

**DIŞ BORÇ SÜRDÜRÜLEBİLİRLİĞİ
VE TÜRKİYE UYGULAMASI**

**Sabri AZGÜN
(Doktora Tezi)**

Eskişehir-2005

DIŞ BORÇ SÜRDÜRÜLEBİLİRLİĞİ VE TÜRKİYE UYGULAMASI

Sabri AZGÜN

Doktora Tezi

İktisat Anabilim Dalı

Danışman: Prof.Dr.Kemal YILDIRIM

Eskişehir

Anadolu Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü

Şubat-2005

DOKTORA TEZ ÖZÜ

DIŞ BORÇ SÜRDÜRÜLEBİLİRLİĞİ VE TÜRKİYE UYGULAMASI

Sabri AZGÜN

İktisat Anabilim Dalı

Anadolu Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü, Şubat-2005

Danışman: Prof.Dr.Kemal YILDIRIM

1980'li yıllardan itibaren gelişmekte olan ülkelerde, dış borç krizleriyle birlikte gündeme gelen sürdürülebilirlik, önemini ve popülaritesini koruyan bir inceleme alanı olmuştur. Konuya ilişkin gelişen literatür, başlangıçta dış borç sorununu bir likidite problemi olarak kabul etmesine rağmen; ilerleyen yıllarda sorunun yurtiçi tasarruf açığından kaynaklandığı anlaşılmıştır. Likidite sorununun kısa vadeli karakteri karşısında, uzun vadeli bir niteliğe sahip olan yurtiçi tasarruf açığı; dış borç sürdürülebilirliği ve dolayısıyla geri ödeme yeteneğinin sorgulanmasını gerektirmiştir.

Geri ödeme yeteneği, cari politikaların sürdürülebilirliğini gösteren zamanlararası bütçe kısıtına göre belirlenmektedir. Genel olarak borç servisinde kullanılacak olan kaynakların hali hazır değeri, cari borç stokuna eşitse, geri ödeme yeteneği koşulu sağlanmaktadır.

Bu çalışmada, gelişmekte olan ülkelerde dış borç ve sürdürülebilirlik sorunları incelenmekle birlikte, asıl amaç Türkiye'nin dış borç yapısı ve gelişimini ortaya koymak ve Türkiye ekonomisinde dış borç geri ödemeleri bakımından sürdürülebilirlik koşulunun sağlanıp sağlanmadığını analiz etmektir.

Türkiye'nin dış borcunun analizinin ardından, Hakkio- Rush (1991) ve Sawada (1994) çalışmaları temelinde belirlenen sürdürülebilirlik koşulu, Engle- Granger ve Johansen eşbütünleşme metodolojileri çerçevesinde test edilmiştir. Elde edilen ekonometrik sonuçlar 1981-2003 ve Şubat 2001- Ekim 2004 dönemlerinde Türkiye ekonomisinin dış borç geri ödemeleri itibarıyla geri ödeme yeteneği koşulunu sağladığını ortaya koymaktadır.

ABSTRACT

The Sustainability, which has come into attention since the foreign debt crises of 1980's, has become a research area that maintains its importance and popularity. In the related literature, while the foreign debt problem was considered simply as liquidity problem at first, later on, it has been understood that the problem is caused by the domestic savings deficit. The deficit in domestic savings which has a longer term characteristic comparing the liquidity problem requires the foreign debt sustainability and the solvency be questioned.

Solvency is determined by the intertemporal budget constraint which shows sustainability of current policies. Generally, when the expected value of future resources that one devoted to debt service, equals the current debt stock, solvency condition is satisfied.

In addition to examining debt sustainability problem of developing countries the main objective of this study is to determine Turkey's foreign debt structure and development. And to analyze whether Turkish economy satisfies debt sustainability criteria in light of foreign debt repayment

Having analyzed Turkish foreign debt, the determined solvency condition on the basis of Hakkio- Rush (1991) and Sawada (1994) studies is tested with cointegration methods of Engle-Granger and Johansen. Econometric results obtained has demonstrated that solvency condition is satisfied in consideration of foreign debt repayments of Turkish economy for 1981-2003 and February 2001- October 2004 periods.

JÜRİ VE ENSTİTÜ ONAYI

Sabri AZGÜN'ün "Dış Borç Sürdürülebilirliği ve Türkiye Uygulaması" başlıklı tezi **29 Mart 2005** tarihinde, aşağıdaki jüri tarafından Lisansüstü Eğitim Öğretim ve Sınav Yönetmeliğinin ilgili maddeleri uyarınca, **İktisat** Anabilim Dalında Doktora tezi olarak değerlendirilerek kabul edilmiştir.

İmza _____

Üye (Tez Danışmanı) : **Prof.Dr.Kemal YILDIRIM**

Üye : **Prof.Dr.Davut AYDIN**

Üye : **Prof.Dr.Ferhat ERARI**

Üye : **Prof.Dr.İlyas ŞIKLAR**

Üye : **Prof.Dr.Mustafa ÖZER**

Prof.Dr.Nurhan AYDIN
Anadolu Üniversitesi
Sosyal Bilimler Enstitüsü Müdürü



İÇİNDEKİLER

ÖZ.....	ii
ABSTRACT.....	iii
JÜRİ VE ENSTİTÜ ONAYI.....	iv
ÖZGEÇMİŞ.....	v
TABLolar LİSTESİ.....	xi
ŞEKİLLER LİSTESİ.....	xii
KISALTMALAR.....	xiii
GİRİŞ	1

BİRİNCİ BÖLÜM

DIŞ BORÇ VE SÜRDÜRÜLEBİLİRLİĞİ

1. DIŞ BORÇLANMA İLE İLGİLİ TANIM VE KAVRAMLAR	4
1.1. Dış Borçlanmanın Tanımlanması	4
1.2. Dış Borç, Dış Yardım ve İç Borç Ayrımları	7
1.3. Dış Borçlanma Türleri	9
1.4. Borçlanma Koşullarını Belirleyen Unsurlar ve Borçlanma Mekanizması	12
2. DIŞ BORÇ SÜRDÜRÜLEBİLİRLİĞİ	14
2.1. Sürdürülebilirliğe İlişkin Temel Kavramlar	15
2.2. Dış Borç Sürdürülebilirliğinin Belirleyicileri	17

2.2.1. Sürdürülebilir Düzeyde İktisadi Büyüme	
Gerçekleştirme	18
2.2.2. Döviz Kuru Politikası ve Dış Açıklar	20
2.2.3. Açıklık ve İhracat Dalgalanmaları	23
2.2.4. Finansal Yapı ve Dış Yükümlülüklerin	
Kompozisyonu	24
2.3. Cari Hesap Dinamiği ve Dış Borç	27
3. SÜRDÜRÜLEBİLİRLİK ANALİZLERİ	31
3.1. Mali Sürdürülebilirlik Analizi	31
3.2. Dış Sürdürülebilirlik Analizi	34
3.3. Mali ve Dış Sürdürülebilirlik Arasındaki İlişki	35
4. BORÇ SÜRDÜRÜLEBİLİRLİĞİNDE TEMEL YAKLAŞIMLAR ...	37
4.1. Davranış Temelli Yaklaşım	37
4.2. Borç Temelli Yaklaşım	41
4.3. Yaklaşımların Eksik Yönleri	45
4.3.1. Geri Ödeme Eşiklerinin Keyfiliği ve HİPCI	47
4.3.2. Borç Temelli Yaklaşımın Keyfiliği	48
4.4. Davranış ve Borç Temelli Yaklaşımların Karşılaştırılması	50

İKİNCİ BÖLÜM

GELİŞMEKTE OLAN ÜLKELERDE DIŞ BORÇLANMA

1. DIŞ BORÇLANMA NEDENLERİ, BORÇLARIN İKTİSADİ ETKİLERİ VE SONUÇLARI	52
1.1. Dış Borçlanma Nedenleri	52
1.2. Dış Borçların Ekonomiye Etkileri	58
1.3. Borç Servisini Kolaylaştırıcı Yöntemler	61
1.3.1. Borçların Geri Satın Alınması	62
1.3.2. Borç-Özsermaye Değişimi	64
1.4. Optimal Dış Borçlanma Stratejisi ve Dış Borç Yönetimi	65
2. GELİŞMEKTE OLAN ÜLKELERDE HAKİM BORÇ	69
2.1. Hakim Borç Sorunu	70
2.2. Hakim Borç İlişkisi	71
2.3. Siyasi Yapının Hakim Borçlanma Üzerine Etkisi	73
2.4. Hakim Borçlanma ve Risk	73
3. GELİŞMEKTE OLAN ÜLKELERDE DIŞ BORÇ FİNANSMANI	74
3.1. Dış Borçlanma İhtiyacının Belirlenmesi	74
3.1.1. Tasarruf Açığı Yaklaşımı	75
3.1.2. Cari Hesap Açığı Yaklaşımı	75

3.1.3. Massetme Yaklaşımı	76
3.2. Dış Borç Finansman Yöntemleri	77
3.2.1. Klasik Finansman Yöntemleri	77
3.2.1.1. Hükümet Kredileri	77
3.2.1.2. Çok Taraflı Kuruluşlardan Sağlanan Krediler	78
3.2.1.3. İhracat Kredileri	80
3.2.1.4. Ticari Krediler (Sendikasyon Kredileri)	81
3.2.2. Yap-İşlet Devret / Yap- İşlet Yöntemleri	82
3.3.3. Sermaye Piyasaları	83
4. GELİŞMEKTE OLAN ÜLKELERDE BORÇ KRİZLERİ VE KRİZLERİN ÇÖZÜMÜNE YÖNELİK GİRİŞİMLER	84
4.1. Baker ve Brady Planları	85
4.2. Borçlular Karteli	86
4.3. Ağır Borçlu Yoksul Ülkeler Girişimi ve Sürdürülebilirlik Kriterleri	87
4.3.1. İhracat Hedefleri	89
4.3.2. Mali Hedef Tartışması	90

ÜÇÜNCÜ BÖLÜM

TÜRKİYE'DE DIŞ BORÇ VE SÜRDÜRÜLEBİLİRLİĞİ

1.	TÜRKİYE EKONOMİSİNDE İÇ VE DIŞ DENGE	94
	1.1. Genel Ekonomik Performans	94
	1.2. Dış Ticaret ve Cari İşlemlerdeki Gelişmeler	98
	1.3. Mali Denge ve İç Borçlardaki Gelişmeler	101
2.	DIŞ BORCUN YAPISI ve ORANSAL ANALİZİ	104
	2.1. Dış Borç Yapısı Ve Gelişimi	104
	2.2. Dış Borçluluk Göstergeleri	107
	2.3. Dış Borç Analiz Oranları	111
3.	ZAMANLARARASI GERİ ÖDEME YETENEĞİ TESTLERİ	117
	3.1. Açık Ekonomide Zamanlararası Bütçe Kısıtı	118
	3.2. Ekonometrik Metodoloji ve Sürdürülebilirlik Koşulunun Belirlenmesi.....	121
	3.3. İnceleme Dönemi ve Veriler.....	125
	3.4. Analiz ve Bulgular.....	126
	SONUÇ	129
	EKLER	132
	KAYNAKÇA	136

TABLOLAR LİSTESİ

Tablo 1	: HIPC-I Altında Hayli Açık Ekonomiler İçin Borç-İhracat Oranları	92
Tablo 2	: Ana Sektörler ve GSMH'nın Büyüme Oranları	97
Tablo 3	: Tasarruf, Yatırım ve Tasarruf Açığının GSYİH'ya Oranı	99
Tablo 4	: Dış Borçların Gelişimi (1980-2003)	105
Tablo 5	: Türkiye'nin Dış Borç Yapısı	106
Tablo 6	: Borçluluk Göstergeleri	110
Tablo 7	: Dış Borç Maliyet Oranları	112
Tablo 8	: Net Kaynak Transferi Oranları	113
Tablo 9	: Dış Kaynak İhtiyaç Oranları	115
Tablo 10	: Dış Borç Yükü Oranları	116
Tablo 11	: 1981-2003 Dönemi ADF Test Sonuçları	126
Tablo 12	: 2001-02 ve 2004-10 Dönemi ADF Test Sonuçları	127
Tablo 13	: Johansen Eşbütünleşme Rank Testi	127

ŞEKİLLER LİSTESİ

Şekil 1	: Gelişmekte Olan Ülkelere Uzun Vadeli Toplam ve Net Kaynak Akımları	6
Şekil 2	: Dış Borçların Genel İşleyiş Mekanizması	13
Şekil 3	: Sektörler İtibariyle Büyüme Oranları	96
Şekil 4	: Tasarruf Açığındaki Gelişmeler	98
Şekil 5	: Dış Ticaret ve Cari İşlemlerdeki Gelişmeler	99
Şekil 6	: Mali Denge Değişkenlerindeki Değişmeler	102
Şekil 7	: Yatırım ve Net Faiz Ödemelerinin Gelişimi	103

KISALTMALAR LİSTESİ

a.g.e.	:	Adı Geçen Eser
DBMO	:	Dış Borç Maliyet Oranı
DKİO	:	Dış Kaynak İhtiyaç Oranı
DPT	:	Devlet Planlama Teşkilatı
FKBA	:	Faiz Dışı Konsolide Bütçe Açığı
GAP	:	Tasarruf Açığı
GSMH	:	Gayri Safi Milli Hasıla
GSYİH	:	Gayri Safi Yurtiçi Hasıla
HIPC	:	Ağır Borçlu Yoksul Ülkeler
HIPCI	:	Ağır Borçlu Ülkeler Borç Girişimi
HM	:	Hazine Müsteşarlığı
IMF	:	Uluslararası Para Fonu
KBA	:	Konsolide Bütçe Açığı
KKBG	:	Kamu Kesimi Borçlanma Gereği
KVDB	:	Kısa Vadeli Dış Borç
NDBY	:	Net Dış Borç Yüğü
OUVDB	:	Orta ve Uzun Vadeli Dış Borç
SDR	:	Özel Çekme Hakları
TCMB	:	Türkiye Cumhuriyeti Merkez Bankası
TDB	:	Toplam Dış Borç
NKTO	:	Net Kaynak Transfer Oranı
OECD	:	Ekonomik İşbirliği ve Kalkınma Teşkilatı

GİRİŞ

Yurtiçi harcamaların yurtiçi kaynaklarla finanse edilmesinde karşılaşılan güçlükler, ekonomideki özel sektör ve kamu kesimi açısından dış borçlanma seçeneğini adeta bir zorunluluk haline getirmekte ve bu durum, özellikle gelişmekte olan ülkeler açısından giderek büyüyen bir sorunsala dönüşmektedir. Dış borç sorunu, bu çerçevede, dış borcun sürdürülebilirliği temelinde ele alınmakta olup; konuya ilişkin literatürün oluşmaya başladığı 1980'li yıllardan itibaren ilgi ve dikkat çeken bir inceleme alanıdır.

Dış borçlanmanın nedenlerine bakıldığında, gelişmekte olan ülkelerde kaynaklar kıt, gelir seviyesi düşük, buna karşın kalkınma ve gelişme ihtiyaçları engellenemez yoğunluktadır. Düşük gelir seviyesi yeterli tasarruf yapılamamasına ve ulusal gelirden yatırımlara ayrılan payın düşük kalmasına yol açarak yeterli sermaye birikimine olanak vermemektedir. Gelişmekte olan ülkelerde teknoloji üretme konusundaki yetersizlikler yatırım malları ithalini zorunlu hale getirmekte; bu ülkeler kalkınmaları bakımından ihtiyaç duydukları ithalat genişliği nedeniyle tasarruf açıkları yanında dış ticaret açıklarıyla da karşılaşmakta ve dış ödemeler konusunda sıkıntıya düşmektedirler. Bu kapsamda dış borçlanma yurtiçi tasarruf açığının ve/veya döviz açığının giderilmesi amacıyla gündeme gelmektedir.

Uluslararası ekonomik ilişkiler, bilim ve teknolojiadaki ilerlemeler sonucu; ülkeleri iktisadi açıdan birbirlerine bağımlı hale getirmekte, mali piyasaların küreselleşmesiyle ülkelerin dış finansman ve kredi bulma olanakları artmaktadır. Bu kapsamda, uluslararası finansal kurumların gelişmekte olan ülkelere kalkınmaları için 1970'li yıllardan itibaren ödünç verme girişimlerini artırmalarıyla birlikte, 1980'li ve 1990'lı yıllarda borç krizleri yaşanmıştır. Uluslararası ölçekte yaşanan bu krizlerle birlikte, dış borç sürdürülebilirliği konusu önem kazanmış, uluslararası kuruluşlar öncülüğünde sorunun çözümüne yönelik stratejiler geliştirilmiş; sürdürülebilirliğin kurumsal ve kuramsal temelleri oluşturulmaya başlanmıştır.

Türkiye ekonomisinde yurtiçi tasarrufların yeterli düzeyde olmaması, sermaye birikimindeki yetersizlik, kamu harcamalarındaki aşırı büyüme, dış ticaretteki kronik açıklar ve çeşitli sermaye malları ile teknoloji transferi dolayısıyla dövize duyulan ihtiyaç, her dönemde ülke ekonomisinin temel sorunlarını oluşturmaktadır.

Diğer yandan, Türkiye ekonomisinde yapısal dönüşümün yaşandığı, 1980'li yıllardan itibaren kronik dış açık sorunları bulunmakta, bu açıklar ise önemli ölçüde ya dış borç ya da sıcak para girişi ile dengelenmektedir. Şubat 2001 krizinden itibaren Türkiye'nin dış borç yükümlüklerini yerine getirip getiremeyeceğinin yaygın bir tartışma konusu olması ve konunun artan önemi göz önüne alınarak, ülkemizin dış borç yükümlüklerinin sürdürülebilirliği çalışma konusu olarak seçilmiştir.

Dış borç sorununu konu alan bu çalışma, gelişmekte olan ülkelerde dış borç sorunlarını tanımlama, bu sorunun çözümü için uluslararası toplum tarafından geliştirilen kurumsal ve kuramsal yaklaşımları incelemenin yanında, esasen Türkiye'nin dış borçlarının sürdürülebilir olup olmadığını belirlemeye çalışmaktadır. Bir başka ifadeyle, uzun dönemde dış borç geri ödemeleri bakımından, ülkemizin geri ödeme yeteneğine sahip olup olmadığı analiz edilmektedir.

Çalışma temel olarak üç ana bölümden oluşmaktadır. Birinci bölümde dış borçlanmaya ilişkin tanım ve kavramlar verilecek, dış borç sürdürülebilirliğini tanımlayan sosyo-ekonomik değişkenler tartışılacak, dış borç sürdürülebilirliğine ilişkin temel yaklaşımlar ve bu yaklaşımların ayrımları incelenecektir. İkinci bölümde gelişmekte olan ülkelerde dış borçlanmanın nedenleri, iktisadi etkileri, sonuçları, dış finansmanın sağlanma ve dış açığın hesaplama yöntemleri tartışılacak, ağır borçlu ülkelerde dış borç krizleri ve bu krizlerin çözümüne yönelik girişim ve stratejiler açıklanacaktır. Ayrıca ağır borçlu ülkelerde dış borç sürdürülebilirliği ile sürdürülebilirlik kriterlerinin belirlenmesi ve gelişimine ilişkin ayrımlara değinilecektir.

Çalışmanın iddiasını oluşturan üçüncü ve son bölümde Türkiye'nin 1980'lerden sonra dış borç birikimi ile yakın bir ilişki içerisinde bulunan dış ve mali denge durumlarındaki gelişmeler incelenecek, dış borçluluğu tanımlayan çeşitli rasyolarla dış borç durumundaki gelişmeler ortaya konularak, ülkemizin 1980'den günümüze kadar geçen dönem itibarıyla, dış yükümlükler bakımından geri ödeme yeteneğine sahip olup olmadığına ilişkin analizler yapılacaktır.

BİRİNCİ BÖLÜM

DIŞ BORÇ VE SÜRDÜRÜLEBİLİRLİĞİ

Gelişmekte olan ülkelerde genellikle, yurtiçi toplam harcamalar yurtiçi toplam üretimin üzerinde olmakta ve bu durum süreklilik arz etmektedir. Bir başka deyişle, kronik tasarruf açığı söz konusudur. Gelişmekte olan ülkeler, bu tasarruf açığını dış borçlanma yoluyla kapatmak zorunda kalmakta; ancak dış kaynaklardan alınan borçlar, eninde sonunda geri ödenmek durumunda olduğu için; sağlanan dış borçların ülkenin geri ödeme kapasitesini olumsuz etkilememesi gerekmektedir. Diğer taraftan, ülkenin sağlanan bu dış kaynakları; büyüme ve gelişme için etkin bir biçimde kullanabilme yeteneği de ayrı bir önem arz eder.

Gelişmekte olan ülkelerde büyüme istikrarlılığının sağlanabilmesi, dış borçların ekonomik dengeleri bozmadan geri ödenebilmesine bağlıdır. Bu durumda, dış borç sürdürülebilirliğinin; ekonomik ve finansal açıdan iki boyutta değerlendirilmesi mümkündür. Dış borçların ekonomik sürdürülebilirliği, uzun dönemde dış borç geri ödemelerinin ekonomik büyümeyi ve ekonomi politikasını olumsuz yönde etkilememesi gerektiğini ifade ederken; finansal sürdürülebilirlik, ülkenin kısa dönemde borcunu geri ödeyebilme kapasitesinin değerlendirildiği bir kavramdır .

Dış borçların sürdürülebilirliğine ilişkin olarak akademik çevreler ile uluslararası finans kuruluşları tarafından ileri sürülen teorik yaklaşımlar, bu yaklaşımların temel ayrımları; konuyla ilgili olarak dış borç birikimini ve sürdürülebilirliği belirleyen ekonomi politikasındaki değişimler; bu bölüm çerçevesinde incelenmektedir.

1. DIŞ BORÇLANMA İLE İLGİLİ TANIM VE KAVRAMLAR

1.1. Dış Borçlanmanın Tanımlanması

Genel olarak uluslararası mali akım ve işlemler uluslararası finansman kavramı ile nitelenir. Dış finansman ihtiyacı içerisinde olan gelişmekte olan ülkeler bağlamında uluslararası mali akım ve işlemlerini ifade etmek üzere dış tasarruf, dış finansman, dış yardım, yabancı sermaye gibi kavramlar kullanılmaktadır. Esasen, bu kavramlar çoğu kez aynı anlamda kullanılmakla birlikte, aralarında nitelemeye ve zamana göre farklılıklar bulunmaktadır. Dış finansman, geçmişte gelişmekte olan ülkelere yönelik kalkınma amaçlı finansal akımları ifade ederken günümüzde her türlü finansal akıŐları ifade etmek üzere geniş anlamda kullanılmaktadır.¹ Bu bağlamda dış finansman, sağlanan uluslararası kredileri, portföy yatırımları ve doğrudan yabancı sermaye yatırımları olmak üzere her türlü sermaye akımlarını kapsamaktadır. Böylece uluslararası kredileri ifade etmek üzere kullanılan dış borç, dış finansmanın bir alt ve aynı zamanda önemli bir kalemini oluşturmaktadır.

Dış borçlanma, bir ülkenin belirli zamanlarda geri ödemek koşuluyla ülke dışından kaynak sağlaması olarak tanımlanmaktadır. Bu kapsamda, Toplam borç stoku, uzun vadeli kamu borçları ile kamu garantili borçlar, kamu garantisi olmayan uzun vadeli özel borçlar, IMF kredileri ve kısa vadeli dış borçların toplamı olarak tanımlanmaktadır.²

Uzun vadeli dış borç, yabancılar tarafından tutulan geri ödemesi yabancı para, mal veya hizmetlerle yapılan vadesi bir yıldan daha fazla olan borçlar olarak tanımlanır. Uzun dönemli dış borcun üç unsuru bulunmaktadır. Kamu borçları, kamu garantili borçlar ve garantisiz özel dış borçlar³ Uzun ve orta vadeli kamu ve kamu garantili dış borçlar literatürde hakim borç olarak da ifade edilmektedir.

Kamu borcu, hükümet ya da kamu kuruluşunun dış borç yükümlülüğüdür. Kamu garantili dış borçlar ise geri ödemesi hükümet ya da kamu kuruluşları taahhüdü altında olan özel borçlunun dış borç yükümlülüğüdür. Garantisiz özel dış borçlar, geri ödemesi

¹Herrick, Bruce and Charles F. Kindleberger. *Economic Development*. 4 th Edition, (New York: McGraw Hill, 1983), s. 442.

² World Bank, *Global Development Finance*, (Washington D.C. 2002), s. xv.

³ Aynı. s. xv.

