı Gözlemler” *Eskişehir Anadolu Üniversitesi İİBF Dergisi* Sayı 2 sf. 219-237

Deniz, Saadet (1990) “Dış Borç Sorunu ve Borç Stratejisinde Son Gelişmeler” *Hazine ve Dışticaret Dergisi*, Sayı 5 sf. 7-12

Derdiyok, Türkmen (1993) “Türkiye’de Dış Borç Yönetimi” Doktora Tezi, Araştırma-İnceleme Dizisi: 21, T.C. Başbakanlık Hazine ve Dışticaret Müsteşarlığı.

Diwan, Ishac (1990) “Linking Trade and External Debt Strategies” *Journal of International Economics* cilt 29 sayı 3-4 sf. 293-310

Dooley, Michael; Helkie, William; Tryon, Ralph; Underwood, John (1986)
“An Analysis of External Debt Position of Eight Developing Countries Through 1990” *Journal of Development Economics* cilt 21 sayı 2 sf. 283-318

Dornbusch, Rudiger (1980) “Open Economy Macroeconomics” *Basic Books, Inc. Publishers*

(1988) “External Debt, Budget Deficit and Disequilibrium Exchange Rates” *International Debt and the Developing Countries Ed. Gordon W. Smith, John T. Cuddington* The World Bank

, Helmers, CH.Leslie (1988) Ed. “The Open Economy” EDI Series in Economic Development *Oxford University Press*

Dölger, Fikret; Önal, Yıldırım B. (1992) “Faiz ve Döviz Swapları Uygulaması” *Hazine ve Dışticaret Dergisi*, Mart, sf. 50-67

Dünya Gazetesi (1992) “Sendikasyon Kredisinin Dayanılmaz Cazibesi” 13 Ağustos.

Ekren, Nazım (1986) “Uluslararası Bankacılık ve Türkiye Örneği” *Türkiye İş Bankası Kültür Yayınları*

Erçel, Gazi (1992) “Türkiye’de Dış Borç Birikiminin Kaynakları” *III. İzmir İktisat Kongresi tebliği.*

Euromoney (1983) “What is Swap” November s.6

Fedder, Marcus J.J.; Mukherjee, Mohua (1993) "The Reemergence of Developing Countries in the International Bond Markets" *A Cofinancing Financial Advisory Services Study*

Fettahoğlu, Abdurrahman (1991) "Finansal Piyasalarda Yenilikler ve 1980 Sonrası Türkiye" *Banka ve Ticaret Hukuku Araştırma Enstitüsü*

Fisher, Stanley; Husain, Ishrat (1990) "Managing the Debt Crisis in the 1990s" *Finance&Development* June sf. 24-27

Fislow, Albert (1988) "External Borrowing and Debt Management" The Open Economy ed. Rudiger Dornbusch, EDI Series in Economic Development, *Oxford University Press* sf. 187-222

Folkerts-Landau, David (1989) "Management of Interest Risk by LDC" *Finance & Development* June sf. 20-23

Frenkel, Jacob A.; Dooley, Micheal P.; Wickham, Peter (1989) Ed. "Analytical Issues in Debt" *International Monetary Fund*

Husain, Ishrat; Diwan, Ishac (1989) Ed. "Dealing with the Debt Crisis" A World Bank Symposium *The World Bank*

Husain, Ishrat (1989) "Recent Experience with the Debt Strategy" *Finance & Development* September sf. 12-16

IMF (1981) "External Indebtness of Developing Countries" *Occasional Paper* No: 3 IMF

(1989) "Managing Financial Risks in Indebted Developing Countries" *Occasional Paper* No: 65 IMF

IMF Institute (1993) “Macroeconomic and Financial Policies”

JP Morgan (1992) “The Benefits of A More Analytic Approach to Debt Management”

Kahler, Miles (1986) Ed. “The Politics of International Debt” *Cornell University Press*

Kalderen, Lars (1985) “Techniques of External Debt Management” *External Debt Management ed. H. Mehran* sf. 99-111 IMF

Kırım, Arman (1990) “Döviz ve Faiz Swapları” *Bankacılar Dergisi*, Temmuz, TBB

Krugman, Paul (1988) “International Debt Strategies in an Uncertain World” *International Debt and the Developing Countries ed. Smith ve Cuddington* sf. 79-100 The World Bank