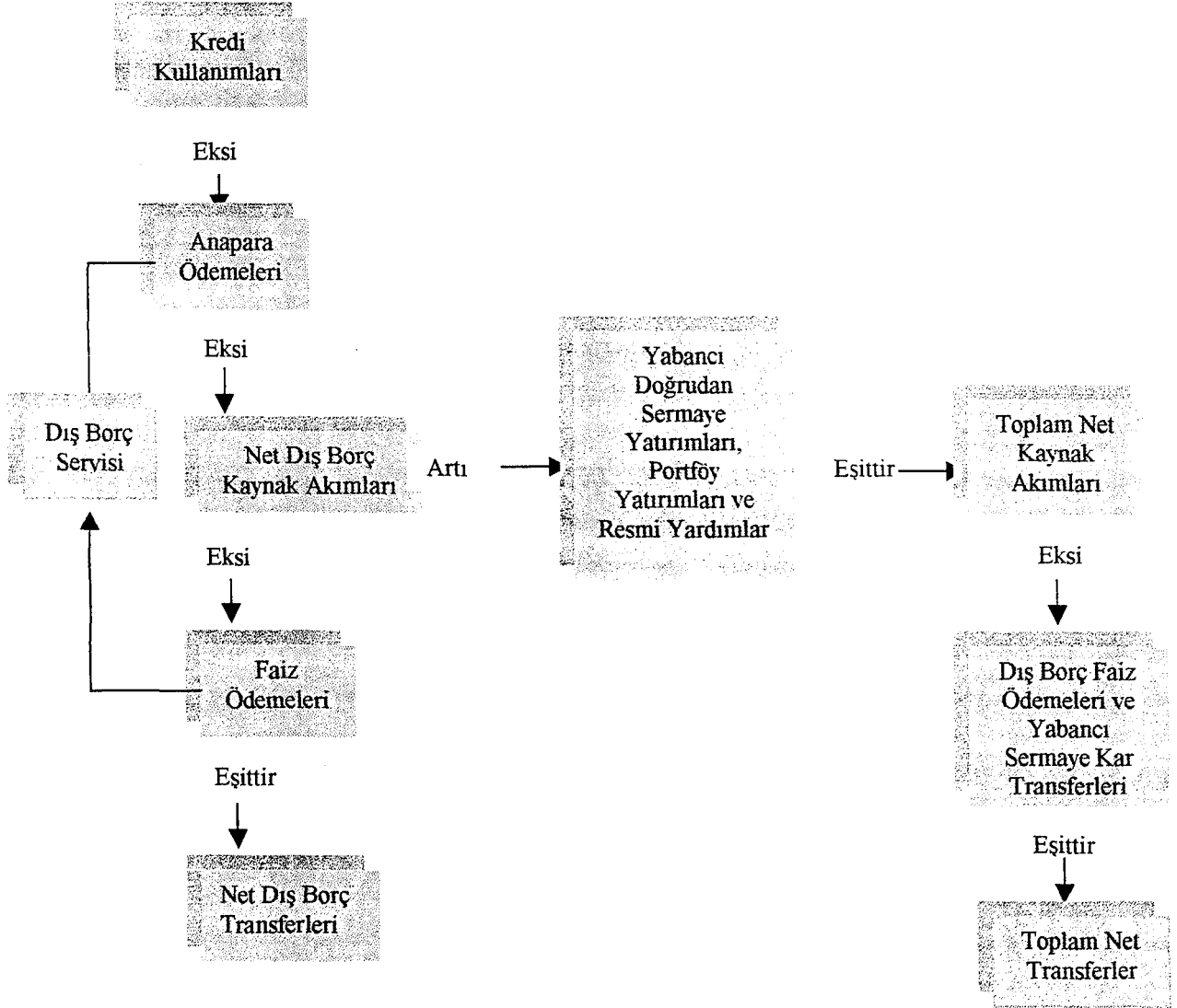
kamu birimleri tarafından taahhüt edilmeyen özel borçlunun dış borç yükümlülüğüdür. Genellikle kamu ve kamu garantili dış borçlar uzun dönemli dış borçlar olarak ifade edilmektedir.⁴

Kısa dönemli dış borç, vadesi bir yılın altında olan dış borç yükümlülükleridir. Kısa vadeli dış borçlar ağırlıklı olarak gerek borçlu gerekse alacaklılar bakımından ticari bankalar ve özel kesimi arasındaki finansman hareketleridir.

Anapara ödemeleri, belirli bir yılda yabancı para, mal ve hizmetlerle ödenen anapara miktarıdır. Kredi kullanımı (disbursement) belirli bir yıl boyunca kreditorler tarafından verilmesi taahhüt edilmiş fonlardan borçlu tarafından belirli bir yıl boyunca kullanılan fon miktarını ifade etmektedir. Borç üzerindeki net akımlar, net borç verme veya net kullanım ile ifade edilmekte ve kredi kullanımlarından anapara ödemelerinin farkına eşit olmaktadır. Borç üzerindeki net transfer ise, net akımlardan faiz ödemelerinin farkı ya da kredi kullanımlarından toplam borç servis ödemelerinin farkı olarak ifade edilmektedir.⁵

⁴ Aynı. s.xv.

⁵ Aynı. s.xvi.



Kaynak: World Bank. *Global Development Finance*, Washington D.C. 2002, s. XXI,

Şekil 1. Gelişmekte Olan Ükelere Uzun Vadeli Toplam Net Transfer ve Net Kaynak Akımları

Toplam borç servisi, toplam orta ve uzun dönemli borç (kamu ve kamu garantili borçlar ve özel garantisiz), IMF kredileri ve kısa dönemli borç ilişkin yapılan anapara ve faiz ödemeleridir. Şekil 1'den de görüldüğü gibi toplam net dış borç akımları, kredi kullanımdan anapara ödemelerinin farkı olarak ifade edilebilir. Toplam net borç akımlarına borç doğurmayan doğrudan yabancı sermaye ve portföy yatırımları gibi kalemler eklendiğinde toplam net kaynak akımlarına ulaşılmaktadır. Toplam net kaynak akımlarından faiz ve kar transferleri gibi net dış alem faktör gelirleri çıkarıldığında net kaynak transferlerine ulaşılmaktadır.

1.2. Dış Borç, Dış Yardım ve İç Borç Ayrımları

Dış borç ve dış yardım kavramları ayrı ayrı iki kavram gibi düşünülmesine rağmen gerçekte bunların birbirinden kesin çizgilerle ayrılmaları mümkün değildir.⁶ Bununla birlikte, bu iki kavram eş anlamlı da değildir. Uluslararası ilişkilerde özellikle devletlerarası krediler dış yardım anlamında kullanılmakta ve günümüzde dış yardımlar büyük ölçüde bu biçimde olmaktadır.

Günlük dilde “yardım” kavramı tek taraflı bir transferi ifade etmekle birlikte, dış yardımlar daha çok kredi şeklindedir. Dış yardımlar genel olarak, bir hükümetten ya da bir uluslararası kuruluştan, (IMF, Dünya Bankası, Uluslararası Finans Kurumu, Avrupa Yatırım Bankası, Asya Yatırım Bankası, vb...) bir hükümete yapılan borç verme (bazen bağış) işlemleridir.

Dış yardımları geniş ve dar anlamda olmak üzere iki şekilde düşünmek mümkündür. Geniş anlamda dış yardım, gelişmiş bir ülkenin ya da uluslararası ekonomik kuruluşların, gelişmekte olan ülkelere savunmalarını ya da ekonomik ve sosyal kalkınmalarını desteklemek amacıyla sağladıkları her çeşit sermaye akımları (parasal, aynı sermaye ve hizmetler şeklinde) olarak ifade edilebilir. Dar anlamda dış yardım, gelişmekte olan bir ülkeye verilen daha çok bağışlar ya da piyasa koşullarından daha uygun koşullarda (düşük faiz, uzun vade, ...vb) sağlanan kredileri ifade etmek için kullanılır.⁷

Yardım kavramı üzerinde tam bir görüş birliği sağlanamamış olmasının nedeni, gelişmiş ülkeler tarafından geri kalmış ülkelere yapılan yardımların çok değişik şekillerde olmasıdır. Bu bağlamda, dış yardımlar; 1) kalkınma kredileri, 2) teknik yardımlar, 3) bağışlar, 4) savunma yardımları (askeri yardımlar) olarak sınıflandırılabilir. Bunların ilk üçü ekonomik yardımlar adı altında toplanabilir. Bunlarda temel amaç kalkınmanın zorunlu kıldığı sermaye mallarının sağlanması olduğundan, bu tür yardımlara “sermaye yardımı” da denilmektedir.⁸

⁶ Metin Erdem. **Devlet Borçları**. (Bursa: Ekin Kitabevi Yayınları, 1996), s. 49.

⁷ Macit İnce. **Devlet Borçları ve Türkiye** Altıncı baskı. (Ankara: Gazi Kitabevi, 2001), s. 136.

⁸ İnce. a.g.e., s. 158.

İç ve dış borçları birbirinden ayırmak görünüşte kolay görünmekle birlikte, uygulamada oldukça güçtür. İç ve dış borç ayrımı temelde iki kritere göre yapılmaktadır:⁹ Bunlardan birincisi “alacaklının uyruğu”dur. Buna göre devlet, borcu kendi yurttaşlarından sağlarsa iç borç, yabancı ülkelere ya da yabancı ülke kaynaklarından sağlarsa dış borç doğmaktadır. Buna göre; Türkiye’nin satışa çıkardığı tahvilleri Türkiye’de oturan yabancı uyruklular satın alırsa bu borç dış borç olmakta; buna karşılık, Türkiye’nin bir dış ülke piyasasında satışa çıkardığı borç senetlerini yabancı ülkelere oturan Türkler satın aldığı takdirde bu borç iç borç olmaktadır. Görüldüğü gibi, burada birinci halde ulusal ekonomi dışında bir ilişki doğmamakta, ikinci durumda ise, alacaklılar Türk olduğu halde, Türkiye ile bu ülkeler arasında bazı para transferi ve dış ödeme sorunları doğmaktadır. Bu nedenle, bu “alacaklının uyruğu” kıstası, yeterli ve tatmin edici değildir.

İkinci kıstas ise, birinciye kıyasla daha yeterli görünmektedir. Bu kıstas, “borcun sağlandığı piyasanın uyruğu”dur. Buna göre, borcun ulusal piyasadan mı yoksa uluslararası ya da dış piyasadan mı sağlandığına bakılmaktadır. Şüphesiz, ulusal piyasalardan sağlanan borçlar iç borç, yabancı piyasalardan alınanlar ise dış borçlardır. Birinciler ulusal para ile sağlandığı halde, ikinciler yabancı para ile sağlanır. Gerçekten, uluslararası ilişkiler yönünden önem arz eden bu kıstas, daha tatmin edici görünmektedir.

İç ve dış borç ayrımı, ulusal ekonomi üzerindeki etkileri yönüyle önem arz etmektedir. Uluslararası ekonomik ilişkilerin çok geliştiği günümüzde her ülkenin ekonomisi devletin kontrolü altında tutulmaktadır. Hiç kuşkusuz para transferlerinin ve diğer ödeme imkanlarının geniş ve kolay olduğu ülkeler için, iç ve dış borç ayrımının önemi bir ölçüde azalabilir. Bu durumda, iç borçlar, ülke sınırları içinde oturan kişi ve kuruluşların elinde bulundurdukları senetler olarak anlaşılacaktır. Bu bağlamda iç borç özel kesimden kamuya reel kaynak aktarmanın bir aracı olmaktan ziyade para yaratmanın bir ikamesi olarak düşünülür.¹⁰

Dış borçlar, ulusal ekonominin dış ödeme gücünü ve dış ödemeler dengesini etkilemektedir. İç borçlar için böyle bir etki ya hiç söz konusu olmamakta ya da dolaylı olarak söz konusu olmaktadır. İç borçlar milli para ile ödenecektir. Dış borçlar ise,

⁹ James M. Buchanan. **The Public Finances**, (Illinois: Richard D. Irving Inc., Homewood –1965), s. 378-380; Memduh Yaşa. **Devlet Borçları**, (İstanbul: Sermet Matbaası, 1971), s.65-66; İnce. a.g.e., s. 74-75.

¹⁰ James M. Buchanan. **Public Principles of Public Debt**. (Richard D. Irwin, Inc. Homevood, Illinois, 1958), s.129.

genellikle yabancı para ile ödeneceğinden alacaklı ülke ile borçlu ülke paraları arasındaki her değer değişmesi dış ödemeler üzerinde de etki yaratacaktır.

İç ve dış borçların milli gelirin miktarı ve oluşması yönüyle de farklı etkileri söz konusudur. Dış borçlar alındıkları zaman milli geliri artıran ek bir faktör oldukları halde iç borçlar milli gelirin bünyesi içinde bir el değiştirmeden farksızdır. İç borçlar, milli gelirin miktarı yönünden bir değişiklik yaratmazlar. Halbuki, dış borçlar alındıkları zaman milli geliri artıran ve buna karşılık geri ödenirken (ana para ve faiz olarak) azaltan bir etki yaparlar. Kısaca, alınırken ülkeyi zenginleştirici, fakat, ödenirken yoksullaştırıcı olurlar.

1.3. Dış Borçlanma Türleri

Dış borçlar kullanılma biçimine, borç kaynaklarına, borcu alan kuruluşun statüsüne, geri ödeme şekline ve vadelerine göre değişik şekillerde sınıflandırılabilir.¹¹

A. Kullanılış Biçimlerine Göre

- Proje ve Program Kredileri

Proje kredileri, belirli bir yatırımın gerçekleştirilmesine tahsis edilmiş ve yatırımın döviz ihtiyacını karşılamaya yönelik kredilerdir. Program kredileri ise belirli bir yılın dış finansman açığını kapatmak için kullanılan, belirli bir projeye bağlı olmayan genel finansman kredileridir.

- Serbest ve Bağlı Krediler

Serbest krediler, bir ülkenin diğer bir ülkeye sağladığı finansmanı döviz olarak ödemesi ve borçlanan ülkenin bu fonları istediği yerde ve şekilde kullanması durumunda söz konusu olur.

- Borç Ertelemesi ve Refinansman Kredileri

Borç erteleme, vadesi gelen borcun ödenmesinin ileriki yıllara bırakılmasıdır. Refinansman kredisi ise, vadesi gelen borcun ödenmesi için yeni kredi sağlanmasıdır. Refinansman ertelemeden farklı olup; borç vadesinde ödenmekte, ancak ödenen borç kadar yeni kredi açılmaktadır.

B. Borç Kaynaklarına Göre

- Devletlerarası Borçlanmalar

¹¹ Gülten Demir." Dış Borçlanma ve Türkiye'nin Dış Borçları Üzerine Bazı Gözlemler," Anadolu Üniversitesi İ.İ.B.F. Dergisi. Sayı 2, (Kasım-1998), s. 221-223.

Hükümetlerden, hükümetlerarası konsorsiyumlardan, Merkez Bankası dahil olmak üzere hükümet organlarından ve bağımsız kamu kuruluşlarından alınan krediler, devletlerarası borçlanmalar kapsamına girmektedir. Bu tür krediler genellikle uzun vadeli, düşük faizli ve uzunca süreli geri ödemesiz devreli kredilerdir. Ancak, bu kredilerin kullanım yerleri ve koşulları ile ilgili sınırlamalar getirilebilmektedir.

- Uluslararası Kuruluşlardan Borçlanmalar

Kuruluşuna ve sermayesine birden fazla ülkenin katıldığı ve ekonomik faaliyetlerinden birden fazla ülkenin yararlandığı kuruluşlar, uluslararası mali kuruluşlar olarak tanımlanabilir. Bu kuruluşların bir kısmı kısa ve orta vadeli, bir kısmı da uzun vadeli kredi sağlayan kuruluşlardır.

- Özel Kaynaklardan Borçlanmalar

Uluslararası kuruluşların, sağladıkları krediler karşılığında borçlu ülkelerin iktisadi politikalarını etkileme konusunda giderek artan müdahaleleri özel kredi kullanımını yaygınlaştırmaktadır. Bu tür kredilerin vadeleri kısa, faiz oranları yüksektir.

C. Borcu Alan Kuruluşun Statüsüne Göre

- Kamu Borçları

Devletin ve diğer kamu kuruluşlarının yaptıkları anlaşmalarla sağlanan borçlar kamu borçlarıdır.

- Özel Borçlar

Borçlanan ülkenin özel sektörünün yaptığı anlaşmalarla sağladıkları borçlar özel borçlardır. Ancak, bu ayırım kamu ve özel kesimin kullandıkları dış borç miktarını tam olarak göstermemektedir. Çünkü, kamu kesiminin yaptığı anlaşmalarla sağladıkları borçların bir bölümünün özel kesim tarafından kullanılması da söz konusu olabilmektedir.

D. Geri Ödeme Şekline Göre

- Dövizle Ödenecek Dış Borçlar

Bir ülkenin dış borcunun dövizle ödenmesi gereken kesimini ifade eder. Dış borçların çoğunluğu dövizle ödenmektedir.

- Yerli Parayla Ödenecek Borçlar

Bir ülkenin, kendi milli parasıyla ödeme koşuluyla sağladığı dış borçları ifade etmektedir.

E. Vadelerine Göre Borçlar

- Kısa Vadeli Borçlar

Vadesi birkaç aydan başlayarak en fazla üç yıl olan dış borçları ifade etmek için kullanılır.

- Orta ve Uzun Vadeli Borçlar

Vadesinin 1-3 yıldan başlayarak 10-15 yıla kadar olması halinde orta vadeli, 10-15 yıldan daha uzun olması halinde ise uzun vadeli borçlar söz konusudur.

F Senede Bağlı ve Senede Bağlı Olmayan Borçlar

Hükümet, kamu kuruluşları ya da özel kişilerin, uluslararası mali piyasalardan tahvil ihraç ederek borçlanmaları senede bağlı borçlanmalar olarak ifade edilebilir. Bu tip borçlanma çok yaygın olmamakla birlikte belediyeier tarafından proje finansmanı amacıyla kullanılmaktadır. Bunun dışında kalan borçlanmalar ise hükümetlerarası ikili anlaşmalar ya da çok taraflı uluslararası kuruluşlardan yapılmakta olan borçlanmalar olup senede bağlı olmayan borçlanmalar olarak sınıflandırılabilir.

Dünya Bankası, toplam borç stokunu vadeye, kreditora ve borçluya göre sınıflandırmaktadır. Toplam borç stoku kısa dönemli, uzun dönemli borçlar ve IMF kredileri olmak üzere başlıca üç kısma ayrılmaktadır.

Borçlu esas alınarak yapılan sınıflamada toplam dış borç stoku, özel garantisiz borçlar ile kamu ve kamu garantisinde olan borçlar olmak üzere iki kısma ayrılırken, kreditorler baz alınarak yapılan sınıflamada resmi ve özel kreditorler olmak üzere; toplam borç dış borç stokunun iki şekilde sağlandığı görülmektedir. Resmi kreditorlerden sağlanan borçlar tek taraflı ve çok taraflı olmak üzere ikiye ayrılmaktadır. “Çok taraflı” tabiri çok taraflı uluslararası finans kuruluşları tarafından sağlanan kredileri ifade ederken, “tek taraflı” tabiri devletlerarası ikili anlaşmalar çerçevesinde sağlanan kredileri ifade etmektedir. Diğer yandan, ticari bankalardan sağlanan çoğunlukla sendikasyon kredileri, sermaye piyasalarından sağlanan krediler ve diğer krediler olmak üzere üç şekilde özel kreditorlerden kredi sağlandığı görülmektedir (Bakınız Ek-1, Şekil 1).

1.4. Borçlanma Koşullarını Belirleyen Unsurlar ve Borçlanma Mekanizması

Belli bir dönemde akdedilen dış borç anlaşmaları ile ön görülen dış borçların, verimlilik ve maliyetini belirleyen unsurlara dış borçlanma koşulları denir . Bu unsurlar: ¹² faiz oranı, vade ve ödemesiz dönem ile bağış payından oluşur. Bu unsurlara bağlı olarak dış borç anlaşması düzenlenmektedir. Yeni fonların faiz oranları, vade ve ödemesiz dönem ile bağış payı .dış borcun maliyetini dolayısıyla verimliliğini belirlemektedir. Dış borçlanma maliyetini belirleyen en önemli unsurlardan biri dış borç faiz oranıdır. Dış borçlanma maliyeti faiz oranı ile doğru orantılıdır. Dış borç üzerindeki faiz oranı artarsa dış borçlanma koşulları ağırlaşır. En azından faiz oranına eşit bir verimlilik sağlanamıyorsa, ülke ekonomik kaynakları dış borçlanma sonucu azalacaktır.

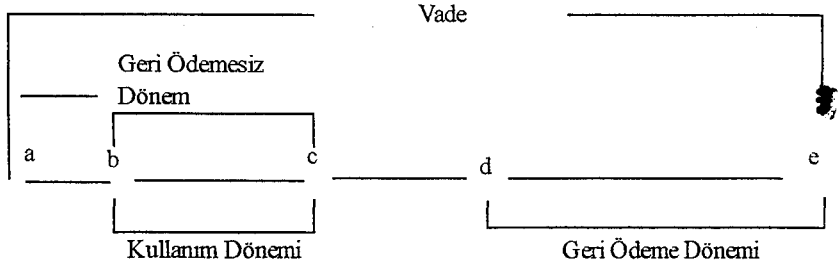
Dış borçlanma koşullarını belirleyen ikinci unsur, sözleşmeye konu olan dış borcun vadesidir. Vade dış borçlanma maliyeti ile ters orantılıdır. Vadenin kısa olması dış borcun verimliliğinin azalmasına, maliyetinin artmasına yol açar. Daha uzun vadeli borçlanmada, dış borçlanma ile finanse edilen yatırımlar tamamlanarak dış borç daha kolay servis edilebilir. Diğer yandan, dış borç geri ödeme süresinin uzun bir zamana yayılmasıyla ödeme yükümlülükleri hafifleyerek likidite sorunlarının oluşmasına meydan verilmeyebilir.

Dış borçlanma koşullarını belirleyen üçüncü unsur, “ödemesiz dönem”dir. Ödemesiz dönem, antlaşma ile elde edilen dış borçların kullanımlarına başlanan tarih ile dış borç anapara taksit ödemelerinin başladığı tarih arasında geçen süredir. Ödemesiz süre ne kadar kısa ise dış borçlanma koşulları o derece ağır olur. Diğer yandan, uzun bir geri ödemesiz dönem, uluslararası likidite bakımından, yatırımların tamamlanmasına olanak tanıyarak borçlu borcun servis edilmesi noktasında ülkeye rahatlık sağlar.

Dış borçlanma koşullarını belirleyen diğer bir unsur, dış borç “bağış payı”dır. Dış borç bağış payı, mevcut bir dış borcun bugünkü değere indirgenmiş tutarının yüzdesi olarak ifade edilir. Diğer bir ifadeyle, bağış payı, dış borcun bugünkü değere indirgenmiş tutarından, gelecekte geri ödemesi yapılacak anapara ve faiz tutarlarının belirli bir iskonto oranı – genel olarak %10- kullanılarak iskonto edilmiş bugünkü değerlerinin çıkarılması ile elde edilir. Bağış payı, borçlanmanın genel maliyetinin ölçümünde bir araç olarak

¹² Türkmen Derdiyok. **Türkiye’de Dış Borç Yönetimi.** (Ankara: T. C. Başbakanlık Hazine ve Dış Ticaret Müsteşarlığı Araştırma ve İnceleme Dizisi No: 21, Doktora Tezi, 1993), s. 17.

kullanılmakta ve %25 ve daha yukarı bağış payına sahip bir borç, imtiyazlı bir borç olarak kabul edilmektedir. Bağış payı, faiz oranı ile ters, vade ile doğru orantılıdır.



Kaynak: Mehmet Akçay, "Türkiye'nin Dış Borç Yönetim Sistemi", TCMB Üç Aylık Bülteni, (Ekim-Aralık), 1988, s.43.

Şekil 2: Dış Borçların Genel İşleyiş Mekanizması

Dış borçların işleyiş mekanizması farklılıklar göstermekle birlikte genel olarak bir dış kredinin alındığı tarihten geri ödemenin tamamlandığı tarihe kadar geçen evreler şekil 2 ile gösterilebilir.¹³

Şekil 2'de yer alan (a), borçlu kuruluş ya da ülke ile alacaklı ve/veya alacaklılar arasında yapılan kredi anlaşmasının tarihini göstermektedir. (b), sağlanan kredinin ilk kullanım tarihidir. Bu tarih, kredinin ilk diliminin kullanıldığı tarihi de ifade etmektedir. Bu tarih aynı zamanda borç stokunun başladığı ve faiz hesaplamasında da baz alınan tarihtir. (c), kredinin son kullanım tarihidir. Bu tarih kredinin son diliminin kullanıldığı tarihi göstermektedir. (d), ilk ana para ödeme tarihidir. (e), son ana para geri ödeme tarihidir. Bu tarih aynı zamanda krediye ilişkin borç stokunun sona erdiği tarihtir.

İşleyiş bakımından hemen hemen bir çok krediye, yukarıda açıklanan mekanizma uygulanmaktadır. Eğer bir dış kredi, nakit (cash credit) olarak anlaşmanın imzalanmasından hemen sonra ve bir defada kullanılıyor ise, bu durumda kredinin anlaşma tarihi ilk ve son kullanım tarihi olmaktadır. Öngörülen kullanım tarihleri proje kredilerinde büyük önem arz etmektedir. Kredinin ilk faiz ödemesi de bu tarihten sonraki dönem için ilk kullanım tarihi esas alınarak hesaplanmaktadır.

¹³ Mehmet Akçay. "Türkiye'nin Dış Borç Yönetim Sistemi ". TCMB Üç Aylık Bülteni, (Ekim- Aralık, 1988), s. 43.

2. DIŞ BORÇ SÜRDÜRÜLEBİLİRLİĞİ

Ülkeler borçlanırken zamanlararası bütçe kısıtı ile karşı karşıyadırlar. Zamanlararası bütçe kısıtı teknik anlamda sürdürülebilirlik ölçüsü olarak kabul edilen geri ödeme yeteneği kavramı ile açıklanabilir. Geri ödeme yeteneği, gelecek cari hesap fazlalıklarının hali hazır değerinin ülkenin mevcut net dış borç yükümlülüklerinin değeriine eşit olmasını gerektirmektedir. Bir başka ifadeyle ülke dış borç yükümlülüklerini tam olarak geri yerine getirmek için yeterli gelir elde edebilmelidir.¹⁴ Bu bütçe kısıtının ihlal edilmesi, dış borç (veya kamu borç) stokunun artış oranının ekonominin büyüme oranından büyük olması demektir. Böyle bir borçlanma yapısını uzun süre sürdürmek mümkün değildir. Bu nedenle dış borç stokunun büyüme oranının en fazla ulusal gelirin büyüme oranı kadar olması gerekir.¹⁵

Pratikte borçların sürdürülemez duruma gelmesi teknik olarak sürdürülemezlik noktasına ulaşılmasından daha önce gerçekleşir. Borç stoku o kadar hızlı artar ki, ülke mevcut geliri ile borç servisini gerçekleştiremez duruma gelir. Böyle bir durumda borç krizi ile karşılaşılması kaçınılmazdır. Bu durumda, borç anapara ve faiz ödemelerini gerçekleştirmek için yeni borçlanmalara gidilebilir. Fakat bu alternatif her zaman açık değildir, çünkü borçların sürdürülebilir olmadığına kanaat getiren finans kaynakları yeni borçlanmalara sıcak bakmayacaklardır. Borçların yeni borçlarla ödenme aşamasına gelmesi Ponzi oyununa¹⁶ girilmesi demektir ki, sonunda bu sistemin çökmesi kaçınılmazdır.

Gelişmekte olan bir ülke borç ödeme kapasitesinde uygun bir artış yaratamazsa, dış borçlanmanın zararlı olabilmesi mümkündür. Borç sürdürülebilirliği için bir temel oluşturan geri ödeme kapasitesi ve borçlanma arasındaki ilişkiyi çeşitli faktörler etkilemektedir. Kuramsal olarak, geri ödeme kapasitesi ve borç kavramları net değer düşüncesi, çerçevesinde birleştirilebilir. Net değer düşüncesi gelecek birincil bütçe

¹⁴ Tim Callen and Paul Cashin. "Assessing External Sustainability in India". *IMF Working Paper*, (WP/99/181, 1999), s. 8.

¹⁵ Erdal Özmen and Çiğdem İzgi Koğar. "Sustainability of Budget Deficits in Turkey with a Structural Shift" *METU Studies in Development*, 25(1), (1998). s 108.

¹⁶ Charles Ponzi 1920 lerde ABD'de insanların paralarını 90 günde ikiye katlayacakları vaadiyle toplamıştı. Bu vaadini uzun süre gerçekleştirdi. Yeni yatırımcıların paraları ile vadesi gelen ödemeleri yapıyordu. Ne var ki yeni para girişi ödemelere göre yavaşlayınca bütün sistemi çöktü ve dolandırıcılık suçundan mahkum oldu.

fazlalıklarının hali hazır değerinden kamu borç servis yükümlülüklerinin hali hazır değerinin farkı olarak tanımlanır. Özellikle, dış borç sürdürülebilirliğine ilişkin, net değer kavramı, faiz dışı cari hesap fazlalıklarının hali hazır değerinden dış borç servis yükümlülüklerinin hali hazır değerinin farkı olarak tanımlanır. Bununla birlikte, zamanlararası bütçe kısıtı altında, açıkların tamamen fazlalıklar ile dengelenmek zorunda olması, pratik amaçlar için pek kullanışlı değildir. Özellikle, bu şartın sağlanamadığı gelişmekte olan ülkelerde, gelecek bazı dönemler için açıkların süreklilik göstermesi beklenir. Bu nedenle, gelecek fazlalıklarının doğal olarak belirsiz olması nedeniyle, borç sürdürülebilirliğine, borç ödeme kapasitesi ölçümü ile nispi borç değerlendirmesi belirlenerek erişilebilir. Bu bağlamda, borç sürdürülebilirliği, bir ülkenin gelir ve harcama dengesinde büyük bir düzeltmeye ihtiyaç duymaksızın mevcut ve gelecekteki borç servis yükümlülüklerini karşılama kapasitesine sahip olduğu bir durum olarak tanımlanır.¹⁷

2.1. Sürdürülebilirliğe İlişkin Temel Kavramlar

Sürdürülebilirlik bir anlamda, ülkenin dış yükümlülüklerini yerine getirme kabiliyetidir. Sürdürülebilirlik: geri ödeme yeteneği(solvency) ve likidite (liquidity) kavramları ile açıklanmaktadır. Geri ödeme yeteneği, bir ülkenin uzun dönemde dış yükümlülüklerini tam olarak karşılama yeteneği iken, likidite, bir ülkenin acil dış yükümlülüklerini karşılama yeteneği olarak tanımlanır.¹⁸

Dış Borç Ödeme Yeteneği

Geri ödeme yeteneğini bir ülkenin dış borçlarını düzenli bir şekilde geri ödeme kapasitesi olarak tanımlayabiliriz. Teorik olarak, ülkenin yeniden borçlanabileceği varsayımı altında dış borç faiz ödemelerinin net bugünkü değeri, ödemeler dengesindeki net ihracatın net bugünkü değerini geçmiyorsa “ülke geri ödeme yeteneğine sahiptir” denir. Gerçekte ise ülkeler bu sınıra gelmeden çok önce borçlarını ödemeyi durdururlar. Bu nokta, borçları ödemenin ülkenin iktisadi ve sosyal hedefleri açısından çok maliyetli

¹⁷ Christina Daseking. “Debt: Much Is Too Much?”, *Finance and Development*, Vol 39, No 4, (December-2002), s.12.

¹⁸ <http://www.eurodad.org/glossary/default.aspx> (29/01/2003).

olduğunun düşünöldüğü yerdir. Bu nedenle gerçek sınır, teorik makroekonomik ödeme kapasitesinden çok, ülkenin dış borçlarını ödeme isteğidir.

Ödeme yeteneği analizinde kamu ve özel sektör borçları ayrı ayrı değerlendirilmelidir. Kamunun borçlarını ödemeyi durdurması gibi bir ihtimal söz konusu ise, ülkedeki bütün sektörlerle dışarıdan sermaye akışı kesilecektir. Bunun başlıca sebebi hükümetin moratoryum¹⁹ ilan etmesi ve döviz kısıtlamaları getirmesi ihtimalleridir.

Bir ülkenin borç ödeme yeteneğinin devamı ile harcamalarının bugünkü değere indirgenmiş gelirlerini aşmaması gerekir. Özetle borçların kontrolü ağırlıklı olarak cari işlemler açığını kontrol altına almaktan geçmektedir. Marjinal tasarruf eğilimi, sermaye/hasıla oranı, marjinal ithalat eğilimi, dış ticaret esneklikleri, ihracat hacmi ve reel döviz kuru bir ülkenin borç ödeme yeteneğini belirleyen temel etmenlerdir.²⁰

Dış borçlarla ilgili gelecekte ödeme sorunları ile karşılaşmamak için marjinal tasarruf eğiliminin artması gerekmektedir. Çünkü bu artış gerçekleşmezse, iç tüketimdeki artışlar, üretimdeki artışları emeyeğinden, dış ticaret arzının esnekliği düşük olur ve bu durumda tasarruf açığı azalmayacağı gibi ihraç edilecek ürün miktarında artış söz konusu olmaz.²¹

Dış borç ödeme yeteneğini belirleyen etmenlerden biri de yatırımların etkinliğini belirleyen sermaye/hasıla oranıdır. Bu oran düşerse, yani, belli bir yatırım hacminin sağlayacağı gelir miktarı artarsa, tasarruf açığını azaltıcı yönde bir etki meydana gelir ve dış kaynaklara olan ihtiyaç azalır.

İthalat ve ihracat hacimlerinin nispi artış hızları da borç yükünü, dolayısıyla borç ödeme yeteneğini etkilemektedir. İthalat ve ihracatın miktarını belirleyen temel değişkenlerse, reel döviz kurları ve dış ticaret esneklikleridir. Bu değişkenlere bağlı olarak ihracat ithalat hacmini karşılayacak düzeye yükselirse, borç yükü azalır ve yeniden borçlanmaya gerek kalmaz.

¹⁹ Vadesi gelmiş borçların yasa, mahkeme kararı, borçlu ve alacaklı arasındaki anlaşma veya borçlunun tek taraflı kararı ile ertelenmesi işlemidir.

²⁰ Demir. a.g.e., s. 224.

²¹ Aynı. s. 224.

Likidite Sorunu

Likidite sorunu, bir birimin geri ödeme yeteneği koşulunu sağlayıp sağlayamadığı ile ilgili olarak, likit varlıklarının veya mevcut finansmanının vadesi gelen yükümlülüklerini çevirmeye veya karşılamaya yetersiz olması durumunda söz konusu olmaktadır. Bir başka ifadeyle, eldeki mevcut likit varlıkların, vadesi gelen borç servisini gerçekleştirmeye imkan vermeyecek kadar azalması durumuna likidite sorunu denir. Likidite sorunu genellikle ödeme yeteneğinin kaybedildiği veya ödeme isteğinin olmadığı şartlarda ortaya çıkar. Bununla birlikte, likidite sorununun geri ödeme yeteneği sorunundan bağımsız olarak ortaya çıkması da mümkündür. Likidite sorununun artan faiz oranları sonucu ortaya çıkması nedeniyle geri ödeme yeteneği ve likidite arasındaki ayırım belirsizdir. Artık finanslamanın mümkün olmadığı sınır durumunda faiz oranları kuramsal olarak sonsuz olur ve birim de geri ödeme yeteneği sorunu ortaya çıkar.²²

Bir ülkenin ithalat ve dış borç servis ödemeleri için gerekli olan dövizler; ihracat ve yeni borçlanmalarla sağlanmaktadır. Likidite sorunları ihracat gelirlerindeki hızlı bir düşüş, veya faiz oranları ya da ithal fiyatlarındaki hızlı bir yükseliş sonucunda ortaya çıkabilir. Ayrıca borçların vade yapıları, borçlanmanın cinsi (yabancı para cinsinden), faiz oranları ve varlıkların likidite dereceleri de likidite krizlerinin önemli sebeplerindendir

2.2. Dış Borç Sürdürülebilirliğinin Belirleyicileri

Bir ülkenin büyüme hedefini değiştirmeksizin ve gecikmiş borçlarını biriktirmeksizin ya da borcunu yeniden yapılandırmaya başvurmaksızın cari ve gelecekteki dış borç yükümlülüklerini karşılama istek ve yeteneğine sahip olması halinde dış borç sürdürülebilirliğine eriştiği söylenebilir. Ağır borçlu ülkeler için sürdürülebilirlik ölçülerini esas alan bu tanım geniş bir gelişme perspektifi açısından oldukça dardır. Söz konusu tanım ne mali sürdürülebilirlik açısından önem arz eden yurtiçi borç sorunlarını tanımlamayı, ne de borç servisi yapıldıktan sonra öncelikli gelişme programlarını belirlemek için kamu kaynaklarının yeterliliğini ölçmeyi hedefler. Sürdürülebilirlik göstergesi olarak kullanılan borç sürdürülebilirliğinin üç anahtar belirleyicisi

²² IMF. "Assessing Sustainability", *Staff Paper*, (Washington D.C., 2002), s. 5

bulunmaktadır. Bunlar²³: (1) mevcut borç stoku ve geri ödenme şartları; (2) söz konusu ülkenin mali ve dış geri ödeme kapasitesinin gelişimi, örneğin milli gelir, ihracat ve kamu gelirlerinin büyüme oranı; ve (3) yardım ve fonların kompozisyonu, büyümesi ve yeni dış finansmanın sağlanma şartlarıdır. Bir ülkenin dış şoklara karşı hassasiyeti ayrı bir faktör olmamasına karşın geri ödeme kapasitesindeki bozulmalar için önemli bir göstergedir.

Borç sürdürülebilirliğinin bu üç temel belirleyicisi hem birbirleriyle ve hem de iç ve dış politikalarla ilişkilidir. Mevcut borç stoku ve servis edilecek borç yükümlülüğü geçmiş politikaları yansıtır ve uzun dönemli borç sürdürülebilirliği için başlangıç noktasıdır. Mevcut borç stoku, söz konusu borcun ödenmesi için gelecek vergilemede belirli bir düzeyi gerektirecektir. Ağır bir vergi yükü yatırımlar üzerinde olumsuz etki yaratacaktır. Böylece gelişmeye yönelik harcamalar, yoksulluğu azaltma ve gelir dağılımını düzeltmek için mevcut kaynakları kullanma imkanı daralacaktır. Uzun dönemli sürdürülebilirlik için milli gelir, ihracat ve yeni dış finans akımlarının büyüme oranı uzun dönemli borç sürdürülebilirliğinin temel belirleyicileridir. Bunların büyümesi büyük ölçüde yürütülen ve gelecekte uygulanacak olan politikalara bağlıdır. İhracatın büyüme oranındaki artış genellikle gayri safi yurtiçi hasılda (GSYİH) artışa yol açacaktır. Böylece, GSYİH'deki artış, yeterli gelir toplama mekanizmalarının bulunması şartıyla kamu gelirlerinde artışa neden olacaktır. Benzer şekilde, yeni dış finansmanın sağlanma şartları, yatırım verimlerini etkilemesi nedeniyle gelecekteki büyüme ve vergileme üzerine dolaylı etki yapacaktır.

2.2.1. Sürdürülebilir Düzeyde İktisadi Büyümeyi Gerçekleştirme

Sürdürülebilir düzeyde iktisadi büyüme engelleyen sebepler ortadan kaldırıldığında ancak uzun dönemli borç sürdürülebilirliğine erişilebilecektir. İktisadi büyüme engelleyen temel sebepler: zayıf makro ekonomik idare, kötü yönetim, ihracat piyasalarına erişmeyi kısıtlayan koruyucu politikalar ve dış ticaret hadlerindeki bozulmalar olarak ifade edilebilir. Ağır borç yükü olan ülkeler uluslararası toplumun az gelişmiş ve gelişmekte olan üyeleridir. Bu ülkeler dar üretim ve ihracat tabanına sahiptirler. Uluslararası ticarete yüksek katma değer yaratan ürünler üretilmemektedir. Üretilen

²³ IMF And World Bank. "The Challenge of Maintaining Long-Term External Debt Sustainability". Staff Paper, World Bank, (Washington D. C., 2001), s. 4.

ürünler tarım ve tarıma dayalı sanayi ürünleridir. Bu üretim yapısı söz konusu ülkeleri dışsal şoklara karşı dayanıksız hale sokmaktadır. Bu durum çerçevesinde, piyasa şartlarında yapılan geçmiş borçlanma politikaları bu ülkelerin borç yükünü ağırlaştırmaktadır.

Ağır borçlu ülkelerin borç yükünü hafifletmeleri ve iktisadi - sosyal yapılarını düzeltmeleri için çok taraflı uluslararası kuruluşlar tarafından bu ülkelere uygun vadeli ve düşük faizli fon sağlanmaktadır. IMF (International Money Fund= Uluslararası para fonu) dış ödeme dengesizliklerinin giderilmesi amacıyla fon sağlayan kurumlardan biridir. Bu kapsamda, uluslararası kuruluşlar Ağır Borçlu Yoksul Ülkeler Girişimi (Heavily Indebted Poor Countries Initiative =HİPCI) çerçevesinde bu tip sorunlu ülkelere fon sağlamaktadırlar. HİPCI'in işleyiş mekanizması IMF destek düzenlemeleriyle hemen hemen aynıdır. Gerek IMF gerekse HİPCI, ilgili ülkelere fon sağlamadan önce söz konusu ülkelere sosyo-ekonomik yapılarını düzeltmeleri için belirli bir program uygulamalarını istemektedirler. Uygulanacak programın politik çatısının beş temel cephesi bulunmaktadır. Bunlar: ²⁴ makro ekonomik politikalar, yapısal politikalar, kamu sektörü idaresi ile ilgili düzenlemeler, idari ve piyasa kurumlarında düzenlemeler ve sosyal katılım olarak sıralanabilir.

Para, maliye ve döviz kuru politikalarını kapsayan makro ekonomik politikalar, ekonomik şoklar karşısında vaktinde ayarlamalarla iktisadi faaliyet için istikrarlı bir çevre yaratmaktadır. Yapısal politikalar; özel üretim ve yatırım için teşvikleri etkileyen çevre düzenlemeleri ile vergi, ticaret ve sektör politikalarını kapsamaktadır. Kamu sektörü kuruluşları altyapı ve sosyal hizmetler gibi özel sektöre tamamlayıcı hizmetler sağlamaktadırlar. Bu bakımdan kamu sektörü idaresinin iyi işlemesi iktisadi faaliyet açısından çok önemlidir. İdari ve piyasa kurumlarında yolsuzluğu azaltmak amacıyla düzenlemelere gidilmesi esastır. Bu düzenlemeler polis ve yargılama usulleri ile ilgili düzenlemeleri kapsamaktadır. Sosyal katılım, hükümet tarafından sağlanan sosyal hizmetlerin toplumun tüm kesimlerine dengeli olarak sağlanmasını ifade etmektedir. Bu kapsamda sosyal hizmetlerin, toplumun zayıf kesimini temsil eden düşük gelirli ve kadınlara dengeli sağlanması olarak çok önemlidir.²⁵

²⁴ Aynı. s. 6.

²⁵ Aynı. s.7.

Dış fon sağlamak için çok taraflı kuruluşlara uygulanacağı taahhüt edilen sos-ekonomik program, sürdürülebilir temelde iktisadi büyümeyi sağlamanın da ön koşuludur. Bu kapsamda mali politika uygulamaları önem arz etmektedir. Etkin bir borç yönetimi ancak kapsamlı bir mali politika dahilinde gerçekleştirilebilir. Özellikle, dış borç sürdürülebilirliği ile ilgili olan dış dengesizlikler çoğu kez mali dengesizliklerin bir sonucu olarak ortaya çıkmaktadır. Dış ödemeler kapasitesini artırmak için vergi reformunu içine alan mali konsolidasyon, dış borç sürdürülebilirliğine erişmede anahtar bir faktördür. Öngörülü bütçeleme ve kaynakların askeri harcamalar gibi üretken olmayan alanlardan büyümeyi artıran alanlara kanalize edilmesi, sürdürülebilir bir mali pozisyona da yardımcı olacaktır.

Aynı zamanda, uzun dönemli büyüme beklentilerini savaş, deprem gibi ön görülemeyen gelişmeler de etkilemektedir. Türkiye'nin siyasal açıdan istikrarsız bir bölgede bulunması ve iki büyük deprem geçirmiş olması gelecekteki büyümesini etkileyecektir.

Gelişmekte olan ülkelerde, özellikle Ağır borçlu yoksul ülkelerde (Heavily Indebted Poor Countries =HIPC) yatırımların verim oranları genellikle düşüktür. Gelişmekte olan ülkelerde uzun dönemli borç sürdürülebilirliğine erişme ve gelecekte borçlanma kapasitelerini artırmada bu ülkelerin düşük verimli olmasının altında yatan faktörlerin belirlenmesi hayati önem arz etmektedir. Özel sektörün canlılığı ve genişliği, etkinliğin önemli bir göstergesidir. Özel sektörün ekonomideki rolü, çoğu gelişmekte olan ülkelerde kamu sektörünün gerisinde kalmaktadır. Bu kapsamda özel sektörün ekonomideki ağırlığının artırılması verimlilik artışları bakımından büyük önem arz etmektedir.

2.2.2. Döviz Kuru Politikası ve Dış Açıklar

Döviz kurunun dış şoklara hassasiyetinin derecesi, bir ekonominin dış yükümlülüklerini sürdürme kabiliyetini etkileyebilir. Dış şoklardan çok fazla etkilenecek olan rijit bir döviz kuru rejimi dışsal krizleri hızlandıran spekülasyonların hedefi

haline gelebilir. Bu durumda, Reel döviz kurunun düzeyi sürdürülebilirliğin önemli bir göstergesidir.

Dış ticarete konu olan sektörlerdeki yüksek verimlilik artışları veya ticaret hadlerini ülke lehine çeviren şoklara bağlı olarak döviz kuru denge düzeyinden sapmakta, ulusal para aşırı değerlendirilmekte. Ülke toplam ithalatının önemli bir kısmını sermaye malları oluşturuyorsa ulusal paranın aşırı değerlendirilmesi arzulan bir durum olabilir.

Böyle durumlarda, aşırı değerli ulusal para yüksek faiz oranları ve/veya sermaye kontrollerinin varlığı ile yürütülecektir. Çünkü ulusal paranın aşırı değerlendirilmesi döviz açığı ile ilişkilidir. Döviz açığını gidermek için ülkenin para otoriteleri daraltıcı para politikası uygulayarak faiz oranlarını yüksek tutacaklardır. Faiz oranlarının dünya faiz oranlarının üzerinde olması durumunda ülkeye yabancı sermaye getirilerek döviz açığı giderilebilir. Uygulanan yüksek faiz oranları tasarruflarda artışa yol açarak, yurtdışı sakinlerin halihazırdaki tüketimlerini gelecek tüketimleri ile ikame yol açacaktır.²⁶

Tüketimdeki azalma iktisadi faaliyette azalmaya yol açacaktır. Diğer yandan aşırı değerli tutulan ulusal para birimi ticarete konu olan sektörlerin dünya fiyatlarından bağımsız fiyatlandırılmalarına neden olacaktır. Bütün bu etkiler döviz rezervlerinde azalmaya ve cari hesap açığının büyümesinde katkı sağlayacaktır. Döviz rezervlerinin erimesi, sermaye kaçışlarının cesaretlendirilerek devalüasyon beklentilerini tetikleyebilir.²⁷

Bir ülkenin dış borç dinamiği dış açıklarla yakından ilişkilidir. Bir ülkenin herhangi bir dönemdeki ödemeler dengesindeki açıklar, söz konusu dönemdeki faiz dışı cari hesap açığı, net yabancı sermaye girişi ve uluslararası rezervlerindeki değişimlere bağlı olarak belirlenmektedir. Bu bağlamda, dış ödeme açıklarının nedenleri uzun dönemli dış borç sürdürülebilirliğinin de temel belirleyicisidir.

Dış dengesizlik doğuran faktörler: yapısal nedenler, iktisadi dalgalanma ve geçici nedenler olarak ifade edilebilir.²⁸

²⁶ Gian Maria Milesi- Feretti and Assaf Razin. "Current Account Sustainability". *Princeton Studies in International Finance*, No. 81, (October- 1996), s. 24-25.

²⁷ Gian Maria Milesi- Feretti and Assaf Razin. "Sustainability of Persistent Current Account Deficits". *NBER, Working Paper*, No:5467, (Cambridge, February- 1996), s. 13.

²⁸ Halil Seyidoğlu. *Uluslararası İktisat, Teori Politika ve Uygulama*. Geliştirilmiş 13. Baskı. (İstanbul: Güzem Yayınları, 1999), s. 405-406.

Yapısal nedenler: Ekonominin bünyesinden kaynaklanan ve büyük bir bölümü enflasyon ve ona bağlı olarak ulusal paranın aşırı değerlenmesiyle ilgili olarak ortaya çıkan nedenlerdir.

Ulusal ekonomide uygulanan harcama genişletici politikalar (tüketim ve yatırım harcamalarının artırılması), hem ihraç, hem de ithal mallarına olan iç talebin yükselmesine yol açar. Bu da dış ödeme açıklarına yol açar veya mevcut açıkları daha da büyütür. Ayrıca, içeride fiyatlar artarken, merkez bankası müdahaleleriyle kurların aşırı yükselmesine izin verilmemesi, ulusal paranın aşırı değerlenmesiyle sonuçlanır. Aşırı değerlenme ise yabancı para cinsinden ihracatı pahalılaştırdığından ihracat gelirlerini azaltıcı, ulusal para cinsinden yabancı malları göreceli olarak ucuzlattığından ithalat talebi üzerinde uyarıcı etki yaparak cari işlemler açığının büyümesine neden olur.

Dış dengeyi etkileyen diğer bir faktör kalkınma hızıdır. Az gelişmiş ülkeler genellikle yeterli kalkınma hızına erişmek için, önemli miktarlarda makine, donatım ve ara malları ithal etmek zorundadırlar. Oysa bu ülkelerin döviz gelirleri, genellikle ihtiyaçlarına oranla sınırlıdır. Dolayısıyla kalkınma hızının göreceli olarak yükseltilmesi dış ödeme açıklarının ve dış borçların büyümesine neden olur.

İktisadi verimlikteki değişmelerle dış açık arasında önemli bir ilişki bulunmaktadır. Teknolojideki gerilik ve ekonomi yönetimindeki beceriksizlikler, uluslararası rekabeti güçleştirerek ihracat gelirlerinin azalmasına yol açar. İhracatın ithalatı karşılama oranının düşük olması başlı başına bir dış borç doğuran nedendir.