Obstfeld, Maurice (1987) “International Economics” *Scott Foresman and Company*

Kurdaş, Kemal (1989) “Dış Borç Birikimi ve Ödemeler Dengesi Hesapları” *Banka ve Ekonomik Yorumlar* Kasım sf. 39-42

(1989) “Dış Borç Birikimi ve Ödemeler Dengesi Hesapları - Ek Açıklama” *Banka ve Ekonomik Yorumlar* Ocak sf. 49-52

Küçük, Mansur (1990) “Managing Currency Composition of External Debt and Foreign Exchange Risk: A Case Study for Turkey” *Yayınlanmamış Uzmanlık Tezi, HDTM*

Leite, S.P.; Sundararajan, V. (1990) “Issues in Interest Rate Management and Liberalization” *IMF Staff Papers* cilt 37 sayı 4 sf. 735-752

McDonald D.C. (1982) “Debt Capacity and Developing Country Borrowing - A Survey of the Literature” *IMF Staff Papers* cilt 29 sayı 4 sf. 603-646

Mehran, Hassanali (1985) “External Debt Management” *International Monetary Fund*

Nowzad, Bahram; William, Richard C. (1981) “External Indebtness of Developing Countries” *International Monetary Fund*

Öktem, Ayşe (1985-1) “Turkey” *External Debt Management ed. Hassanali Mehran içinde*, sf 299-302 *International Monetary Fund*

(1985-2) “Çeşitli Ülkelerde Dış Borç Yönetimi” *Hazine ve Dışticaret Dergisi*, Haziran, sf. 23-35

Pehlivan, Özgür (1994) “Dünya Bankası Döviz Havuzu Sistemi ve Bu Sistemin Maliyet Analizine Bir Yaklaşım” *Yayınlanmamış Uzmanlık Tezi, HDTM*

Petzel, Todd E. (1989) “Financial Risk Management Needs of Developing Countries: Discussion” *American Journal of Agricultural Economics* May sf. 36-37

Reisen, Helmut (1989) “Public Debt, North and South” *Dealing With the Debt Crisis*, Ed. Ishrat Husain ve Ishac Diwan *The World Bank* sf. 116-128

Roe, Alan; Popiel, Paul A. (1987) “Managing Financial Adjustment in Middle-Income Countries” *Economic Development Institute of The World Bank*

Riehl, Heinz; Rodriguez, Rita M. (1983) “Foreign Exchange & Money Markets” *McGraw - Hill Book Company*

Sachs, Jeffrey (1986) “Managing the LDC Debt Crisis” *Brooking Papers on Economic Activity* sayı 2 sf. 397-440

Smith, Gordon W.; Cuddington, John T. (1988) Ed. “International Debt and the Developing Countries” *A World Bank Symposium* The World Bank

The World Bank (1985) “World Development Report”

(1990) “Turkey: Debt Management and Borrowing Strategy under Macroeconomic Adjustment” Country Report No. 7732-TU

(1991) “World Development Report”

Truel, Paul (1984) “Turkey Seeking Bank Borrowing of \$250 Million” *Wall Street Journal* January 24, sf.36

Tural, Yunus; Arslan, Ali; Şenel, İlker (1991) “Dış Borçlarımızın Yapısı ve Dış Borç Yönetimi” *Hazine ve Dışticaret Müsteşarlığı, Hizmet İçi Rapor.*

Tüğen, Kamil (1990) "Dış Borçlarımız ve Ekonomik Etkileri" *Maliye Yazıları Dergisi* S. 29 Sf. 61-67

T.C. Başbakanlık Devlet Planlama Teşkilatı (1994) “VII. Beş Yıllık Kalkınma Planı - Finansal Kurumlar Özel İhtisas Komisyon Raporu”

T.C. Başbakanlık Hazine ve Dışticaret Müsteşarlığı (1994) “Ekonomik Kavramlar ve Göstergeler Klavuzu - 2 : Mali Sistem”

Ünsal, Necla; Nakipoğlu, Ece; Pazarcık, Orhan (1989) "Türkiye'de Dış Kredi Kullanımı" *Milli Prodüktivite Merkezi Yayınları* No: 380, Ankara