Bazı kritik hammaddeler yönünden aşırı derecede dışa bağımlı olunması da bir başka etkidir. Bu gibi ülkeler, kendi denetimleri dışında dünya hammadde fiyatlarında ortaya çıkabilecek artışlardan şiddetle etkilenirler. Dünya petrol buhranı sırasında az gelişmiş ülkelerin büyük dış açık ve dış borç sorunlarına saplanmaları bunun açık bir örneğidir.

İktisadi dalgalanma: İktisadi dalgalanmalar (economic cycles), ilgili ülkelerin dış denge durumları bakımından önemli sonuçlar doğurabilmektedir. Ulusal ekonomiden kaynaklanan bir dalgalanmanın genişleme aşamasında gelir ve harcamalar artıp fiyatlar yükseleceğinden ödemeler bilançosu açık verir. Daralma aşamasına girildiğinde, bu faktörlerde tersine bir gelişme görülür ve bir dış fazla sorunu ortaya çıkar. Eğer

dalgalanma sırasında ortaya çıkan bu açık ve fazlalar birbirini dengelemezse ülke ciddi dış ödeme sorunları içine sürüklenebilir.

Geçici faktörler: Dış dengeyi bozan bir grup gelişme de geçici (arızı, occasional) faktörler olarak ifade edilebilir. Bunlar beklenmedik şekilde ortaya çıkan ve ilgili ülkelerin denetimleri dışında kalan olay, durum veya faktörlerdir.

Bir kısmı kendi kendini giderici niteliktedir. Anormal koşullar ortadan kalınca dış denge üzerindeki baskılar da yok olur. Dünya hammadde fiyatlarındaki yükselme bu grupta düşünülebilir. Diğerleri ise daha köklü etkiler yaparlar. Petrol fiyatlarındaki şiddetli artışlar ithalatçı ülkelerin dış alım giderlerini doğrudan ve dolaylı olarak yükseltmiştir. Ayrıca kötü hava koşulları, su baskını, kuraklık, gibi vs. nedenlerle ihracatın beklenmedik biçimde azalması veya ithalatın beklenmedik biçimde artması da geçici nedenler arasında belirtilebilir.

2.2.3. Açıklık ve İhracat Dalgalanmaları

Açıklık, ihracatın GSYİH'ya oranı olarak tanımlanabilir. Dış borçluluğu azaltmak ve borcu servis etmek için, bir ülke döviz kaynağı olarak ticarete konu olan malların üretimine güvenmeye ihtiyaç duyar. Açıkça, geniş ihracat sektörü bulunan ülkeler dış borçlarını daha kolay servis edebilir. Çünkü borç servisi toplam ihracatlarının küçük bir kısmı ile gerçekleştirilebilecektir. Sermaye akımlarının kesilmesi durumunda dış borcu servis etme ihtiyacı sebebiyle döviz yaratmak için ülke, kaynaklarını ihracat sektörüne kanalize etme ihtiyacı duyar. Sektörlerarası kaynak aktarma, muhtemelen kapalı bir ekonomide daha maliyetli olacaktır. Çünkü bu kaynak aktarımı belirli bir süreçte gerçekleşebilmekte ve ithal girdilere bağlı olarak üretimlerini gerçekleştiren yurtdışı endüstriler üzerine ters etkileri ile, bir ithalat sıkıştırmasına neden olabilmektedir.²⁹

Ticarete konu olan malların kompozisyonu dış şoklara dayanıksızlığın en önemli göstergesidir. Mal fiyatlarındaki dalgalanmalar dar ihracat tabanına sahip olan ülkelerin

²⁹ Jeffrey D. Sach. "External Debt And Macroeconomic Performance in Latin America And East Asia". *Brookings Papers on Economic Activity*,2, (1985), s.523-564.

ticaret hadlerine büyük etki yapmaktadır. Ticaret hadlerindeki dalgalanmalar ekonominin dış borcu sürdürme kabiliyetini önemli ölçüde zayıflatabilir.

İhracat bir ülkenin dış borç servis kapasitesinin likit cephesinin önemli bir belirleyicisidir. Gelişmekte olan ülkelerin ödemeler dengesi hassasiyetinin en önemli unsuru ihracat kazançlarındaki istikrarsızlıktan kaynaklanmaktadır. İhracat kazançlarındaki kısa dönemli dalgalanmalar uluslararası talepteki azalmalara bağlı olarak ortaya çıkmaktadır. İhracat yetersizliğine bağlı olarak ihracatta dalgalanmalar olabilmektedir. Aynı zamanda, ihracat mallarına verilen teşvikleri ters yönde etkileyen yurtiçi politikalarda ihracat dalgalanmalarına neden olmaktadır. Dış borç servisi kapasitesi ile ilgili olarak ihracat dalgalanmaları iki önemli sorunu beraberinde getirmektedir. Bunlardan birincisi, söz konusu dalgalanma döneminin uzunluğunu ve şiddetini ölçmektir. İkincisi, ihracat kazançlarındaki azalmaların nasıl ölçüleceğidir. en yüksek nokta veya trendden sapmalar esas alınarak hesaplanmaktadır. Trendden aşağıya doğru sapmalar ortalamadan düşmeyi gösterir. Bununla birlikte, bu hesaplama tarzı en yüksekten en düşüğü kapsayan azalmanın tam etkisini vermez.³⁰

İhracat hasılatının kısa dönemde dalgalandığı ülkelerde, hükümetin dalgalanmayı önleyici ve dalgalanmayı tam olarak izleyen bir politika uygulaması durumunda, ihracatın yukarıya doğru dalgalandığı dönemlerde rezervler biriktirebilir. Bu biriktirilen rezervler kısa dönemli borç servisinin ihracatın azaldığı yıllar için sorunlarla karşılaşmadan servis edilmesini kolaylaştırır.

2.2.4. Finansal Yapı ve Dış Yükümlülüklerin Kompozisyonu

Gelişmekte olan ülkelerde finansal yapı zayıftır. Finansal aracılık faaliyetleri genellikle bankalar tarafından gerçekleştirilmektedir. Banka mevduatları, özel tasarrufun en önemli biçimini, banka fonları ise firmaların temel finansman kaynağını oluşturmaktadır. Finansal sistem kapsam ve nitelik itibarıyla gelişmemiş olması nedeniyle alternatif finansal aracı kurumları gelişmemiştir. Bundan dolayı rekabetin disiplin edici etkisi sınırlıdır. Gerek iç gerekse uluslararası mali akımlarda bankaların aracılık rolü önem arz etmektedir. Diğer finansal kurumlara göre bankaların merkez bankası veya hükümet

³⁰ Dragoslav Avramovic. *Economic Growth and External Debt*. (Baltimore: The John Hopkins Press, 1964), s. 14-15.

kefaleti altında tasfiye edilmesinin çok daha muhtemel olması gerçeği, banka ağırlıklı bir finansal sistemde risk alma davranışının daha fazla olduğu anlamına gelmektedir. Bankacılık sisteminin karşılaşacağı risk, kur değişimlerinden ortaya çıkar. Kurlardaki bir düşme bankacılık sisteminin elindeki döviz rezervlerinin ulusal para değerini kayba uğratar. Bunun gibi, kurlardaki bir yükselmeye banka sisteminin döviz yükümlüklerinin ulusal para değerini yükselterek yine zarara yol açar. Bu yüzden bankacılık sistemi döviz işlemlerinde ilkel hareket etmek zorundadırlar. Şayet bankacılık sistemi optimal döviz portföyü oluşturamazsa kur riski ile karşı karşıyadır.

Ulusal paranın iç ve dış değerini koruma, ulusal paranın hacim ve dolaşımını düzenleme, belirlenen esaslar ve sınırlar çerçevesinde banka sistemine kredi vermek, para arzını ve likiditesini kontrol etmek amacıyla açık piyasa işlemleri yapmak, ulusal para ile altın ve yabancı paralar arasındaki pariteyi belirlemek merkez bankasının görevleri arasındadır.³¹

Gelişmekte olan ülkelerde döviz kaynakları sınırlıdır. Merkez bankası görevleri gereği bankacılık sisteminin döviz açığını finanse etmek amacıyla finansal sisteme fon sağlayan birim olarak girdiğinde sınırlı uluslararası döviz rezervleri eriyecektir. Banka danışmanlığının olduğu zayıf finansal yapı, kreditorlerin denetlenmelerinin zayıf olduğu durumlarda bir ülkeyi dış şoklara karşı daha savunmasız ve ödemeler dengesi krizlerine daha dayanıksız yapacaktır.³²

Ödemeler dengesi yurt içinde yerleşiklerle yurt dışında yerleşik ekonomik birimler arasındaki mal ve hizmet ticaretiyle diğer ekonomik işlemleri gösterir. Yurt içindeki yerleşiklerle yurt dışında yerleşik ekonomik birimler arasındaki mal ve hizmet hareketleri ödemeler bilançosunda cari işlemler hesabında kayda alınır.

Uluslararası ekonomik işlemlerin diğer bir grubunu da sermaye ithal ve ihracı oluşturur. Bu işlemler ödemeler dengesinin sermaye hareketleri dengesine kaydedilir. Sermaye işlemleri genelde bir ülkedeki kişi ve kuruluşların yabancı bir ülkede yaptıkları fiziki yatırımlarla (üretim tesisleri, bina, arazi, v.s.), sınır ötesine aktarılan mali fonlardan (yabancı tahvil, hisse senedi, hazine bonusu vs. alım-satımı, yabancı bankalarında vadeli

³¹ Nur Keyder. *Para Teori Politika Uygulama* . (Geliştirilmiş 7. Baskı. Ankara: Bizim Büro Basımevi ,2000) , S. 46.

³² Gian Maria Milesi- Feretti And Assaf Razin."Current Account Sustainability". *Princeton Studies in International Finance* No. 81, (October- 1996). s. 23-24.

hesap açtırılması gibi) oluşur.³³ Sermaye işlemleri vadelerine göre kısa süreli ve uzun süreli, işlemi yapmanın kişiliğine göre resmi ve özel diye gruplandırılır.

Vadesi bir yıldan daha uzun olan sınır ötesi sermaye işlemleri uzun süreli sermaye işlemleri uzun süreli sermaye işlemleridir. Bunlar arasında, yabancıların ülkede yaptıkları ya da ulusal firmaların yurt dışında gerçekleştirdikleri doğrudan sermaye yatırımları önemli yer tutar. Yabancı tahvil ve hisse senetlerinin alım satımı gibi portföy yatırımları bu gruba girmektedir. Dünya Bankası veya IMF gibi uluslararası kuruluşların ülkeye açtıkları krediler veya diğer devletlerden alınan ya da onlara sağlanan krediler uzun süreli sermaye niteliğindedir. Vadesi bir yıla kadar olan özel ve resmi nitelikteki sermaye akımları ise kısa süreli sermaye akımlarını oluşturmaktadır. Kısa vadeli sermaye hareketlerinin dönüşüm hızı oldukça yüksektir.

Yabancı sermaye yatırımları, gelişmekte olan ülkeler için bir çeşit dış finansman etkisi yapmakta ve ekonomilerde dış borç yükünün ve döviz açığının hafiflemesine olanak sağlamaktadır. Çünkü çok uluslu şirket yatırımları, gelişmekte olan ülkelerin yaşadığı ödemeler dengesi açığını ve likidite sıkıntısını azaltan bir kaynak transferdir. Bu nedenle bir çeşit dış finansman aracı olarak kabul edilir. İhracat gelirleri ile transferlerden sağlanan gelirler, ithalat ve yabancılara yapılan net transferlerin toplamından fazla olması durumunda ödemeler dengesi pozitif yönde etkilenecektir. Buna göre, yabancı sermaye yatırımı, iç pazarın ötesinde ihracat olanağı sağlayan bir yatırım ise, ülkeye ithalat ikamesi ile dış finansman etkisi kazandırmış olmaktadır. Buna karşılık, yabancı sermaye yatırımı, salt iç pazara yönelik bir yatırım ise ve üretilen mal nedeniyle bir ithalat ikamesi sağlamıyorsa, bu yatırımın ödemeler dengesi üzerindeki olumsuzlukları daha da artırması söz konusu olabilecektir.³⁴

Cari işlemler hesabı açık veren ülkeler için sermaye hesabı fazlalıkları bir anlamda ülkenin dış yükümlülüklerini oluşturmaktadır. Dış yükümlülüklerin kompozisyonu, dış şoklara maruz kaldığında, ülkenin dayanıklılık kabiliyeti üzerinde etkiye sahip olabilmektedir. Genel olarak borç ve portföy yatırımlarının önemli bir kısmını oluşturan hisse senedi ile dış finansman sağlamanın arasındaki ayrım anlaşılabilir. Hisse senedi ile finanslama negatif şokların en azından bir kısmını emek için varlık fiyat ayarlamalarını

³³ Seyidoğlu, a.g.e., s.393-394.

³⁴ İnce, a.g.e., s.268.

mümkün kılmaktadır. Böylece, yükün bir kısmı yabancı yatırımcılara yüklenmektedir. Aksine, yabancı parayla borç finansmanı durumunda, ülke borcu geri ödememe durumlarında yükün çoğunu yüklenir. Varlıklar hususunda portföy yatırımı potansiyel olarak doğrudan yatırımlardan daha kısa süreli olmaktadır. Borca gelince, vade yapısı, para kompozisyonu ve faiz yapısı (sabit veya değişken) dışsal şoklara karşı dayanıklılığı etkilemektedir. Dışsal şok riskinin dayanıklılığı etkileme derecesi, borcun vadesinin kısıllığına, borcun sağlandığı yabancı para birimine ve değişken faize bağlı olarak artmaktadır.³⁵ Ülkenin borçları ağırlıklı belirli bir para biriminden oluşuyorsa o para biriminin yerli veya diğer yabancı paralar karşısında değer kazanması, kaybetmesi yerli para cinsinden borç stokunun artmasına ya da azalmasına neden olacaktır. Örneğin 1 \$lık borç döviz kuru 1 \$ = 1000000 TL iken ulusal para birimi 1000000TL iken döviz kuru 1\$=1500000 TL iken ulusal para birimi cinsinden 1500000 TL olacaktır. Döviz kurundaki artış veya ulusal paranın yabancı paralar karşısında değer yitirmesi ulusal para birimi cinsinden dış borç yükümlülüklerini artırmaktadır.

2.2. Cari işlemler Dinamiği ve Dış Borç

Gelişmekte olan ülkelerde dış borcun ve bunu idare etmenin zorluklarının en önemli nedeni ödemeler dengesinin cari işlemler açısından idare edilebilir büyüklükten çıkması olarak ifade edilmektedir. Böylece, sorun ödemeler dengesinden kaynaklanmakta ve döviz sorunu olarak ortaya çıkmaktadır.

Bir ülkenin dış borç düzeyinde bir yıl içinde ortaya çıkan artış veya azalış ile o ülkenin dış ödemeler dengesi hesaplarının cari işlemler kısmındaki açık veya fazlalık arasında yakın bir ilişki bulunmaktadır.

Dış borç düzeyindeki değişimler önemli ölçüde ekonominin geri ödeme yeteneğini belirlemektedir. Geri ödeme yeteneği kavramı açıklanırken standart muhasebe özdeşlikleri kullanılmaktadır. Geri ödeme yeteneği, bir bütün olarak ülkenin bütçe kısıtına uyduğu bir durum olarak tanımlanır. Bu bağlamda, ekonominin bütçe kısıtında, cari işlemler hesabı

³⁵ Gian Maria Milesi- Feretti And Assaf Razin. "Sustainability of Persistent Current Account Deficits".a.g.e., 12

hayati bir rol oynamaktadır. Çünkü cari işlemler hesabı ekonominin net dış varlık pozisyonundaki değişmeyi ölçmektedir.³⁶

Cari işlemler hesabı iki şekilde tanımlanmaktadır. Bunlardan ilkinde cari işlemler dengesi ödemeler bilançosu kayıtlarından elde edildiği şekilde, net mal ve hizmet ihracatı ile karşılıksız transferlerin toplamından oluşmaktadır. Cari işlemlerin elde edilmesinde ikinci yöntem ise milli gelir hesaplarının kullanılmasıdır.³⁷

Bu kapsamda mali denge ile cari işlemler arasındaki ilişki aşağıdaki özdeşlikler ile belirlenmektedir.³⁸

$$Y=GDP-rF \quad (1a)$$

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

$$A=C+I+G \quad (1c)$$

$$CA=X-M-rF \quad (1d)$$

Burada

Y=ulusal gelir

A= Yurtiçi harcamalar

CA= cari işlemler dengesi

rF= ödemeler bilançosu net faktör ödemeleri

C= tüketim harcamaları

I= kamu ve özel yatırım harcamaları

G=cari kamu tüketimi

(1a) No'lu eşitliğin içerisine (1b), (1c) ve (1d) No'lu eşitlikler ikame edilerek cari işlemler terimlerinde ifade edilirse,

³⁶ Gian Maria Milesi-Feretti and Assaf Razin, (February-1996), a.g.e., s.5.

³⁷ S.Tolga Tiryaki, "Cari İşlemler Hesabına Çeşitli Yaklaşımlar, Sürdürülebilirlik ve Türkiye Örneği", TCMB Araştırma Genel Müdürlüğü Çalışma Tebliği No: 8, (Temmuz, 2000), s.1.

³⁸ Hüseyin Şen. "The IMF And World Bank Approaches To Macro Economic Management In Developing Countries", (Yönetim ve Ekonomi, Celal Bayar University, Journal of Economics and Administrative Sciences, 1999, No 5), s. 369-370.

$$Y=A+CA \text{ ya da } CA=Y-A \quad (2)$$

elde edilir.

(2) No'lu eşitlik cari işlemler açığının ulusal tasarruf ve ulusal yatırım arasındaki farka eşit olduğunu gösterir. Ayrıca (2) No'lu eşitlik ulusal gelirin yurtiçi harcamaları aşması durumunda cari işlemler hesabının fazla vereceğini, ulusal gelirin yurtiçi harcamaların altında kalması durumunda ise cari işlemler hesabının açık vereceğini gösterir. (2) No'lu eşitlikten cari işlemler açığı ile yurtiçi toplam harcamalar arasında bir ilişki olduğu görülmektedir. Yurtiçi harcamaların ulusal gelire oranı azaltılarak cari işlemler veya ulusal gelirin yurtiçi harcamalara oranı artırılarak cari işlemler açığı azaltılabilir. Benzer şekilde uluslararası rezervlerdeki değişme cari işlemler hesabı ve yabancı sermaye girişlerinin toplamına eşit olur. Bu durumda,

$$\Delta R=CA+ \Delta K \text{ olacaktır.}$$

Burada

$$\Delta R= \text{uluslararası rezervlerdeki değişme}$$

$$\Delta K= \text{net sermaye girişlerindeki değişme}$$

Uluslararası rezervlerdeki değişmeyi veren $\Delta R=CA+ \Delta K$ ifadesi, (2) No'lu eşitliğin içerisine ikame edilirse,

$$\Delta R=Y-A+\Delta K \quad (3)$$

elde edilir.

(3) No'lu eşitlik yurtiçi harcamaların ulusal geliri aşan kısmının tamamen dış borçlanma ile finanse edilmemesi durumunda, net uluslararası rezervlerde bir azalma olacağını gösterir. Gelişmekte olan ülkelerde uluslararası rezervlerin sınırlı olması nedeniyle yurtiçi harcamaları bu tarzda finanse etmek oldukça zordur.

Cari işlemler hesabı ulusal gelirden yurtiçi tüketimin farkı, cari transferler, dış ticaret ve hizmetler dengesinin toplamı veya ulusal gelirden ulusal tasarrufun farkı olarak ifade edilebilir.³⁹ Ülke dünyanın geri kalanına karşı net kreditor (borçlu) durumdaysa bu haklar

³⁹ Jülide Yıldırım, "Current Account Imbalances and International Approach to the Balance of Payments", Dokuz Eylül Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü Dergisi, Cilt: 2, Sayı: 4 (2000), s.124.

yükümlülükler F(-F) olarak ifade edilebilir. Böyle bir durumdaki ülke bu haklar (yükümlülükler) karşılığında ya bir faiz ödemesi yapacak ya da faiz kazancı elde edecektir. Bu durumda, cari işlemler ülkenin net dış yükümlülüklerine ait net faiz ödemeleri ve ödemeler bilançosundaki net transferleri kapsayacak şekilde,

$$CA_t = NX_t + rF_t + TR_t \quad (4a)$$

$$= F_t - F_{t-1} \quad (4b)$$

$$= rF_{t-1} + TR_t + Y_t - C_t - I_t - G_t = I_t - S_t \quad (4c)$$

şeklinde ifade edilebilir.

(4a) No'lu eşitlikte $NX_t = (X_t - M_t)$ net ihracatı ifade etmektedir. F_t , bono, tahvil, hisse senedi, krediler ve fiziki sermayeyi içeren net dış varlıkları rF_t net dış varlıklardan sağlanan gelir, kısaca sermayenin net geliridir. rF = net faiz ve net kar transferlerinin toplamını ifade etmektedir. r_t uluslararası dünya faiz oranı veya getiri oranı olarak yorumlanmalıdır. Faiz dışı cari işlemler dengesi (CA_t - Net Faiz Geliri) olarak ifade edilebilir.

(4b) No'lu eşitlik net dış varlıklardaki (yükümlülükler) değişmeyi ifade eder. Eğer t döneminde cari işlemler açık veriyorsa F_t , F_{t-1} 'e göre daha düşüktür. Borçlu ülkelerde F_t içinde dış kredi ve tahvil gibi net finansal yükümlülükler, yabancı fiziki yatırımlara göre çok daha ağırlıklıdır.

(4c) No'lu eşitlikle ifade edilen yurtiçi tüketim ulusal gelirin altında ise iç tasarruf açığı, diğer bir ifade dış tasarruf söz konusudur. $rF_{t-1} + TR_t + Y_t$ toplamı ulusal geliri verir. $C_t + I_t + G_t$ ise toplam iç talebi ifade etmektedir. (4c) No'lu eşitliğin son kısmı $CA_t = I_t - S_t = (I_t^g - S_t^g) + (I_t^p - S_t^p)$ şeklinde ifade edildiğinde mali açık ve cari işlemler açığı arasındaki ilişkiyi verir. Burada p özel sektörü ve g ise kamu sektörünü göstermektedir. Özel sektörün tasarrufları yatırımlarına eşit olursa mali açık cari işlemler açığına eşit olacaktır.

(4 a,b,c) nolu eşitlik cari işlemler açığını üç farklı açıdan tanımlamaktadır. Birincisi, cari işlemler dengesinin açık vermesi halinde, NX_t ve/veya rF_t değişkenlerinin eksi olması nedeniyle bir döviz açığı olduğunu ifade eder. İkincisi, bu döviz açığı yurt dışından borçlanma ve/veya doğrudan yatırımlarla kapatılır. Bu durumda net dış yükümlülüklerde

bir artış söz konusudur. Üçüncüsü bir açık, yurt içinde kamu ve/veya özel kesimde bir harcama fazlası olduğunu, yani tasarruf açığı olduğunu ve bu açığın yurt içinde kapatılamadığını gösterir.⁴⁰

3. SÜRDÜRÜLEBİLİRLİK ANALİZLERİ

Geri ödeme yeteneği bir ekonominin hali hazır değer bütçe kısıtına göre tanımlanmaktadır. Genel anlamda, borcu servis etmek için ülkenin gelecekteki kaynaklarının beklenen hali hazır değeri, en azından ekonominin başlangıç borç stokunun itibari değerine eşitse ekonominin geri ödeme yeteneğine sahip olduğu ifade edilebilir. Bu şartlar altında, hükümet piyasa koşullarında borcunu servis edebilecektir. Böylece, geri ödeme yeteneği hükümetin beklenen mali planlarının hali hazır bütçe kısıtını sağlamasını gerektirmektedir.⁴¹ Bu anlamda, gelecek ticaret fazlalıklarının indirgenmiş hali hazır değerinin cari dış borçluluğuna eşit olması durumunda ekonominin geri ödeme yeteneğine sahip olduğu ifade edilir. Kamu finansı durumunda, geri ödeme yeteneği gelecek bütçe fazlalıklarının indirgenmiş hali hazır değerinin cari kamu borcuna eşit olmasını ima etmektedir. Geri ödeme yeteneği üzerine dayalı sürdürülebilirlik tanımı vergileme ve hükümet harcamaları ile yakın ilişkili olup mali dengesizlikler için oldukça basittir. Cari hesap dengesizliği durumunda sürdürülebilirlik tanımı daha karmaşıktır. Aktüel cari işlemler hesabı açıklarının fazla olup olmadığını değerlendiren bir standart elde etmek için kuramsal bir model kullanmak gereklidir.⁴² Çünkü dış sürdürülebilirlik dış yatırımcıların borç verme kararlarına ilaveten ülkedeki kamu ve özel birimlerin yatırım ve tasarruf kararları arasındaki etkileşimi kapsamaktadır.

3.1. Mali Sürdürülebilirlik Analizi

Sürdürülebilirliğe erişmede en pratik yaklaşım, sürdürülebilir mali politikadan sürdürülemez mali politikayı ayırt etmek için bir gösterge olarak artmayan hükümet

⁴⁰ Ercan Uygur, "Cari Açık Tartışmaları", *İktisat, İşletme ve Finans*, Sayı: 222, (Eylül 2004), s.7-8.

⁴¹ Pierre- Richard Agenor and Peter J. Montinel. *Development Macroeconomics*. (New Jersey : Princeton University Press, Princeton, 1996), s.126.

⁴² Faruk Selçuk. "Consumption Smoothing and the Current Account: Turkey's Experience, 1987-1995" *METU Studies in Development*, 24(4) (1996), s. 520.

borcunu kullanmaktır. Bununla birlikte, kuramsal literatür cari mali politikanın hükümetin geri ödeme yeteneğini tehdit etmeksizin uzak gelecekte yürütülüp yürütülemeyeceği üzerinde yoğunlaşmaktadır.

Mali sürdürülebilirliğin analitik tartışmaları temsili bir modeli başlangıç noktası olarak ele almaktadır.⁴³ Böyle bir modelde, hükümet hem zamanlararası bütçe kısıtını hem de her dönemde statik bütçe kısıtını gerçekleştirebilmektedir. Dış borçla ilgili şikayetler ile ilgilenilmeye hiç ihtiyacın olmadığı böyle bir modelin kapalı ekonomi versiyonunda parasal düşünceleri bir yana bırakırsak, statik bütçe kısıtı,

$$B_{t+1} = R_t B_t + D_t \quad (5)$$

ile ifade edilebilir. Burada, B_t başlangıç dönemindeki hükümet borç stokudur. $R_t = 1 + r_t$ t ve $t+1$ dönemleri arasında uygulanan indirgeme faktörüdür. D_t ise faiz dışı mali açıktır. (5) No'lu eşitlik çözülürse,

$$B_t = - \sum_{j=0}^{\infty} R(t, t+j)^{-1} D_{t+j} + \lim_{T \rightarrow \infty} R(t, t+T)^{-1} B_{t+T+1} \quad (6)$$

zamanlararası bütçe kısıtını verir. Burada, $R(t, t+j) = \prod_{k=0}^{\infty} R_{t+k}$ t ve $t+j$ dönemleri arasında

uygulanan iskonto faktörüdür. (6) No'lu eşitlikten sürdürülebilirlik (veya geri ödeme yeteneği) gelecek birincil bütçe fazlalıklarının hali hazır değeri, başlangıçtaki borç stoku ve nihai borç stokunun hali hazır değeri toplamını ile gelecek bütçe açıklarının hali hazır değerini aşmasını gerektirir. Nihai borç stokunun hali hazır değeri pozitifse, bir hükümet borçlanarak hem ana para hem de faiz ödemelerini her dönemde geri ödeyerek borcunu çevirse bile borç sonsuzda sifıra eşit olmaz.. Bir başka ifadeyle, böyle bir durumda hükümet ponzi oyununa düşecektir.

Borçlular açısından Ponzi oyununa düşmeme koşulu ya da kreditorler açısından transversality koşulu genel olarak uzun dönemde sürdürülebilirlikle eş anlamlı olarak kabul edilir.⁴⁴ Matematiksel bir terim olan transversality koşulu borcun faiz oranından daha fazla artmaması gerektiğini ifade eder. Aksi takdirde (6) No'lu eşitliğin sağ tarafındaki ikinci terim sifıra eşit olmaz ve hali hazır değer bütçe kısıtı sağlanamaz. Uzun dönemde

⁴³ Nigel Chalk and Richard Hemming. "Assessing Fiscal Sustainability in Theory And Practice", IMF Working Paper, WP/00/81, (2000), s.3-5.

⁴⁴ John T. Cuddington. "Analysing the Sustainability of Fiscal Deficits in Developing Countries". World Bank Policy Research Working Paper, #1784, (Washington D.C., 1996), s. 15-18

$D_t - D_{t-1} / D_{t-1} < r$ ise $\lim_{T \rightarrow \infty} R(t, t+T)^{-1} B_{t+T+1} = 0$ olacaktır. Bu transversality koşulunun borç sürdürülebilirliğindeki matematiksel ifadesidir. Mali politikann sürdürülebilirliğini hükümet kreditorlerinin davranışı (veya istekliliği) belirlemektedir. Ponzi oyununa düşmeme, transversality koşulunun, $\lim_{T \rightarrow \infty} R(t, t+T)^{-1} B_{t+T+1} \leq 0$, sağlanması gerektiğini ima etmektedir. Böylece, sürdürülebilir mali politika hali hazır değer bütçe kısıtının gereklerinin yerine getirilmesidir. Bu koşul,

$$B_t = - \sum_{j=0}^{\infty} R(t, t+j)^{-1} D_{t+j} \quad (7)$$

ile ifadesini bulur. Sürdürülebilirlik, bugünün cari hükümet borcunun, hali hazır değer terimlerindeki birincil açıkların gelecek birincil fazlalıklar ile dengelendiğinde cari borcun net birincil fazlalıklara eşit olmasının gerektirmektedir. Bir başka ifadeyle, halihazır değer borçlanma kısıtı sağlandığında borcun cari değeri, beklenen gelecek fazlalıkların hali hazır değerine eşit olur.⁴⁵ Hali hazır değer bütçe kısıtının en önemli sonucu söz konusu kısıta uymayı gerektiren gelecek birincil fazlalıklar uygulanabilir politika seçeneği oluşturduğu sürece ya yüksek bütçe açıkları ya da yüksek borca ilişkin olarak söz konusu kuralın dışına çıkılmamasıdır. Transversality koşulu borcun faiz oranından daha hızlı büyümemesi kısıtını koymaktadır. Yüksek faiz oranı uzun süre devam ederse, borç ekonomiden daha hızlı büyüyebilir ve sınırsız borç-çıkıtı oranı mümkün olabilir. Böyle bir olasılık makul değildir. Bundan dolayı, birincil mali fazlalıklar üzerine kısıt konması tartışılmaktadır. Çünkü hükümet ekonominin gelir yaratma kapasitesinden daha fazla kamu gelirlerini artıramaz. Bu durumda, $-D_{i+j} < \phi Y_{i+j}$ koşulu sağlanmalıdır. Burada, Y_{i+j} çıktı ve $\phi < 1$ dir. Bu durumda,

$$B_t < \sum_{j=0}^{\infty} R(t, t+j)^{-1} \phi Y_{i+j} \quad (8)$$

sürdürülebilirlik için gerekli koşuldur. Bu koşul, faiz oranının büyüme oranından daha büyük olması halinde, borç oranının sınırlandırılması gerektiğini ortaya koymaktadır.

Sürekli bütçe açıkları hali hazır değer bütçe kısıtı ile çelişirken, sürekli bütçe açıkları (faiz dahil) sürdürülebilir olabilir. Her dönemde borcun faiz maliyetinin bir

⁴⁵David W. Wilcox. "The Sustainability of Government Deficits: Implications of the Present Value Borrowing Constraint" *Journal of Money, Credit And Banking*, vol. 2, No. 3, (August-1989), s.293.

kısmını kapsayan küçük birincil fazla veren bir ülke bu anlamda borcunu çevirebilir. Her dönemde bütüncül açık (faiz dahil) olacak fakat borç faiz oranından daha az büyüyeceğinden borç sürdürülebilir kabul edilecektir. Hali hazır değer bütçe koşulu hükümetin birincil dengeyi sağladıktan sonra takip eden dönemde küçük birincil açık vermemesi gerektiğini ifade eder. Çünkü bu durum transversality koşulu ile çelişmektedir. Benzer şekilde, nispi olarak düşük faiz oranı ile büyüyen bir ekonomide, borç oranı giderek sifira düşer, aynı zamanda sürdürülebilir kabul edilir. Faiz oranının biraz üzerindeki bir oranda büyüyen borç şayet çıktının büyüme oranı borcun büyüme oranından daha büyükse transversality koşulu çiğnenmesine karşın borç azalma ile sonuçlanacaktır. Sonuç olarak, hali hazır değer bütçe kısıtı üzerine dayalı sürdürülebilirlik yargıları hükümet borç stoku, planlanan birincil fazlalıklar (açıklar) ve hükümet borcu üzerindeki faiz oranı hariç herhangi ekonomik değişkenlere başvurulmaksızın yapılmaktadır.

3.2. Dış Sürdürülebilirlik Analizi

Dış dengesizlikler için fon sağlayan IMF dış sürdürülebilirliğe hayli önem vermektedir. Dış sürdürülebilirliğin mantığı da mali sürdürülebilirliğe benzemektedir

Cari hesap açıkları ekonominin dış yükümlülükler stokunda bir artış anlamına gelirken, cari hesap fazlalıkları dış yükümlülükler stokunda bir azalış anlamına gelmektedir. Sürekli cari hesap dengesizliklerini değerlendirirken ekonominin dış yükümlülüklerini etkileyen faktörlerin dikkate alınması gerekmektedir. Cari hesap dengesizliği ile ülkenin borcunu geri ödeme yeteneği arasında önemli bir ilişki bulunmaktadır.⁴⁶

Reel yabancı para ile ifade edilen F_t ülkenin net dış borç yükümlülükleridir. TB_t reel yabancı para cinsinden ticaret dengesini göstermektedir. Net dış yükümlülükler,

$$F_{t+1} = R_t^* F_t - TB_t \quad (9)$$

ile ifade edilir. Burada, $R_t^* = 1 + r^*$ borcun hali hazır değerlerini elde etmek için kullanılan dünya faiz faktörüdür. Yüksek faiz oranı ülkenin borçluluğunu artırırken, pozitif bir ticaret dengesi dünyanın geri kalanına karşı ülkenin net borçluluğunda bir iyileşmeye yol açar. (9) No'lu eşitlik çözümlerse,

⁴⁶ Chalk And Hemming. a.g.e., s.21-22

$$F_t = \sum_{j=0}^{\infty} R^*(t, t+j)^{-1} TB_{t+j} + \lim_{T \rightarrow \infty} R^*(t, t+j)^{-1} F_{t+T+1} \quad (10)$$

ifadesi elde edilir. Burada, $R^*(t, t+j)^{-1} = \left(\prod_{k=0}^j R_{t+k}^* \right)$ Bu zamanlararası dış kısıttır. Bir

ülkenin borcunu çeviremediği durumlarda, yeni dış borçlanma ile borcunu servis edebilir. Bu kreditorlerin daima ülkeyi finanse edecekleri anlamına gelir. Halbuki böyle durumlarda kreditorlerin söz konusu ülkeye dış krediyi kesmeleri kendi refahlarını artıracaktır. Böyle bir durum ponzi oyununa girilmesi demektir ki bu bir denge sonucu olamaz. $\lim_{T \rightarrow \infty} R^*(t, t+j)^{-1} F_{t+T+1} = 0$ dış sürdürülebilirlik için denge koşuludur ve ülkenin net dış yükümlülüklerinin dış faiz oranından daha fazla büyüemeyeceği anlamına gelir. Bunun sürdürülebilirlik koşulu olarak konması,

$$F_t = \sum_{j=0}^{\infty} R^*(t, t+j)^{-1} TB_{t+j} \quad (11)$$

ile ifade edilir. (11) No'lu eşitlik bir ülkenin sadece net dış yükümlülüklerini servis etmek için beklenen hali hazır değer terimindeki dış ticaret fazlalıklarının yeteri kadar büyük olması halinde dış borcun sürdürülebilir olduğunu ifade etmektedir.

3.3. Mali ve Dış Sürdürülebilirlik Arasındaki İlişki

Dış sürdürülebilirlikle mali sürdürülebilirlik arasındaki bağlantı sistematik olarak incelenmemiştir. Bu ilişki İkiz açıklar (bütçe açığı ve cari hesap açığı) arasındaki ilişkiye benzer bir ilişkidir. Bununla birlikte, mali ve dış sürdürülebilirlik arasında bire bir ilişki söz konusu olmasa da, söz konusu sürdürülebilirlikler tamamen birbirlerinden bağımsız da değillerdir.

Söz konusu ilişkinin analizi ulusal gelir özdeşliği ile başlamaktadır.⁴⁷ Bu kapsamda ulusal gelir özdeşliği,

$$TB_t = -D_t + S_t - I_t \quad (12)$$

⁴⁷ Chalk And Hemming. a.g.e., s. 22.

ile ifade edilmiştir. Burada, D_t faiz dışı mali açık TB_t dış ticaret dengesi S_t özel tasarruf ve I_t özel yatırımdır. değişkenler aynı para birimi ile ifade edilir ve (12) No'lu eşitlik gelecek bütün dönemler için net bugünkü değer terimlerinde toplanırsa,

$$\sum_{j=0}^{\infty} R^*(t, t+j)^{-1} TB_{t+j} = -\sum_{j=0}^{\infty} R(t, t+j)^{-1} D_{t+j} + \sum_{j=0}^{\infty} R(t, t+j)^{-1} (S_{t+j} - I_{t+j}) \quad (13)$$

ifadesi elde edilir. (13) No'lu eşitlik; zamanlararası bütçe eşitliği (6) ve zamanlararası dış kısıt eşitliği (10) kullanılarak,

$$\begin{aligned} (F_t - \lim_{T \rightarrow \infty} R^*(t, t+j)^{-1} F_{t+T+1}) &= (B_t - \lim_{T \rightarrow \infty} R(t, t+T)^{-1} B_{t+T+1}) \\ &+ \sum_{j=0}^{\infty} R(t, t+j)^{-1} (S_{t+j} - I_{t+j}) \end{aligned} \quad (14)$$

şeklinde yeniden yazılabilir. Burada $R^*(t, t+j) = R(t, t+j)$ varsayımı yapılmıştır. Bu varsayım sermaye hareketlerinin oldukça yüksek olduğu büyük bir ekonomi için gerçeğe uygun gibi gözükür. Çünkü dış sürdürülebilirlik için değişkenlerin hali hazır değerleri bulunurken dünya faiz oranı olarak büyük ekonomilerin faiz oranları kullanılmaktadır. Hem mali hem de dış sürdürülebilirlik söz konusu olduğunda (14) No'lu eşitlik,

$$F_t = B_t + \sum_{j=0}^{\infty} R(t, t+j)^{-1} (S_{t+j} - I_{t+j}) \quad (15)$$

haline gelir. Öyle ki, net dış yükümlülükler hükümet borcundan daha büyükse, gelecekteki dış borç servisini karşılamak için net değer terimlerinde özel tasarrufların özel yatırımları aşması gerekmektedir.

Ekonomi mali açıdan sürdürülebilir fakat dış pozisyon sürdürülemez durumda ise, bu durum

$$F_t = B_t + \sum_{j=0}^{\infty} R(t, t+j)^{-1} (S_{t+j} - I_{t+j}) + \lim_{T \rightarrow \infty} R^*(t, t+T)^{-1} F_{t+T+1} \quad (16)$$

ile ifade edilir. Özel tasarruf dış borç servisini karşılamak için yetersizdir. Sonuç olarak, özel sektör net dış yükümlülükleri dış faiz oranından daha hızlı büyür. Örneğin özel sektör net dış yükümlülüklerini çevirebilmektedir. Dış borç servisi üzerine geri ödeyememe riski, makro ekonomik politikalarda bir değişme olması durumunda söz konusu olabilecektir.

Son olarak, dış pozisyon sürdürülebilir fakat mali politika sürdürülemez durumda ise, bu durum

$$F_t = B_t + \sum_{j=0}^{\infty} R(t, t+j)^{-1} (S_{t+j} - I_{t+j}) - \lim_{T \rightarrow \infty} R(t, t+T)^{-1} B_{t+T+1} \quad (17)$$

ile ifade edilir. Hükümet iç borçlanma ile açıklarını finanse etmektedir. Mali politikada bir değişiklik durumunda hükümet iç borç servisini yerine getiremeyecektir.

4. BORÇ SÜRDÜRÜLEBİLİRLİĞİNDE TEMEL YAKLAŞIMLAR

İktisadi teorinin amacı iktisadi sorunları tanımlama ve onları çözmek için modeller ve göstergeler önermektir. Günümüzde mali sürdürülebilirlik ve buna bağlı olarak dış borç, gelişmekte olan ülkelerin karşılaştığı temel sorunların başında gelmektedir. Gerek dış borç, gerekse mali sürdürülebilirlik analizlerinde temel iki yaklaşımın kullanıldığı gözlenmektedir: 1) Davranış temelli yaklaşım (the behaviour-based approach), 2) Borç temelli yaklaşım (the lender based approach).

4.1. Davranış Temelli Yaklaşım

IMF ve Dünya Bankası, esasen davranış temelli yaklaşımı benimsemiş görünmektedir. Söz konusu uluslararası kuruluşlar, bir ülkenin dış borç sürdürülebilirliğini, büyüme hedefini değiştirmeksizin ve gecikmiş borçlarını biriktirmeksizin ya da borcunu yeniden yapılandırmaya başvurmaksızın tam olarak cari ve gelecekteki dış borç yükümlülüklerini karşılama istek ve yeteneği olarak tanımlamaktadır. Bu sürdürülebilirlik davranışı borç verenden ziyade borçlananın davranışını esas almaktadır. Bu düşüncenin altında yatan temel varsayım şöyle tanımlanabilir. Şayet, borcun GSYİH'ya oranı istikrarlılık gösteriyorsa, borç sürdürülebilir olarak kabul edilmektedir. Borcun GSYİH'ya oranı artarsa ülke borcunu sürdürebilmek için fazlalıklar vermelidir.⁴⁸

Bu yaklaşımda net bugünkü değer kavramı ağırlıklı olarak kullanılmaktadır. Toplam dış borcun veya borç servisinin net bugünkü değeri; ihracat, GSYİH veya kamu

⁴⁸ Henning Bohn. "Behavior of U.S. Public Debt and Deficits". *Quarterly Journal of Economics*, Vol: 113 (August -1998), s. 949.

gelirlerine oranlanarak, uluslararası kriterler çerçevesinde belirlenen geri ödeme eşiklerine (thresholds of solvency) göre değerlendirilmektedir.

Bu görüşe göre, sürdürülemez borcun işareti bellidir. Dış borç bağıışı ya da dış borcu yeniden yapılandırma şeklinde bir borç güvencesi alan ülke aşırı borçlu durumdadır. Yani, cari borç düzeyi sürdürülemez durumdadır.

Davranış temelli yaklaşım ağırlıklı olarak düşük gelirli ülkeler için geliştirilmiş ve bu ülkelerin sürdürülebilirlik analizlerinde kullanılmıştır. HİPCI düşük gelirli ülkeler için sağlanan borç güvencesinin değerlendirilmesi amacıyla bir sürdürülebilirlik çatısı önermektedir. Bu çatıda, borç güvencesi borç stoku göstergeleri üzerine dayalıdır. Borç stoku göstergeleri çok açık ekonomiler için borcun NBD'nin ihracata oranı, borcun NBD'nin kamu gelirlerine oranı ve borç servis göstergeleri ile ifade edilmekte ve sadece bilgilendirici rol oynamaktadır. İleriye bakan bir bakış açısıyla borç sürdürülebilirliği çatısı tasarlamada, uygun göstergeler seti ve stres testleri daha iyi bilgi temelli ve daha tutarlı yargılar temelinde yapılacak çalışmalarla mümkündür.

Bu yaklaşım çerçevesinde, borç sürdürülebilirliği için nispi gösterge seçenekleri, ilgili borç kavramları ve spesifik ülke kısıtları ile riskleri de dikkate alan en uygun stres testleri açıklanmıştır.⁴⁹

Akım ve Stok Değişken Ayrımı

Hem borç stoku hem de borç servis göstergeleri ülkelerin borç yükü hususunda önemli bilgiler sağlarlar. Borç stoku göstergeleri genellikle potansiyel geri ödeme yeteneği meselelerini değerlendirmek için kullanılmaktadırlar. Ülkenin geri ödeme kapasitesi genişlemiyorsa, borç stoku göstergeleri ileriye dönük ödeme güçlükleri ve gelecek borç servis taahhütleri ile ilgili bilgi sağlarlar. Borç stoku göstergeleri toplam dış borç stokunun ülkenin dış ödeme kapasitesini belirleyen (gayrisafi yurtiçi hasıla, ihracat vb.) değişkenlerine oranlanarak elde edilirler. Borç anapara ve faiz ödemeleri toplamının gayrisafi yurtiçi hasıla, veya ihracata oranı olarak tanımlanan borç servis göstergeleri, kaynakların kamu harcamaları ve ithalat gibi alanlarda alternatif kullanımlarının borç

⁴⁹ Bu yaklaşımın bir modellemesi; Sebastian Edwards "Debt Relief And Mali Sustainability" NBER Working Paper WP 8939, aynı yazar "Debt Relief and Current Account" bulunmaktadır.

servisi sebebiyle kullanılmama genişliğini de dolaylı olarak ölçmektedir. Kaynakların ithalat, kamu harcamaları gibi alanlarda kullanılmama genişliği, özellikle piyasadan fon sağlama veya gelirlerini artırma kabiliyeti sınırlı olan ülkelerle ilgili olmakla birlikte dış yardımları kapsayacak şekilde fiili ve ileriye dönük net sermaye girişleri kapsamında yorumlanmalıdır. Sonuç olarak, özel sermaye elde edebilen ve /veya imtiyazlı olmayan koşullar ve değişken faiz oranlarında borçlanabilen düşük gelirli ülkelerde, borç servis göstergeleri borç çevirme riskini işaret etmesi bakımından faydalıdır. Düşük gelirli ülkelerin borçlarının genellikle uzun dönemli olması dolayısıyla, bu ülkelerin etkin kısıtlarını kapsamaması bakımından uygun ölçüler oldukları tartışılabilir. Diğer yandan, borç bütünüyle uzun vadeli ve geri ödemesiz dönemin borç servis göstergelerini orta vadede olduğundan düşük göstermesi söz konusudur. Bu durum düşük gelirli ülkelerde projeksiyon periyotları genişletilerek giderilmeye çalışılmaktadır. Ancak ileriye dönük yeni borçlanmalar ve analizde kullanılan (GSYİH, İhracat ve Kamu gelirleri) paydalarla ilgili belirsizlikler söz konusudur. Bununla birlikte, Mevcut borç üzerindeki gelecek yükümlülükleri kapsayan borç servis göstergeleri uzun dönemli kullanıldığında düşük gelirli ülkelerde gerekli borç sürdürülebilirlik ölçüleridir.⁵⁰

Net Bugünkü Değer ve Nominal Borç Stoku Ayrımı

Borcun net bugünkü değeri üzerine dayalı borç stoku göstergeleri gelecek borç servis ödemelerinin karşılaştırılması ve ölçümü amacıyla kullanıldığında, borcun itibari değeri üzerine dayalı göstergelerden daha anlamlı olmaktadır. Çünkü borcun net bu günkü değeri (NBD) üzerine dayalı göstergeler, sağlanan dış finansmanın uygun koşulluğunun derecesini yansıtır ve ülkeler arasında gelecekte beklenen borç servis yükünü daha doğru olarak ölçer.⁵¹ Uygun bir piyasa faiz oranı ile gelecek borç servis ödemeleri iskonto edilerek türetilen borcun NBD'si, belirli bir borç stokuna bağlı olarak ifade edilebilen borç servis yükünün toplam ölçümünü verir. Borçlu ülkeye maliyeti bakımından piyasa faiz oranları ile alınan fonların itibari değeri ile NBD'si aynı iken, % 100'lük imtiyaz içeren yardımların NBD'si sifıra eşit olmaktadır. Faiz oranı iskonto oranının altında olan

⁵⁰IMF. "Debt Sustainability in Low- Income Countries- Towards a Forward Looking Strategy". **IMF Staff Paper**, (2003), s. 18-19

⁵¹ Catherine Patillo, Helene Poirson and Luca Ricci. "External Debt And Growth". **IMF Working Paper**, **WP/02/69**, (2002), s.7.

imtiyazlı fonların NBD'si ise bu ikisi arasında olmaktadır.⁵² Şöyle ki uygun koşulu borcun vadesi ve geri ödemesiz süresi daha uzun, aynı zamanda faiz oranı ticari krediye göre düşük olmaktadır. Bu durumda uygun koşulu borç için yapılan borç servis yükümlülükleri aynı faiz oranı ile iskonto edildiğinde uygun koşulu borcun ticari borca nazaran NBD'si daha düşük olacaktır.

Kural olarak, iskonto oranı dünya faiz oranı olarak yorumlanmalıdır. Böylece NBD nominal borç stokunun ticari dengi olarak yorumlanabilir. Bu, diğer ülkelerle borç karşılaştırılmasına olanak sağlayacaktır.

Analizde Paydanın Önemi

Borç sürdürülebilirlik değerlendirmeleri, ülkenin geri ödeme kapasitesinin uygun ölçüleri ile ilişkilendirilerek borç veya borç servisine dayandırılmaktadır. Geri ödeme kapasitesi ölçüleri olarak genellikle mal ve hizmet ihracatı, GSYİH ve kamu gelirleri kullanılmaktadır. GSYİH ile ilişkilendirilen göstergeler geri ödeme kapasitesi bakımından bütün ekonomiyi dikkate alması dolayısıyla, kullanışlı bir borç sürdürülebilirlik ölçüsüdür. Bu gösterge genellikle mali ve/veya dış ayarlamalarla dış borç servis yükümlülüklerini karşılamak için düşük gelirli ülkelerden daha fazla çaba gösteren orta gelirli ülkelerde sürdürülebilirliği değerlendirmek için IMF tarafından yaygın bir biçimde kullanılmaktadır.⁵³ Bununla birlikte, düşük gelirli ülkelerde dış ve iç dengeyi etkileyen bir çok kısıtlıklar söz konusudur. Bu nedenle, alternatif paydalar borç sürdürülebilirliğini değerlendirmede büyük önem arz etmektedir. Bu kapsamda ihracat tabanı zayıf olan bu ülkelerde ihracatla ilişkilendirilen borç göstergelerinin önemi büyüktür.

Dayanıklılık ve Stres Testleri

Borç dinamiği tahmininde olası risklerin açık bir analizini tam olarak ortaya koymak mümkün görünmemektedir. Risk analizlerinde en uygun yöntem makro ekonomik projeksiyonlara güvenmektir. Projeksiyon belirsizlikleri, gelişme sürecinin doğal bir özelliği olmakla birlikte, ülkelerin maruz kaldığı dışsal şokları da yansıtmaktadır. Çoğu kez potansiyel şoklar, makro ekonomik değişkenler arasındaki etkileşimi hesaba katan açık

⁵²IMF. Debt Sustainability in Low- Income Countries- Towards a Forward Looking Strategy- 2003, a.g.e., s. 19.

⁵³ IMF.Assesing Sustainability. 2002. a.g.e., s. 27

alternatif senaryolarla analiz edilmektedir. Potansiyel şokların tamamına yakınına kapsayan senaryolar iyi bir analizin önemli kısmını oluşturmasına karşın, böylesine karmaşık risk analizleri yapmak oldukça güçtür. Uygulamada genellikle muhtemel şokların küçük fakat önemli bir kısmı kullanılarak analiz yapılmaktadır. Bu sebeple, ilgili değişkenlerin geniş bir setine uygulanan stres testleri kapsamlı bir borç sürdürülebilirliği değerlendirmesinin yapılabilmesi bakımından çok önemlidir. Ülkenin gelecekteki borç ödeme kapasitesini etkileyebilecek her türlü sosyal çalkantılar, siyasal veya iktisadi istikrarsızlıklar stres testleri kapsamında değerlendirilmektedir. Genel olarak dış borç sürdürülebilirliği değerlendirmelerinde kullanılmak üzere, dış borç dinamiğini belirleyen değişkenlerin (GSYİH, ihracat, cari işlemler, döviz kurları, faiz oranları vs.) tarihi ortalamaları ve bu ortalamaların bir veya iki standart sapmaları alınarak doğal bir stres testi seti oluşturulmakla birlikte, en iyi stres testi ülkenin kendi dinamikleri esas alınarak oluşturulmalıdır.

4.2. Borç Temelli Yaklaşım

Borç ödeme kapasitesi sorunu üzerinde duran diğer yaklaşım borç temelli yaklaşımdır. Davranış temelli yaklaşım borçlu ülkenin dış borcunu ödeme istek ve kabiliyetine ilişkin ekonomisinin karakteristikleri üzerine temellenirken, borç temelli yaklaşım borç verenlerin perspektifinden konuya baktığı gibi, borçlu ülkeye ilişkin dış finansman arzı ile de ilgilenir. Bu yaklaşıma göre, gelecekteki beklentilere göre borç verenler borçlu ülkenin (hem cari ve hem de mali hesap) açığını finanse etmeye devam ediyorsa, belirli bir düzeye kadar olan borç sürdürülebilir olarak tanımlanmaktadır. Bu yaklaşım daha çok ekonominin uzun dönemde cari işlemler ve birincil açıklar bakımından sürdürülebilir yolda olup olmadığının belirlenmesinde kullanılmaktadır.

Borç temelli yaklaşım iç ve dış borç sürdürülebilirliğinde kullanılan uzun dönemli dinamik bir yaklaşımdır. Model içerisinde yapılacak ufak tefek revizyonlarla amaca uygun olarak kullanılabilir. GSYİH'ya göre yurtiçi borcu analiz etmek için tipik bir çatı geliştirilerek, aynı model GSYİH veya ihracata göre dış kamu borcunun sürdürülebilirliğini ve değerlendirilmesini analiz etmek içinde kullanılabilir.

Şöyle bir tanımlama yapılarak modellemeye geçilebilir. Bir ekonomi, yurtiçi borç / GSYİH $\geq b_0$ oranında geçmişten borç miras almış olsun ve 1. dönemden başlayarak, bu ekonomi sabit reel faiz oranı, r ve sabit bir büyüme oranı n ile karakterize edilsin. Gelecekteki büyüme oranları ve faiz oranlarının kesinlikle bilindiği varsayılmaktadır. Buna ilaveten, hükümet açıklarının parasallaştırılmadığı varsayılmaktadır.⁵⁴ Son varsayım, borç verenlerin (lender) sonsuz bir ufukta zamanlararası faydalarını maksimum yapma isteği olarak tanımlansın.

Bu ekonomide, 1,2,3,...,T dönemlerinde bir tarafta GSYİH ve harcamalar arasında diğer tarafta GSYİH ve gelirler arasındaki oranlar sırasıyla $g_1, g_2, g_3, \dots, g_T$ ve $\tau_1, \tau_2, \tau_3, \dots, \tau_T$ ye eşit olsun. Dış borcun değişim kanunundan her dönemdeki borç düzeyi türetilir.⁵⁵ Şayet, GSYİH sabit ($n=0$) ise,

$$b_1 = g_1 - \tau_1 + (1+r)b_0$$

$$b_2 = g_2 - \tau_2 + (1+r)b_1 = \\ = g_2 - \tau_2 + (1+r)(g_1 - \tau_1) + (1+r)^2 b_0$$

$$b_3 = g_3 - \tau_3 + (1+r)(g_2 - \tau_2) + (1+r)^2(g_1 - \tau_1) + (1+r)^3 b_0$$

$$b_T = g_T - \tau_T + (1+r)(g_{T-1} - \tau_{T-1}) + \dots + (1+r)^{T-1}(g_1 - \tau_1) + (1+r)^T b_0$$

O zaman, her dönemdeki borç düzeyi son dönemdeki düzeyi + birikmiş faizler + (-) bu dönemde gerçekleşen birincil açıklara (fazla) eşit olur. Bu şekildeki b_T 'nin ifadesini yeniden,

$$b_T = \sum_{t=1}^T (g_t - \tau_t)(1+r)^{T-t} + (1+r)^T b_0 \quad (18)$$

şeklinde yazılabilir.

Böylece, T döneminin sonundaki borç düzeyi, T dönemleri için r oranda çoğalan başlangıçtaki borç düzeyi b_0 artı her dönemde ($t=1,2,\dots,T$) artan birincil açıkların (fazla) cebirsel toplamına eşit olur. Birincil açıkların (fazla) şimdiki değerini bilindiği varsayılırsa, b_T 'nin bugünkü değeri,

$$\frac{b_T}{(1+r)^T} = \sum_{t=1}^T \frac{g_t - \tau_t}{(1+r)^t} + b_0 \quad (19)$$

⁵⁴ Bu durum anti enflasyonist politika ile uyumludur

⁵⁵ Pietro Vertova and Marianna Belloc. "On Foreign Debt Sustainability of Developing Countries: Towards A Long Run Approach For Development", Working Paper, University of Siena, (Siena, 2001), s. 6-10.

ye eşit olacaktır. Bu durumda, ponzi oyununa düşmeme (NPG) koşulunu göre, $T \rightarrow \infty$ için $\frac{b_T}{(1+r)^T} \rightarrow 0$ olur. Yani ülke geri ödeme yeteneğine sahipse, uzun dönemde gelecek kamu

(veya) dış borcun hali hazır değeri sifıra eşit olmalıdır. Bir başka deyişle, ülke sonsuza kadar yeni borçlanmalarla dış (veya kamu) borcunun üzerindeki faiz ödemelerini gerçekleştiremez.⁵⁶ Öyle ki:

$$\sum_{t=1}^T \frac{g_t - \tau_t}{(1+r)^t} = b_0 \quad (20)$$

ponzi oyununa düşmeme (NPG) koşulu, kreditorün fayda maksimizasyon problemi olan transversality şartından gelmektedir. Yani, ponzi oyununa düşmeme (NPG) koşulu kreditorün optimal davranışının bir göstergesidir. Şöyle ki transversality koşulu kreditorler borçlunun borcunu ödemededen ölmesine izin vermezler ifadesi ile açıklanabilir.

(19) No'lu tanımsal eşitlik sabit üretim düzeyi ($n=0$) için zamanlararası bütçe kısıtını gösterir. Uzak geleceğe doğru planlanan ufuk genişlerken borcun halihazır değeri azaldığı sürece, finans literatürünün standart durumu söz konusudur. Bir varlığın (burada ülkenin borcu) onu oluşturan bütün hisselerin bütününün şimdiye indirgenmiş değerine eşit olur. (Burada τ -g, $t=1, \dots, T$ ile belirlenen gelecek borç sevisidir.) Borcun şimdiye indirgenmiş değeri onun temel değeri olarak ifade edilir. Şayet borç ikincil piyasada ticarete konu olursa, borcun piyasa değeri onun itibari değerine eşit olur.

Bütçe kısıtının tatmin edilmesinin gerekliliği para ve maliye politikaları üzerinde zayıf kısıtlar koymayı ön görmektedir. Ancak, projelenecek çıktı büyümesi reel faiz oranını aşarsa, hükümet borçlanarak birincil açığı sonsuza kadar çevirebilir ve borç yeni borçlanmalarla servis edilebilir.⁵⁷ Bir başka ifadeyle, Ponzi oyununa düşmeme (NPG) şartı borcun zamanla faiz oranından daha az oranda artması gerektiğini ifade eder. İktisadi görüş noktasında, Bunun anlamı, şayet hükümet borç servisini yerine getirmek isterse, borç sevisi tamamen yeni finansman ile (yeni yükümlülükler) yapılamaz. Bu kısıt sınırsız bir ufukta b_T 'nin 0'a doğru meyletmesi gerektiğini ifade eder. Bu cari borç düzeyinin pozitif hatta r 'den düşük bir oranda süresiz olarak büyüyebileceğini ifade eder. Başka bir deyişle,

⁵⁶Gülcan Önel. "An Analysis of Turkish Debt Sustainability: Test Intertemporal Sustainability Borrowing Constraints". METU Conference in Economics, Discussion Paper, (Dokuz Eylül University, Faculty of Business, İzmir, Turkey, 2003), s. 5.

⁵⁷ Guglielmo Maria Caporale. "Bubble Finance and Debt Sustainability: A Test of The Government's Intertemporal Budget Constraint". Applied Economics, (1995), 27, s. 1136.

bu şart bütün dönemlerdeki gelirlerin indirgenmiş toplamının borcun evvelki yoğunluğuna eşit bir miktar kadar harcamaların indirgenmiş toplamını aşması gerektiğini ifade eder. Bu bağlamda borca kanalize edilecek olan gelecekteki kaynakların beklenen bugünkü değeri, en azından, borç stokunun itibari değerine eşit olmalıdır. Bu şartlar altında, borçlu ülke piyasa şartlarında borcunu servis edebilecektir. Böylece, cari ödeme yeteneği (solvency) hükümetin gelecek mali planlarının şimdiki değer bütçe kısıtını tahmin etmesini gerektirir. Böylece, bu çatıda şayet pozitif bir borcun varlığı, sınırsız bir ufukta birincil fazlalıklar ile beraber gerçekleşirse sürdürülebilirliğe erişilebilir. Şayet, bu disiplin bozulursa, borç sürdürülemez hale gelecektir.

Şimdi gelirin pozitif büyüme oranı için ($n > 0$ için) tartışma geliştirilsin. (n 'in zaman itibariyle sabit olduğu varsayılmaktadır.) Böylece, (18) No'lu eşitlik

$$b_T = \sum_{t=1}^T (g_t - \tau_t) \left(\frac{1+r}{1+n} \right)^{T-t} + b_0 \left(\frac{1+r}{1+n} \right)^T \quad (21)$$

haline gelir.

Şayet, $n > r$ ise terim $b_T = b_0 \left(\frac{1+r}{1+n} \right)^T$ sürekli olarak azalır ve $T \rightarrow \infty$ için 0'a doğru meyleder. Böylece, bu durumda b_T 'nin değeri birincil dengeye bağlıdır ve geçmişten miras alınan borca bağlı değildir. Böylece, bu durumda birincil fazlalık elde etmek gerekli değildir. Başka bir deyişle, büyüme oranı faiz oranından büyükse evvelki borç herhangi bir sürdürülebilirlik sorunu yaratmaz.

Aksine, $n < r$ olduğu zaman sürdürülebilirlik sorunu vardır. ($n=0$, $n < r$ 'nin özel bir durumudur.) Bu durum, daha gerçekçi ve daha ilginç gibi gözükür. Birincil açıkların (fazla) değerlerinin bilindiği varsayımı yapılsın. Bu durumda, b_T 'nin bugünkü değeri

$$b_T \left(\frac{1+n}{1+r} \right)^T = \sum_{t=1}^T (g_t - \tau_t) \left(\frac{1+n}{1+r} \right)^t + b_0 \quad (22)$$

olur. Ponzi oyununa düşmeme (NPG) şartına göre: $T \rightarrow \infty$ için $b_T \left(\frac{1+n}{1+r} \right)^T \rightarrow 0$ olur.

Böylece,

$$\sum_{t=1}^{\infty} (\tau_t - g_t) \left(\frac{1+n}{1+r} \right)^t = b_0 \quad (23)$$

elde edilir. Bu eşitlik $0 < n < r$ olduğunda, zamanlararası bütçe kısıtını gösterir. Kamu sektörü yeni borç yükümlülüklerine başvurmadan borcunu servis edemez. Başlangıçtaki borcun varlığı yeterli birincil fazlalıklar elde etmeyi gerektirmektedir.

Aynı analitik çatı GSYİH veya ihracat ile dış borcun sürdürülebilirliğini analiz etmek için kullanılabilir. Birinci durumda, hipotez dış borcun tamamının kamunun olduğudur. Önceki modelle tek fark r 'nin reel dünya faiz oranını göstermesidir. İkinci durumda, r reel dünya faiz oranı ve n borçlu ülke ihracatının büyüme oranıdır.

Bu çatıyı dış borç sürdürülebilirliği sorununa uygulamanın en önemli sonucu, bütün dış borcun tam olarak geri ödenmesinin gerekmemesidir.

Dış borç ve ihracat arasındaki oranın değerlendirilmesini analiz etmek için evvelki çatı uygulamaya sokulsun. Öyleki, b_0 önceki dış borç / ihracat oranını gösterir. t dönemleri için ihracat X_t olarak tanımlanarak, gelecek bütün dönemler için geri ödemeleri sX_t ile tanımlansın (burada s bir sabit). Bütün geri ödemelerin şimdiki değeri miras alınan borç düzeyi B_0 'a eşit olur.

$$B_0 = sX_1/(1+r) + sX_2/(1+r)^2 + \dots + sX_t/(1+r)^t + \dots \quad (24)$$

(24) No'lu eşitlikle ifade edilen bu tanım (22) No'lu eşitlik ile ifade edilenle aynı koşuldur. Burada, r : reel dünya faiz oranı, n : borçlu ülkenin ihracatının büyüme oranı ve geri ödemelerin her yıl ihracatın sabit bir oranı olduğu varsayılmıştır. Burada s değeri

$$s = \frac{(r-n)B_0}{(1+n)X_0} \quad (25)$$

ifadesine eşit olacaktır.

4.3. Yaklaşımların Eksik Yönleri

Dünya Bankası ve IMF, bir ülke cari ve gelecekteki borç servis yükümlülüklerini geri ödemelerini biriktirmeksizin veya borcunu yeniden programlamaya başvurmaksızın

tam olarak karşılayabiliyorsa söz konusu ülkenin dış borcunu sürdürebilir olarak tanımlamaktadırlar. Zamanın tek bir noktasında belirli bir geri ödeme eşiği altında borcu azaltmanın gelecekteki borç servis sorunlarına karşı bir garanti sağlamayacağı noktasından hareketle, söz konusu tanım uzun dönemde dış borç sürdürülebilirliğini gerçekleştirmek için iktisadi büyümenin rolü ile bütünleştirilmektedir. Çünkü iktisadi büyüme borcu servis etmek için uzun dönemde gelir yaratma kapasitesini belirleyen en önemli faktördür..

Mevcut borç stoku, geri ödeme koşulları, ülkenin mali ve dış ödeme kapasitesinin gelişimi (ihracat, kamu gelirleri ve ulusal gelirin büyümesi) ve yeni dış finansman sağlanması borç sürdürülebilirliğinin temel belirleyicileri olarak ifade edilebilir. Bununla birlikte, bir ülkenin dış şoklara karşı dayanıksızlığının geri ödeme kapasitesindeki bozukluklar için önemli göstergeler olduğu düşünülür. Bir başka deyişle, borç sürdürülebilirliğine uzun dönemde sadece ve sadece çıktı, kamu gelirleri ve ihracatta yeterli artış sağlandığında erişilebilecektir.

Bir ülkenin mali ve dış ödeme kapasitesinin uzun dönemdeki gelişiminin dış borçluluğu değerlendirmede dışsal olmadığı görülmektedir. Böylece, dış geri ödeme kapasitesinin dinamiği, gelecek borç yığılmasının sürdürülebilir ya da sürdürülemez olup olmadığını belirlemektedir.

Dış transferler (net sermaye girişleri ve net faktör hizmetleri) ulusal gelir, kamu gelirleri ve ihracatın büyüme oranını etkilemektedir. Bu noktada, borç sürdürülebilirliğinin geleneksel ölçüleri anlamını yitirmektedir. Davranış temelli yaklaşım uzun dönemde borç sürdürülebilirliği için geri ödeme eşiklerini teklif etmektedir. Fakat, söz konusu eşikler belirli bir borç durumu ve borcun gelecek değerlendirmesi arasında herhangi bir ilişki önermemektedir.

Davranış temelli yaklaşım ulusal gelir, kamu gelirleri ve ihracatın büyüme oranı ile borçluluk arasındaki eş anlamlı ilişkileri dikkate almamaktadır. Bu yüzden, davranış temelli yaklaşımda kullanılan geri ödeme eşikleri geri ödeme eşiği söz konusu ilişkileri analiz etmek için kullanışlı değildir. Bir anlamda bu yaklaşım gereksiz tekrar analizidir. Borç temelli yaklaşım birbirleriyle eşanlı ilişki içerisinde bulunan temel faktörleri (faiz oranı, ihracat ve ulusal gelir v.b.) dışsal değişken olarak ele almaktadır. Sonuç olarak, büyüme

ve borçluluk arasında dışsal ilişki varsayımı yapması dolayısıyla yeterli olarak düşünülmemektedir⁵⁸.

4.3.1. Geri Ödeme Eşiklerinin Keyfiligi ve HİPCI

1996 yılında G-8 zirvesinde geliştirilen ve 1999'da genişletilen HİPCI, ağır borçlu ülkelerin dış borç yükünü sürdürülebilir düzeylere indirmek için çok taraflı kurumları içine alan uluslararası finans toplumu tarafından koordine edilecek faaliyetleri içeren bir taahhüt anlaşmasıdır. Borç sürdürülebilirliği göstergeleri ve kavramı hem uygun ülkelerin tanımlanması hem de uygun borç güvencesinin belirlenmesi açısından hayati önem arz etmektedir.

Uluslararası finansal kurumlar tarafından benimsenen davranış temelli yaklaşımını esas alan HİPCI borç sürdürülebilirliğini hem mali hem de dış durumla ilgili aşağıdaki göstergeleri esas alarak tanımlamaktadır. Orijinal çatıda borcun net bugünkü değerinin ihracata oranının % 200-250 veya daha az, borç servisinin net bu günkü değerinin ihracata oranının % 20-25 veya daha az olası halinde borç sürdürülebilir olarak tanımlanmaktadır. Özellikle geniş ihracat tabanına sahip açık ekonomiler için mali gösterge olarak borcun net bugünkü değerinin kamu gelirlerine oranının % 280 veya daha az olması gerekmektedir. Uygun ülkeler için borç güvencesi bu sürdürülebilirlik oranlarına erişmeyi hedeflemektedir.

1999 yılında yapılan Köln anlaşması ile HİPCI'nin kapsamı genişletilmiş ve geri ödeme eşikleri düşürülmüştür. Borcun net bugünkü değerinin ihracata oranı % 150 ve borç servisinin ihracata oranı % 15-20'ye düşürülmüştür. Üstelik, ihracatın GSYİH'ya oranı % 30'un üzerinde ve mali gelirlerin GSYİH'ya oranı % 15'in üzerindeyse borcun mali gelirlere oranı % 250 veya daha az olmalıdır.

IMF ve Dünya Bankası'nın bu hedefleri, analiz temeli olmaksızın keyfi bir şekilde uyguladığı yaygın bir biçimde iddia edilmektedir. Bir başka deyişle, söz konusu eşikler söz konusu kuruluşların genel anlamda belirli bir tarzını yansıtır.

Borçlananın davranışı temelinde geri ödeme eşiklerini belirlemenin tek yolu gelişmekte olan ülkelerin geçmiş tecrübelerinden bir kural çıkarmaktır. Söz konusu

⁵⁸ Vertova and Belloc. a.g.e., s. 13

sonuçlar, HIPC ülkeleri ile HIPC dışında kalan gelişmekte olan ülkelerin önceki yıllardaki borcun net bugünkü değeri- ihracat oranlarının karşılaştırılmasına dayandırılmıştır.⁵⁹ Bu analiz borç ve borç dışı geri ödemelerin geçmiş tecrübelerinden yararlanarak makul geri ödeme eşikleri bulmayı hedeflemekle birlikte bazı sınırlılıkları bulunmaktadır: Birincisi aktüel sonuçlar düşünülen zaman dönemine bağlı olarak değişmektedir. İkincisi, ülkelerin belirli borç düzeyini yönetme kabiliyetleri farklıdır. Bununla birlikte, tarih borçlu ve alacaklı arasındaki ilişkinin bir sonucudur. Borcu gelecek geri ödeme istek ve kabiliyeti noktasında borçlunun geçmiş davranışı kullanılırsa o zaman borçlu ve alacaklı geçmiş bir çevrede düşünülmüş olur. Bu tarihin keyfi kullanımınıdır. Ancak, borçlular tarafından ifa edilen aktüel sözleşmeler geçmişte yapılan ifalara göre değerlendirilmektedir. Yine de, geçmiş sözleşmelerin yerine getirilmesi geçmiş ilişkinin karakteristiklerine bağlıdır.⁶⁰

HIPCI tarihi, doğru geri ödeme eşiklerinin mevcut olmadığını ve fazla borcun tanımlanmasında keyfi seçimler sebebiyle bir serbestlik derecesinin var olduğunu göstermektedir. Yukarıda ifade edildiği şekilde düşünülen göstergeler farklı analizlere tatbik edilemez.

HIPC sürdürülebilirlik hedeflerinin analitik terimlerde iyi desteklendiği düşüncesi, farklı sebeplerle farklı borç düzeylerinde borç servis sorunları yaşayan ülkeleri dikkate alacak tarzda ülkelere has özel hedeflerin benimsenmesi fikrinin ileri sürülmesine neden olmuştur. Sonuç olarak, borç sürdürülebilirliği ülke temelinde değerlendirilmelidir. Sorun daha kapsamlı keyfi olmayan bir şekilde borç sürdürülebilirliğinin nasıl analiz edileceğidir.

4.3.2. Borç Temelli Yaklaşımın Keyfiligi

Borç temelli yaklaşım davranış temelli yaklaşıma benzer şekilde keyfilik arz etmektedir. Uluslararası finansman kurumları ve borç verenlerin doğru karara almaları için kusursuz bir kavram oluşturma çabası kuramın karmaşıklaşmasına yardımcı olacaktır. Çünkü Kreditor bakış açısı uluslararası piyasalardaki borç verenlerin davranışını esas

⁵⁹ IMF and World Bank. *The Challenge of Maintaining Long-Term External Debt Sustainability- 2001*, s. 38-39

⁶⁰ Marianna Belloc And Pietro Vertova. *a.g.e.*, s. 5.

almaktadır. Borç veren hükümet veya çok taraflı yardım kuruluşu olarak değil, ticari olarak faaliyette bulunan kreditor olarak alınmaktadır. Hakim borç ilişkisinin aktüel sözleşme yapısı, yurtiçi kamu borcunun mevcut yapısından oldukça farklıdır. Kamu borcu kapsamında, finansal piyasalarda farklı yatırım alternatifleri olan çok sayıda tasarruf sahibi bulunmaktadır. Bu tasarruf sahipleri yatırımın karlılığına göre hükümete kredi fon sağlayan kreditorler haline gelmektedirler. Aksine, hakim borç kapsamında, uluslararası kredi sağlayanların oligopolistik karakteri ve kreditorler arasındaki eş güdüm, gelişmekte olan ülkelerin şiddetli kredi kısıtlarıyla karşı karşıya kaldıklarını ifade etmektedir. Halbuki borç temelli sürdürülebilirlik analizi, mükemmel bir dünya sermaye piyasasının olduğu varsayımı üzerine kurulmuştur. Genel düzeyde kredi kısıtlılıkları, hali hazır değerler üzerine dayalı sürdürülebilirlik analizlerinin uygulanabilirliğini sınırlamaktadır.⁶¹

Mükemmel sermaye piyasasının varlığında uzun dönemde sürdürülebilirliği yürütmek en azından faiz oranı ekonominin büyüme oranına eşit olmalıdır. Çünkü borç, borcu ödeme kabiliyetinden hızlı artmamalıdır. Aksi bir durum borç stokunun artacağı anlamına gelir. Şayet kredi kısıtları mevcutsa bu durum meydana gelmez. Özellikle kredi kısıtlılıkları kreditorler arasındaki eş güdüme bağlı olarak belirleniyorsa, borç servis edilebilmesi (r/g) oranından ziyade r 'ye bağlı olacaktır. (r faiz oranı g ekonominin büyüme oranı) Bir başka ifadeyle ekonominin büyüme oranı faiz oranından büyük olsa bile kredi kısıtlılıkları varken borçlanarak borç servisini gerçekleştiremez.

Borç temeli yaklaşım ile yapılan borç sürdürülebilirliği analizi, hakim borç sözleşme ilişkisinin karakteristiklerini dikkate almamaktadır. Söz konusu ilişkide de kreditorün borçlanana kredi verip vermeyeceği veya ne kadar vereceğinin kararı stratejik etkileşimler ve güç ilişkilerine bağlı olarak belirlendiği için, bu yönleri düşünmeden borç verenin davranışı temelinde borç sürdürülebilirliğini tanımlamak mümkün değildir.

Böyle bir borç sürdürülebilirliği analizinin tasarlanması, stratejik etkileşimler ve güç ilişkilerinin hesaba katılmaması nedeniyle sürdürülebilirliğin bazı ekonomik göstergelerinin tanımlanması bakımından eksik olacaktır. Bu da borç temelli yaklaşım için tanımlanan diğer eksikliklerdir.

⁶¹ Peter Hjertholm. "Analytical History of Heavily Indebted Country (HIPC) Debt Sustainability Targets", *World Bank/Nordic Working Seminar: Review of the HIPC I*, (Oslo, March-1999), s. 22-24.

Gelişmekte olan ülkelerin dış borcunun ikincil piyasada olduğu varsayımı yapılırsa, borcun değeri ve buna bağlı olarak borç sürdürülebilirliği ile ilgili olarak doğru değerlendirmelere ulaşılabilir. Özellikle ikincil piyasalardan borçlanmanın borç sürdürülebilirliği açısından hayati önem arz etmektedir. Böylece, borç temelli perspektif de, borç sürdürülebilirliği piyasa birimlerinin verilen kredinin geri dönme davranışı ve beklentilerine bağlı olarak belirlenmektedir. Sorun piyasa birimlerinin beklentilerinin, borç veren ve borçlananlar arasındaki etkileşimlere bağlı olmasıdır. Böylece, gelişmekte olan ülkelerin dış borcunun sürekli ikincil piyasada olması ve ülke riski üzerine piyasa birimlerinin beklentileri makul olması durumunda bile, borç sürdürülebilirliği borç verenler ve borçlananlar arasındaki stratejik etkileşimler ve güç ilişkileri dikkate alınarak değerlendirilmelidir.⁶²

4.4. Davranış ve Borç Temelli Yaklaşımların Karşılaştırılması

Borç sürdürülebilirliğine erişmek anlamında, gerek davranış temelli yaklaşımda gerekse borç temelli yaklaşımda sonuç aynı olarak gözükmektedir. Çünkü borç sürdürülebilirliğine erişmek için borç-GSYİH veya borç-ihracat oranını dengede tutmak gerekmektedir. Bununla birlikte, söz konusu oranları dengede tutmanın anlamı ve etkileri her iki yaklaşımda oldukça farklıdır.

Borç temelli yaklaşımda, sürdürülebilirlik sorunu mali (veya cari) açığın sürekli olarak yeniden finanse edilmesi gerektiği düşüncesi ile örtüşmektedir. Bu sonuca erişmek için $T \rightarrow \infty$ için borcun hali hazır değeri sıfıra meyletmelidir ve bu eğilimi elde etmek için ihracat veya GSYİH ile borcu dengede tutmak gereklidir.

Davranış temelli yaklaşımda, sürdürülebilir bir orana erişilinceye kadar söz konusu oranlar revize edilmelidir. Şayet bir ülke ihracat, GSYİH veya kamu gelirlerinin yüzdesi olarak tanımlanan belirli düzeydeki dış borcunu tam olarak geri ödüyorsa ve bu düzey artmıyorsa, söz konusu ülke borcunu ödemeye istekli olacak ve borcunu ödemeye devam edebilecektir. Bu durumda, bu yaklaşım borç/GSYİH oranına bir üst sınır öngörmektedir. Böyle bir üst sınırı tecrübi olarak belirlemek güçtür ve bir derecede de keyfidir.⁶³ Çünkü

⁶² Daniel Cohen. "The HIPCI : True and Promises", *CEPR Discussion Papers, No: 2632*, (2000), s. 10-11.

⁶³ Angelo Baglini and Umberto Cherubini. "Intertemporal Budget Constraint and Public Debt Sustainability: Case of Italy" *Applied Economics*, 25, (1993), s. 275.

bu geri ödeme eşikleri düşünölen zamana ve ekonomiye özgüdü, genellik arz etmemektedir. Keza, söz konusu eşikler keyfi tarzda elde edilmişlerdir.

Davranış temelli yaklaşımda borç servisi tam olarak ve zamanında servis edilmelidir. Halbuki, borçlu ölkeler için daha uygun olan borç temelli yaklaşımda, borcu tam olarak geri ödemek gerekli değildir. Çünkü yeniden finanslamada karlılık koşullarına riayet edildiği sürece borç sürdürülebilir olarak tanımlanmaktadır. Uç bir durumda, $n > r$ olduğunda, borç servis ödemeleri tam olarak yerine getirilemese bile borç sürdürülebilir olarak tanımlanmaktadır. Bu yaklaşımın en önemli eksik yönü realiteyle örtüşmemesi olarak ifade edilebilir. Çünkü dış borç sorunu yaşayan ölkeler genellikle aynı zamanda ihracat tabanı zayıf ve iktisadi büyümesi dış borç stokundaki büyümenin altında kalan gelişmekte olan ölkelerdir.

İKİNCİ BÖLÜM

GELİŞMEKTE OLAN ÜLKELERDE DIŞ BORÇLANMA

1. DIŞ BORÇLANMA NEDENLERİ, BORÇLARIN İKTİSADİ ETKİLERİ VE SONUÇLARI

Gelişmekte olan ülkelerin kaynakları kıttır ve bu kıt kaynaklarla arzulan yatırım düzeyinin gerçekleştirilmesi mümkün değildir. Bir başka deyişle, birikim düzeyleri düşüktür. Mevcut kaynaklar etkin kullanılamamaktadır. Bütün bunlara ilaveten işsizlik yaygındır. Bu durumda gelişmekte olan ülkelerin birikim yetersizlikleri nedeniyle borçlanmaya başvurmaları kaçınılmaz olmaktadır. İç borçlanma imkanlarının kısıtlı olması, bu ülkelerin kaynak sağlama hususunda dış aleme yönelmelerine neden olmaktadır.

Gelişmekte olan ülkeler esasen iki nedenle dış kaynak sağlamaya yönelmektedirler. Birincisi, iç tasarrufların yetersiz olması ikincisi ise gelişmekte olan ülkelerde dövizin kıt faktör olmasıdır. Dış borçlanma da yabancı dış kaynak sağlamanın yollarından biridir.

1.1. Dış Borçlanma Nedenleri

Sosyal devlet anlayışının sonucunda günümüzde devletin icra ettiği kamusal faaliyetlerde muazzam gelişmeler olmaktadır. Artan kamusal faaliyetlerin finansmanında devletlerin kullandığı araçlar: vergilendirme, emisyon ve borçlanmadır. Emisyon güçleri olmayan bağlı yönetimlerin ya da milli paralarını uluslararası ekonomideki dış güçlere bağlayan ulusal yönetimlerin kamusal faaliyetlerinin finansmanında kullanacağı araçlar vergilendirme ve borçlanmadan ibarettir.⁶⁴

Borçlanma, devlet harcamalarının karşılanması için kullanılan devamlı vasitalardan biri olmasına karşın, vergiden farklı bir finansman aracıdır. Borçlanma, vergi gelirlerinin aksine geçici bir kaynaktır. Çünkü, borçlanma ile sağlanan kaynaklar, daha sonra faiz ve anapara olarak geri ödenmektedir. Aksi durumda, eski borçları ödemek için sürekli

⁶⁴ Haluk Tandırcıoğlu, "Türkiye'de Dış Borç Sorunu, Dış Borçların Sürdürülebilirliği ve Dış Borçların Sınırlandırılması" *Dokuz Eylül Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü Dergisi*, Cilt 2, Sayı 2, (2000), s. 261.

borçlanmaya gidilmesi gerekir. Bu, borçların hızla artmasına yol açarak borçlanma olanaklarının tamamen ortadan kalkmasına yol açmaktadır. Bu nedenle, vergi, devletin asli gelir kaynağını oluşturur. Borçlanma ise, daha çok vergilemeye ek ve alternatif bir kaynaktır.⁶⁵

Ülkeler dış borçlanmaya temelde iki nedenle başvurumaktadırlar: İç tasarrufların yetersiz olması, iç tasarrufların yetersiz olmasının ötesinde dövizin kıt faktör oluşu ve bunun dış finansmanla karşılanabileceği düşüncesidir. Tasarruf yetersizliği nedeniyle, az gelişmiş ülkelerde hem kişi başına düşen sermaye miktarı hem de mevcut sermayenin artış oranı düşüktür. Ancak, milli gelirin sermaye birikimine ayrılan kısmı kalkınma hızını etkileyen temel etmenlerden biridir. Bu bakımdan gelişmekte olan ülkelerde dış finansmana başvurmadan kalkınmak mümkün görünmemektedir.⁶⁶ Diğer yandan, gelişmekte olan ülkelerde dış ticaret hadlerinin söz konusu ülkeler aleyhine kolayca bozulmaları nedeniyle, döviz açığı, iç tasarruf yetersizliğinden bağımsız olarak değerlendirilemez. Çünkü dış ticaret hadlerindeki bozulmalar iç tasarrufların dövize çevrilme imkanlarını büyük ölçüde sınırlamaktadır.

Genellikle dış borçlanma, gelişmekte olan ülkelerin gelişmiş ülkelere ya da çok taraflı uluslararası finans kuruluşlarından sağladıkları dış kaynak olarak ifade edilmektedir.

Gelişmekte olan ülkelerin dış kaynak ihtiyacının nedenleri; 1) kaynak ve tasarruf açığı, 2) dış ticaret veya ödemeler dengesi açığı olarak gösterilebilir. Gelişmekte olan ülkeler genellikle tasarruf açıklarını, bir başka deyişle, cari hesap açıklarını finanse etmek için yabancı sermayeye güvenirler. Yabancı tasarruflar doğrudan ya da dolaylı olarak üretken yatırımlara yönlendirildiği sürece cari açığın yabancı sermaye ile finanse edilmesi durumu sorun yaratmaz. Çünkü üretken yatırımlar ülkenin büyümesine ve gelecekte ihracat kazançlarının artmasına yol açar. Teoride sermayenin azalan verimler kanunu gereği, gelişmekte olan ülkeler, yatırımlar üzerinde gelişmiş ekonomilerin sağladıklarından daha çok verim sağlamalıdır. Çünkü yatırımların marjinal verimliliğinin, gelişmiş ülkelerde yüksek tasarruf oranlarına karşın düşük, gelişmekte olan ülkelere ise yüksek olması beklenir. Gelişmiş ülkelere az gelişmiş ülkelere sermaye ve borç akımı bu

⁶⁵ Memduh Yaşa. **Devlet Borçları**, İkinci baskı. (İstanbul : Sermet Matbaası, 1971), s.3.

⁶⁶ Sait Açıba. **Devlet Borçlanması**, (Afyon: Adım Yayıncılık, 1995), s. 79.

düşünce ile açıklanmaktadır.⁶⁷ Gelişmekte olan ülkelerde sermaye veriminin daha yüksek olacağı düşüncesi, sermaye kıtlığı mantığı çerçevesinde basit iki ülkeli neoklasik model çerçevesinde açıklanmaktadır. Lucas, 1990 yılında yaptığı çalışmada sermayenin gelişmekte olan ülkelere akmasının nedenini beşeri sermayedeki farklılıklara bağlamaktadır⁶⁸. Bu mantık ilke olarak, ülkenin büyüme potansiyelini olumlu yönde etkileyen eğitim, sağlık ve tüketim gibi sınıflandırılan hükümet harcamalarının belirli kesimlerine de uygulanır. Sonuç olarak dış finansman, borçlanmada bir artışa yol açsa bile, sağlanan dış finansmanın üretken alanlarda değerlendirilmesiyle gerçekleşecek yüksek büyüme oranı ile dış borç servisi yapılabilir.

Gelişmekte olan ülkelerde büyüme ve finansman arasındaki bağlantı hakkındaki uluslararası deneyim, bu sermaye kıtlığı mantığının ileri sürdüğünden daha kötü sonuçların ortaya çıktığı şeklindedir. Yapılan çalışmalarda uluslararası toplum tarafından az gelişmiş ülkelere yapılan yardımların iyi sonuçlar vermediği şeklindeki bulgulara rastlanmaktadır⁶⁹. Az gelişmiş ülkelere yapılan yardımların istikrarlı makro ekonomik koşullar ve iyi işleyen kurumlarla yapılan politikalarla gerçekleştirilmesi durumlarında ancak iyi sonuçlar alınabilecektir. Borçlanılan kaynaklar yeterli büyümeyi gerçekleştirilemezse borç yükü büyümeyi engelleyen bir faktör olacaktır.

Borç batağı (debt overhang) kreditorlerin geçmişten miras alınan borcun yeteri kadar çok olması nedeniyle tam olarak geri ödenmesini beklemedikleri bir durum olarak tanımlanır. Bu durumda, bir ülkenin dış borcunu servis etmek amacıyla gelecekte yapabileceği kaynak transferlerinin bu günkü değeri, ülke dış borcunun cari değerinden azsa, borç batağı ile karşı karşıyadır.⁷⁰ Borcun aşırı artarak büyümeyi engellemesi durumu, borç batağı kavramı ile ifade edilir. Bu durum, özellikle az gelişmiş ve son dönemlerde Türkiye'nin de içinde bulunduğu Meksika, Arjantin gibi ülkelerde yaşanan olgudur. Sorunun giderek artması Ağır borçlu ülkeler girişiminin (Heavily Indebted Poor Country Initiative =HIPCİ) hazırlanmasında temel etken olmuş ve bu programın

⁶⁷ Anne O. "Krueger. Debt, Capital Flows And LDC Growth" *American Economic Review*, Vol. 77, No. 2, (1987), s. 159.

⁶⁸ Robert E. Lucas. "Why Doesn't Flow Rich To Poor Countries?", *American Economic Review*, Vol. 80, No. 2, (1990), s. 92-96.

⁶⁹ Craig Burnside and David Dollar. "Aid, Policies And Growth". *American Economic Review*, Vol. 90, No. 4, (2000), s. 847.

⁷⁰ Paul Krugman. "Financing vs. Forgiving A Debt Overhang". *NBER. Working Paper No:2486*, (Cambridge, January-1998), s. 2-5.

uygulanmasının temel mantığını oluşturmuştur. Burada prensip şudur: dış finansman büyüme ve yatırımı olumlu yönde etkilerken, borç servisini zamanla ödenebilir konuma getirmelidir. Yatırım ve büyüme üzerine borç servisinin ters etkisi, borcu servis etmek için giderek artan vergiler ve vergi tabanının artırılması ile açıklanmaktadır. Bu durum, yatırımların karlarını düşürecektir. Yeteri kadar yüksek düzeyde borç, ters etkinin baskın olması sonucunu doğurur. Bir başka deyişle, kaynakların borcun servis edilmesi için kullanımı, yatırımı olumsuz yönde etkileyecektir. Borç servis edilmesinde yaşanan güçlükler borcun bağışlanacağı beklentilerine yol açacaktır. Böylece, yeni dış finansman bulma imkanları daralacaktır. Borçlarının geri ödeme kapasitesini genişletmek isteyen hükümetlerin güçlü politikalar uygulama imkanları daralacaktır. Aynı zamanda, borçların birikmiş olmasından korkan ve kayıpları paylaşmak istemeyen resmi kreditorler savunma amaçlı kredilere angaje olarak sorunun devam etmesine neden olabilirler. Yani, yeni fonlar sadece geri ödemeleri garanti edecek kadar olabilir.

Diğer yandan, ülkelerin gelişmişlik düzeyine ve ekonomisinin yapısına bağlı olarak bir çok nedenle iç ya da dış borçlanmaya başvurdukları görülmektedir. Klasikler savaş ve olağanüstü bayındırlık harcamalarını devlet borçlanmasının nedeni olarak kabul etmektedirler. Oysa, günümüzde devletin klasiklerin öngördüğü nedenler yanında sosyal ve ekonomik nedenlerle de borçlandığı görülmektedir. Bu kapsamda, günümüzde devlet borçlanmasında etkili olan başlıca nedenler;⁷¹

- 1) bütçe açıklarının giderilmesi
- 2) savunma giderleri için finansman sağlanması
- 3) ekonomik dengeyi sağlayıcı ve koruyucu etkiler
- 4) büyük yatırım ve reformların finanse edilmesi
- 5) kaynak dağılımı ve kullanımında etkinlik sağlayıcı etkiler yaratılması
- 6) tasarrufların belirli yatırımlara kanalize edilmesinin sağlanması
- 7) vadesi gelmiş borçlara finansman sağlanması
- 8) olağanüstü harcamaların (doğal afetler, savaş vb.) karşılanması olarak sayılabilir.

Devletin sosyal alanlardaki faaliyetlerinin artması sonucu mali denge anlayışı günümüzde yerini ekonomik denge anlayışına terk etmiştir. Bu bağlamda, modern

⁷¹ Evgin. a.g.e. s. 1-2.

maliyenin savunucularından olan Jan Timbergen'in borçlanmanın nedenleri olarak dış borçlara atfen yaptığı sıralamada ekonomik nedenlerin ağırlıkta olduğu görülür. Bunlar;

- 1) milli geliri artırmak,
- 2) istihdamı genişletmek,
- 3) ödemeler dengesini sürdürmek,
- 4) fiyat istikrarını devam ettirmek,
- 5) gelir dağılımını yeniden düzenlemek,
- 6) dengeli bölgesel gelişmeyi sağlamak,

olarak ifade edilmiştir.⁷² Yukarıda ifade edilen ekonomik nedenler ekonomik denge anlayışının gerekçelerini oluşturmaktadır. Bütün bunları gerçekleştirmek amacıyla hareket etmek durumunda olan sosyal yönü ağır basan devletin elindeki araçlar daha önce ifade edildiği üzere vergiler, borçlanma ve emisyondur. Vergilerin kamu harcamalarını karşılamaya yetmediği durumda ya emisyona başvuracak ya da borçlanacaktır. Para basarak açıkları finanslamanın enflasyon maliyeti olması dolayısıyla iç borçlanma imkanlarının kısıtlı olması durumunda dış borçlanmaya başvurulacaktır.

İç borçlanma bazen devletin sosyal amaçları ile çelişmektedir. Çünkü ekonomide eksik istihdam var iken, parasal taban artırılarak fiyat düzeyi yükseltilmeden açık giderilebilir. Tersi bir durumda, ekonomide talep yüksek ise açığı para basarak gidermek toplam talebi daha da artırarak enflasyona neden olacağından borçla finansman tercih edilir⁷³. İç borçlanma amacıyla devletin fon piyasasına başvurması faiz oranlarını yükseltecektir. Yükselen faiz oranları kredi maliyetlerinin artması anlamına gelecektir. Dolayısıyla yüksek kredi maliyetleri nedeniyle özel sektörün yatırım kredisi için talebi azalacaktır. Bu süreç özel sektörün reel yatırımlarını azaltacaktır. Bir başka deyişle hem fon maliyetlerinin artması, (faizlerin yükselmesi) hem de kamunun özel fon arzını kullanması özel sektör yatırımlarını azaltacaktır. Bu olaya crowding – out veya kamu borçlarının özel sektör yatırımlarını dışlama etkisi denir . Ekonomi eksik istihdamda iken dışlama etkisinin meydana gelmemesi için dış borçlanma tercih edilmelidir.

Dış açıkların dış borçlanmanın nedenlerinden biri olduğu noktasından hareketle, ikiz açık analizi yardımıyla, dış borçlanmanın yatırım sürecindeki rolü makro düzeyde

⁷² Aynı. s. 3.

⁷³ Kemal Yıldırım ve Doğan Karaman. **Makroekonomi**. (Eskişehir: Eğitim, Sağlık ve Bilimsel Çalışmaları Vakfı, Yayın No:145, 2003), s. 385.

ulusal gelir özdeşlikleri ile ortaya konabilir. Gayrisafi yurtiçi hasıla olarak tanımlanan ülke içerisinde üretilen mal ve hizmetler; özel tüketime, kamu tüketimine, yatırıma ve ihracata konu olur. Böylece, her hangi bir dönemde,

$$Y_t + M_t = C_t + I_t + G_t + X_t$$

eşitliği gerçekleşir. Burada Y gayri safi yurt. içi hasıla, C Özel tüketim, G cari kamu tüketimi X ihracatı, M ithalatı, ve I kamu ve özel yatırımlarını göstermektedir. Eşitlik yeniden düzenlenirse,

$$Y_t - C_t - G_t - I_t = X_t - M_t$$

$$S_t - I_t = X_t - M_t$$

elde edilir. Burada $Y_t - C_t - G_t = S_t$ ulusal tasarrufu göstermektedir. Yukarıdaki son eşitlikten tasarruf- yatırım açığının ihracat- ithalat açığına eşit olduğu görülmektedir. Yatırımlar tasarrufları aşarsa ithalat da ihracatı aşacaktır. Bu durumda, söz konusu açığı finanse etmenin temel yollarından biri borçlanma olmaktadır. Bu kapsamda dış açığın rolü özel önem arz etmektedir. Çünkü dış açık dövizle finanse edilebilmektedir. Döviz ise yurtiçi tasarrufların kıt ve dövizle çevrilme imkanlarının kısıtlı olduğu durumlarda sadece dış borçlanma ile elde edilebilir.

Geleneksel olarak dış borçlanma, arzulanan büyüme hedefine erişme amacıyla tasarruf-yatırım açığını kapatmak için yurtiçi tasarruflara bir ek olarak görülür. Bununla birlikte, Hollis Chenery ve arkadaşları tarafından ortaya konan ikiz açık analizi hızlı büyüme oranlarına erişmek için ilave bir döviz kaynağı olarak da görülebilir. Dış borçlanma, hedef büyüme oranına erişilecekse ikiz açıklardan daha büyük olanını karşılamalıdır. Çünkü herhangi bir zamanda ekonomik büyüme ikiz açıklardan daha büyük olanı tarafından sınırlanır.⁷⁴ Bu durumda, dış yardım veya sermayeye duyulan ihtiyacın ikiz açıklardan büyük olanı tarafından belirlendiği söylenebilir.

İkiz açık analiz kapsamında dış borçlanma iktisadi büyüme hedefinin tutturulması bakımından da özel önem arz etmektedir. Gelişmekte olan ülkeler üretim için ara malları ithal etmek durumundadırlar. Döviz kıtlığı dolayısıyla üretim için gerekli olan aramaları ithal edilemezse, eksik kapasite kullanımı dolayısıyla iktisadi büyüme sekteye uğrayacaktır.

⁷⁴ Ömer Eroğlu and Stephen Heycock. "The Requirements of Foreign Borrowing and Two-Gap Theory :a Case of Turkey" II.Ü. İktisadi ve İdari Bilimler Fakültesi Dergisi, Cilt 15, Sayı 2, (1997), s.12.

1.2. Dış Borçların Ekonomiye Etkileri

Dış borçlar, alınmaları ya da geri ödenmeleri sırasında milli gelir üzerinde artırıcı ya da azaltıcı etkileri bulunan sermaye akımlarıdır. Dış borçlar, başlangıçta milli gelire katkı sağlarken, ödenmeleri sırasında milli gelirden azalmaya yol açmaktadır. Dış borç kavramı zaman zaman dış finansman, dış yardım, dış kaynak terimleri ile aynı anlamda kullanılmaktadır. Ancak, dış yardımlar ülkelere yapılan tek taraflı transfer işlemleridir. Bu nedenle, dış borçlarla dış yardımları birbirinden ayrı değerlendirmek gerekmektedir. Uluslararası alanda ekonomik amaçlı bu tür yardımlar 2. dünya savaşından sonra değişen siyasi, ticari ve iktisadi gelişmeler sonucunda ortaya çıkmıştır.⁷⁵ Gelişmiş ülkelere az gelişmiş ülkelere kaynak aktarımı, 2. dünya savaşını izleyen yıllarda başlamıştır. Bu yıllarda az gelişmiş ülkelere aktarılan kaynaklar dış yardım olarak adlandırılırken, giderek yerini daha ticari görünüm kazanan dış borçlanmaya bırakmıştır.

Milli gelirden yatırımlara ayrılan payın düşük olması, sermaye birikimini önemli ölçüde engellemektedir. Sermaye birikimi ise iktisadi gelişmenin temel yapıtaşıdır. Gelişmekte olan ülkeler açısından dış finansmana başvurmadan kalkınmak mümkün görünmemektedir. Dış finansman kalkınmanın başlangıcında faydalı bir finansman kaynağı olarak görülmektedir. Kalkınmanın devam ettirilmesi, iç tasarruf düzeyinin genişletilmesi ile mümkün olacaktır. Sağlanan dış borçlar uygun alanlarda kullanılırsa borçlar ülkeye döviz getirisi sağlayabilecek ve ülkenin kalkınma stratejisine uygun yatırımlar yapılabilirse, borçlar kendi kendini finanse edebilecektir. Aksi takdirde, borcun vadesi geldiğinde ödenememesi söz konusu olabilecektir. Bu durumda, borcu ödemek için borçlanma (re-finansman) gereği ortaya çıkabilecektir. Bütün bunların ötesinde, talep edilen dış borç miktarını, kabul edilen gelişme hızının koyduğu kısıtlar altında, yatırım hacmi, iç tasarruf miktarı, marjinal sermaye- hasıla oranı, ithalat ve ihracat hacmi belirlemektedir.⁷⁶

Ekonomik performans, yetersiz büyüme ve ağır borç yükü arasında yakın bir ilişki bulunmaktadır. Maddi ve sosyal yatırımlar ekonomik performansı belirlemektedir. Ekonomik performans ise borcun servis edilebilmesi için gelir yaratma kapasitesini

⁷⁵ Lale Çankay. "Türkiye'de Dış Borçların Gelişimi" .İktisat, İşletme ve Finans Dergisi, (Şubat 1993), Sayı 83, s. 48.

⁷⁶ Tandırcıoğlu. a.g.e., s. 262-263.

belirlemektedir. Ağır borç yükü bir takım mali etkilere yol açmaktadır. Ağır borç yükü kamu harcamalarının azalmasına neden olarak nakit akımlarında değişikliklere yol açmaktadır. Diğer yandan, ağır borç yükü teşvikleri olumsuz yönde etkilemektedir.

Gelişmekte olan ülkelerde altyapı, eğitim ve sağlık donatımının yetersizliği, hükümet harcamalarının bu alanlara kaydırılmasına yol açmaktadır. Harcamaların kamu borç servisi ile daraltılması durumunda bu fırsatlar kaçınılacaktır. Kamu borç servisi ile yakından ilgili diğer bir nakit-akım sorunu, ithalat güçlüğü oluşturmaktadır. Ekonominin ithal edilen sermaye mallarını ülkede üretilenlerle ikame etme imkanı sınırlıysa, sermaye malları ithalatındaki bir azalma yatırım ve bununla bağlantılı olarak büyümede azalmaya yol açacaktır. Borç batağı sonucunda gerçekleşen ithalat güçlüğü ile ilgili bir diğer nakit-akım sorunu, ithalat miktarının nispi fiyatlardan ziyade ithalat kapasitesi ile belirlendiği durumlarda ortaya çıkmaktadır. İthalat güçlükleri hem ödemeler dengesi hem de bütçe düzeyinde meydana gelmektedir. Borç servisinin sonucu olarak ithalat kapasitesindeki azalmalar hükümetin yatırım faaliyetini azaltacaktır.

Kamu yatırımının ve ithalatın azalmasından kaynaklanan etkilere ilaveten, borç batağına düşülmesi nedeniyle ağır borç yükü iktisadi performansı baltalayabilmektedir. Borç batağı belirsizliği artırarak büyüme ve yatırımları baskı altına alır. Kamu borç stoku artarken hükümetin kamu borç servisini yerine getirmek için takip edeceği politika ile ilgili belirsizlikler yatırımcıların cesaretini kırarak ve yatırımların azalmasına neden olacaktır. Borç stoku artarken hükümet borç servis yükümlülüklerini yerine getirmek için vergileri artırması beklenir. Dar borç batağı kuramının temel düşüncesi, bir ülkenin gelecek borç yükünün söz konusu ülkenin gelecek çıktısını büyük ölçüde götüreceğidir. Kamu ve kamu garantili dış borç kamu borç stokunun önemli bir kısmını oluşturuyorsa, çıktının büyük bir kısmının daha yüksek vergilerle dış kreditoörlere gitmesi beklenir.⁷⁷

Çok sayıda ağır borçlu ülkelerde 1980'li yıllarda yatırımlar baskı altına girmiştir. Borç krizinin, bu zayıf performansın nedeni olduğu ifade edilmektedir.⁷⁸ Genel makro ekonomik istikrarsızlıkta özellikle özel yatırımları olumsuz yönde etkilemektedir. Nedeni her ne olursa olsun mali açıklar kamu borcunun artmasına neden olmaktadır. Hükümetler mali açığı ya da kamu borç servis yükümlülüklerini yerine getirmek için emisyonla baş

⁷⁷ Benedict Clements, Rina Bhattacharya and Toan QuocNguyen. "External Debt, Public Investment and Growth in Low Income Countries" *IMF Working Paper*, WP/03/249,(December 2003) s. 3-5.

⁷⁸ Daniel Cohen. "Large External Debt and (Slow) Domestic Growth A Theoretical Analysis." *Journal of Economic Dynamic and Control*. (19) (1995). s.1141-1142.

vurması halinde fiyatlar genel düzeyini artıracaktır. Fiyatlar genel düzeyindeki artış dış fiyatlardan daha hızlı artarsa ulusal para birimi aşırı değerlenecektir. Ulusal paranın aşırı değerlenmesi yurtiçi sakinler için ithal mallarını nispi olarak ucuzlatırken, yabancılar için ihracatı daha pahalı hale getirecektir. Bu durum cari işlemler dengesi üzerinde bozucu etkiye yol açarak dış borç yükümlülüklerinin artmasına yol açacaktır.

Diğer yandan, kamu borç batağına düşülmesi halinde hükümet borcu programlama veya vadesi gelen borcun ertelenmesi gibi olağanüstü finansman yöntemlerine başvurabilir. Böyle durumlar hükümetin mali olayları kontrol etmekte yetersiz kaldığının işaretlerini verir ve yatırımcılar makro ekonominin gelecek yönü ile ilgili belirsizliği artırır. Böylece yatırımcının yatırım yapma isteği azalır.

Ağır dış borç yükünün ekonomik büyüme ve insani gelişmeyi olumsuz yönde etkilediği, hatta dış borcun büyüme üzerindeki etkileri ile yoksulluğun sebebi olduğunu iddia edilmektedir. Dış borcun büyümeyi etkilediğinin güçlü delilleri bulunmaktadır. Yapılan çalışmalar büyüme üzerine dış borcun etkisinin yatırım kanalıyla meydana geldiğini ileri sürmektedir. Birincisi, ağır borç servisi, ekonomik büyümeyi harekete geçirmek için gerekli olan kaynakları, yatırımlardan borç servisine kaydırır. İkincisi, ağır borçluluk, geniş dış borcu servis etmede hükümet faaliyetlerindeki belirsizlik dolayısıyla yatırım ve istihdam yaratan özel sektörün cesaretini kırar. Üçüncüsü, ağır borçluluk ödeyememe riskinin getireceği spekülasyonlar dolayısıyla sermaye kaçışına yol açabilir. Dördüncüsü, ağır borçlu bir ülke uluslararası piyasalar ve toplum tarafından kötü yönetilen bir ülke olarak algılanacak ve yatırım riski artacaktır. Bundan dolayı, geniş dış borçlarla karşı karşıya olan ülkelere net dış kaynak akımları kesilecektir.⁷⁹

Ağır borç yükü ile iktisadi büyüme arasında negatif yönlü bir ilişki bulunmaktadır. Dış borçlanmanın büyümeyi belirli bir borç toku düzeyine kadar pozitif yönde etkilediği, bu düzeyin ötesinde ise ters yönde etkilediği ifade edilmektedir. Borç stokunun büyüme üzerinde olumsuz etkiye neden olduğu sınırı belirlemek uygulamada çok güçtür. Bu, sadece borç batağı etkisinin diğer faktörlerden ayırt edilmemesi nedenine bağlı değil, söz konusu sınır aynı zamanda, zamanla ve ülkeler arasında farklı olan çeşitli ekonomik ve siyasi faktörlere bağlıdır. Bu düşünce, HİPCI çerçevesinde uygulanan eşiklerin anlaşılması bakımından önemlidir. Gelişmekte olan 93 ülke için borcun kişi başına büyüme üzerine

⁷⁹ Boileau Loko, Montfort Mlachila, Raj Nallari And Kadima Kalonji. "The Impact of External Indebtedness on Poverty in Low- Income Countries". *IMF Working Paper, WP/03/61*, (2003), s. 4.

vurması halinde fiyatlar genel düzeyini artıracaktır. Fiyatlar genel düzeyindeki artış dış fiyatlardan daha hızlı artarsa ulusal para birimi aşırı değerlenecektir. Ulusal paranın aşırı değerlenmesi yurtiçi sakinler için ithal mallarını nispi olarak ucuzlatırken, yabancılar için ihracatı daha pahalı hale getirecektir. Bu durum cari işlemler dengesi üzerinde bozucu etkiye yol açarak dış borç yükümlülüklerinin artmasına yol açacaktır.

Diğer yandan, kamu borç batağına düşülmesi halinde hükümet borcu programlama veya vadesi gelen borcun ertelenmesi gibi olağanüstü finansman yöntemlerine başvurabilir. Böyle durumlar hükümetin mali olayları kontrol etmekte yetersiz kaldığının işaretlerini verir ve yatırımcılar makro ekonominin gelecek yönü ile ilgili belirsizliği artırır. Böylece yatırımcının yatırım yapma isteği azalır.

Ağır dış borç yükünün ekonomik büyüme ve insani gelişmeyi olumsuz yönde etkilediği, hatta dış borcun büyüme üzerindeki etkileri ile yoksulluğun sebebi olduğunu iddia edilmektedir. Dış borcun büyümeyi etkilediğinin güçlü delilleri bulunmaktadır. Yapılan çalışmalar büyüme üzerine dış borcun etkisinin yatırım kanalıyla meydana geldiğini ileri sürmektedir. Birincisi, ağır borç servisi, ekonomik büyümeyi harekete geçirmek için gerekli olan kaynakları, yatırımlardan borç servisine kaydırır. İkincisi, ağır borçluluk, geniş dış borcu servis etmede hükümet faaliyetlerindeki belirsizlik dolayısıyla yatırım ve istihdam yaratan özel sektörün cesaretini kırar. Üçüncüsü, ağır borçluluk ödeyememe riskinin getireceği spekülasyonlar dolayısıyla sermaye kaçışına yol açabilir. Dördüncüsü, ağır borçlu bir ülke uluslararası piyasalar ve toplum tarafından kötü yönetilen bir ülke olarak algılanacak ve yatırım riski artacaktır. Bundan dolayı, geniş dış borçlarla karşı karşıya olan ülkelere net dış kaynak akımları kesilecektir.⁷⁹

Ağır borç yükü ile iktisadi büyüme arasında negatif yönlü bir ilişki bulunmaktadır. Dış borçlanmanın büyümeyi belirli bir borç toku düzeyine kadar pozitif yönde etkilediği, bu düzeyin ötesinde ise ters yönde etkilediği ifade edilmektedir. Borç stokunun büyüme üzerinde olumsuz etkiye neden olduğu sınırı belirlemek uygulamada çok güçtür. Bu, sadece borç batağı etkisinin diğer faktörlerden ayırt edilmemesi nedenine bağlı değil, söz konusu sınır aynı zamanda, zamanla ve ülkeler arasında farklı olan çeşitli ekonomik ve siyasi faktörlere bağlıdır. Bu düşünce, HİPCI çerçevesinde uygulanan eşiklerin anlaşılması bakımından önemlidir. Gelişmekte olan 93 ülke için borcun kişi başına büyüme üzerine

⁷⁹ Boileau Loko, Montfort Mlachila, Raj Nallari And Kadima Kalonji. "The Impact of External Indebtedness on Poverty in Low- Income Countries". *IMF Working Paper, WP/03/61*, (2003), s. 4.

etkisi, dış borcun NBD'sinin GSYİH'nın %35-40 ve ihracatın %160-170 üzerindeki düzeylerde negatif olarak bulunmuştur.⁸⁰

Mevcut literatür, borcun büyüme üzerine olan doğrusal olmayan etkilerinin doğrudan etkinlik ya da verimlilik kanallarından ziyade dolaylı olarak yatırım kanallarıyla meydana geldiğini öngörmektedir. Sonuçlar büyüme üzerine borcun etkisinin yatırımın düzeyinden ziyade yatırımın kalitesine bağlı olduğunu göstermektedir.

1.3. Borç Servisini Kolaylaştırıcı Yöntemler

1982'den beri borç krizine düşen ülkelerin borçlarını düzenli bir biçimde servis etmeleri için hem alacaklı hem borçlu ülkeler tarafından bir takım öneriler ileri sürülmüş ve bazı kolaylaştırıcı mekanizmalar geliştirilmiştir. Bu kolaylaştırıcı mekanizmalar literatürde borç ödeme kolaylıkları olarak ifade edilmektedir.

Borç krizine düşen ülkeler için getirilen borç ödeme kolaylıkları, ikincil piyasadan yararlanarak borçlarda bir indirim sağlanması ve vadesi gelen ana para ile faiz ödemelerinde bir takım kolaylıklar getirilmesidir. Borçlarla ilgili ikincil piyasa borçların belirli bir iskontoyla takas edildiği veya değiştirildiği bir piyasadır.

Borç ödemelerini durduran bir ülke, borç ödemelerinde bir indirimin veya kolaylığın sağlanması durumunda tekrar borç ödemelerini yapabilir duruma gelecektir. Bu durum alacakların azalması nedeniyle, alacaklı taraf aleyhinde bir görüntü verebilir. Ancak, ödemelerin durdurulması halinde, alacağın hiç edilemeyeceği düşünüldüğünde, bir indirim sonucu alacakların tekrar tahsil edilmesi olanağının doğması da alacaklı ülkelerin yararınadır. Doğal olarak borçları azaldığı için en fazla borçlu ülke yarar sağlayacaktır.⁸¹

Borç ödeme kolaylıklarından kısa vadeli borçlar için de kullanılabilir. Bu durumda ülke kısa vadeli borçları servis etmek için harcayacağı kaynaklarını yatırımlar için kullanma olanağına kavuşur. Ancak kısa vadeli borçlar için borç ödeme kolaylıkları yönteminin uygulanması sağlıklı değildir. Yatırımların ekonomik uzun dönemde büyümeyi artıracığı ve ülkenin borç sorununu bir ölçüde rahatlatacağı bir gerçektir. Ancak, kısa vadeli borçlarda bir indirim sonucu yaratılan kaynaklarla yapılan yatırımların uzun

⁸⁰ Ayrıntılı bilgi için bakınız. Catherina Patillo, Helene Poirson and Luca Ricci. "External Debt and Growth"

⁸¹ W.Max Carden, "Theory of Debt Relief: Sorting Out Some Issues", *Journal of Development Studies*, Vol.28, Issue: 2, (1991).

dönemde ekonomiyi daha da sıkıntıya sokması veya önemli bir fayda sağlamaması söz konusu olabilecektir.

Borç indiriminin ağır borçlu ülkelerde ekonomik etkinliği artıracak da savunulmaktadır. Ayrıca bu indirim sayesinde borç ödeyememe sorunu ortadan kalkabilecektir. Borç stokunda yapılacak önemli bir indirim ekonomik etkinliği iki yolla etkiler. Birincisi, ekonomik etkinliği sermaye birikimi belirlemektedir. Sermaye birikimi ise gelir düzeyini belirleyen ana faktördür. Diğer yandan, yüksek borç servisi yüksek gelir düzeyini dolayısıyla yüksek sermaye birikimini gerektirir. Bu durumda borcun servis edilebilmesi için vergilerin artırılması, sermaye kaçışına neden olarak ekonomik etkinliği olumsuz yönde etkileyecektir. İkinci olarak borç servisi (anapara ve faiz) ödemeleri çoğunlukla bütçeden yapılır. Kronik bütçe açığı çoğunlukla dış açılara neden olmaktadır. Gelişmekte olan ülkelerde dış açıklar kısa vadeli sermaye girişleri ile dengelenmektedir. Bu durum ulusal paranın aşırı değerlenmesine yol açmaktadır. Aşırı değerli ulusal para uzun vadede cari işlemlerin kötüleşmesine neden olarak devalüasyonu kaçınılmaz hale getirir. Bütçeden yapılan ödemeler azaltılırsa, ekonomik istikrarı ve dolayısıyla etkinliği bozucu bu tarz gelişmelerin önüne geçilebilir.

Diğer yandan, uluslararası bankalar borç indiriminde bulunmak için uygun istikrar tedbirlerinin alınmasını ve borç indirimi sonucu serbest kalacak kaynakların yatırıma dönüştürülmesini isteyeceklerdir. IMF'in uyguladığı programlar uluslararası finans piyasasındaki ticari bankaların beklentilerini bir ölçüde karşılamaktadır.

Borç indiriminin borç sorununu çözmeye önemli bir rol oynayacağı kabul edilmeyle birlikte borçların geri satın alınması (buyback) ve öz sermaye (debt-equity swap) gibi tekniklerde borç sorunu çözmeye etkili olacağı kabul edilmektedir.

1.3.1. Borçların Geri Satın Alınması

Borcun geri satın alınması borç indiriminde kullanılan tekniklerden biridir. Borçların bir kısmının veya tamamının gönüllü bir alacaklıdan belirli bir iskontoyla borçlu tarafından satın alınması söz konusudur. İskonto oranını borçların ödenebilme riski belirlemektedir.

Borçların ödenmeme riski artıka iskonto oranı da artmaktadır. "Brady Planı"nda⁸² sermaye kaçıının önlenmesi için bu tekniğe özel önem verilmiştir. IMF ve Dünya Bankası tarafından ülkelere borçlarını yeniden satın almaları için belirli yapısal düzenlemelere yönelik kararları almak kaydıyla, kredi verilmektedir.

Borçlu ülkeler, borçlarını peşin parayla satın almak için yeterli kaynağa sahip değillerdir. Borç indirimi ne kadar büyük olursa olsun, yeterli dövize sahip olunmaması durumunda; borçların geri satın alınması söz konusu olmayacaktır. Bolivya uluslararası çok taraflı kuruluşlardan (Dünya Bankası ve IMF) aldığı yeni borçlarla borçlarını yeniden geri satın alınmıştır.

Dünya borç krizinin yaşandığı 1988'in ortalarında ağır borçlu ülkelerin yaklaşık 300 milyar doları bulan borçları, büyük bir iskontoyla ikinci piyasada satışa sunulmuştur. Bu borçlara ilişkin olarak ticari bankalar Şili'ye % 36, Filipinler'e % 30, Brezilya'ya % 70, Arjantin'e % 83 ve Peru'ya % 97 oranında iskonto uygulamışlardır. Uygulanan iskontolarla 300 milyarlık borcun piyasa değerinin 100 milyar dolar düzeyine azaltılması başarılmıştır.⁸³

Borçların ikinci piyasada satışa sunulması alacaklılar için, kayıpları nispi olarak telafi etse de, borçların geri satın alınması kalan borcun piyasa değerini yükseltmektedir.⁸⁴ Bu bağlamda, borçların geri satın alınması işleminde ortaya çıkan sorun; bütün borçlara aynı iskonto oranı ile satılamamasıdır. Borçların bir kısmı satıldıktan sonra geri kalan borçların piyasa değeri artmakta ve borçlara uygulanan iskonto oranı azalma göstermektedir. Bunun bariz örneği Bolivya örneğinde görülmüştür. Mart 1989'da Bolivya 670 milyon dolarlık borcunun yarısını satın almıştır. Bolivya borçlarına % 11 oranında bir iskonto uygulanmıştır. Bolivya 34 milyon dolar harcayarak 308 milyon dolarlık borcunu satın almıştır. Geri kalan 362 milyon dolarlık borç için iskonto oranı % 6'ya düşmüştür. Bu örnek borcun yeniden satın alınması işleminin kalan borcun değerini yükselttiğini göstermektedir.

Özel ticari bankalar alacaklarının bir kısmı silinmesi gerektiğinden borçların geri satın alınması işlemine fazla taraftar değillerdir. Ayrıca borç ilişkilerinde sorun çıkaran

⁸² 1980'lerin sonlarında dünya borç krizini önlemek için ortaya atılan plandır. İsmi planı ortaya atan ABD Malive bakanı Nicholas Brady'den almaktadır.

⁸³ Ulusoy, a.g.e., s.276.

⁸⁴ Peter B.Kenen. "Organizing Debt Relief: The Need for A New Institutions". *Journal of Economic Perspectives*, Vol.4, No: 1 (Winter 1990). s.12.

Ülkelerin bu teknikten yararlanmaları yasaklanmıştır. Borçların geri satın alınması tekniğinin ağır borçlu ülkelere uygulanması zordur. Çünkü hem kamunun ve hem de özel finans kesiminin özel bankaların özverilerde bulunması gerekir. Bolivya gibi borçları 4,5 milyar dolar olan ülkenin borçların geri satın alınması tekniğini başarıyla uygulaması, ağır borçlu ülkelerinde aynı uygulamada başarı sağlayabilecekleri anlamına gelmez.

1.3.2. Borç-zsermaye Değişimi

Borçların azaltılmasında kullanılan tekniklerden biri de borç-öz sermaye (Debt-equity swap) olarak adlandırılmaktadır. Borç-zsermaye değişimi düzenlemeleri dış borcun, i aktiflerde değişimine yöneliktir. Yapılacak yurtiçi-aktif-borç değişiminin, büyük lde ihracat sektörüne ilişkin aktiflerle gerçekleştirilmesi halinde bu yöntemin başarı şansı yükselecektir.

Borç-zsermaye değişim mekanizması şöyle işlemektedir. Piyasadaki borcu satın almak isteyen bir yatırım şirketi, bu borcu, borçlu ülkenin yerel parasına dönüştürür. Yatırım şirketi elindeki borçlu ülke parası ile ya hisse senedi alacak ya da bu parayı bir projenin finansmanında kullanacaktır. Borçlu lke, faiz ödeme yerine; yabancı sermaye yatırımı dolayısıyla, kar payı ödemek durumunda olacaktır.

Değişim işlemleri;

- 1) Borcun borçla değişimi,
- 2) Borcun ulusal parayla değişimi,
- 3) Borcun malla değişimi

şeklinde yapılabilir.

Borcun borçla değişimi alacaklıların elindeki borçlarla ilgilidir. Örneğin bir Meksika bankası, Arjantin'in borcunu bir ABD bankasında Meksika parasıyla değiştirebilir. Borç ulusal para değişimlerinde ise, borçlu ülkede ikamet eden kişiler, ikincil piyasadan, ülke borçlarını yabancı parayla alır. Bu şekilde elde edilen alacaklar i borçlarla veya i mallarla değiştirilir.

Borç-özsermaye değişimi ise, en ilgi gören tekniktir. Bu değişimde, yabancı bir alacaklının yerli bir firmadan sağlayacağı bir hakla borcunu değiştirmesi söz konusudur. Bu değişim doğrudan yatırımlar çerçevesinde değerlendirilmektedir.

Borç değişimiyle ilgili arz ve talebi ülke ekonomisinde alınan politik kararlar belirlemektedir. Aşırı talep, borçlarla ilgili iskonto oranını arttırırken, ülkenin ulusal parasının değerinin değişimden olumsuz etkilenmesine yol açacaktır. Borç değişiminin aynı zamanda ülkelerin kredibilitesi üzerinde de olumsuz etkisi bulunmaktadır. Borç değişim arzı düşerse, borcun fiyatı yükselecek ve iskonto oranı düşecektir.

Vergi düzenlemeleri sonucu getirilecek kısıtlamalar da borç değişim miktarını etkileyecektir. Borç değişim maliyetlerinin önemsiz seviyede olması, değişimden sağlanan faydayı arttırmaktadır. Ülkelerin borç durumu, kredibilitesi, yurtdışına giden sermayenin geri dönmesi ve yabancı yatırım düzeyleri, borç değişim planından ziyade, ekonomik, faktörlere göre belirlenir.

1.4. Optimal Dış Borçlanma Stratejisi ve Dış Borç Yönetimi

Borç yönetimi, devlet borçlarının etkin bir şekilde yönetilmesi için bir strateji geliştirilmesi ve yürütülmesi sürecidir. En basit tanımı ile etkin borç yönetimi, düşük maliyet ve asgari risk ile piyasalardan fon sağlanmasıdır.⁸⁵

Dış borçlanma yurtiçi tasarrufa bir katkı yapmakta ve döviz kıtlığı çeken borçlu ülkenin döviz ihtiyacını gidermektedir. Yurtiçi tasarruf ile birlikte dış borçlanma, mevcut ülke kaynaklarının daha büyük bölümünün yatırımları finanse etmek için kullanılabilmesine olanak sağlayabilir. Dış borçlanma geçici ödemeler dengesi açıklarını finanse etmek içinde kullanılabilir. Böylece, ülkenin gelişme programını bozabilecek sert önlemler alma ihtiyacından kaçınılabilecektir.

⁸⁵ Gürkan Ateş. **Borç Yönetim Ofisi ve Türkiye Uygulaması Üzerine Bir Çalışma**. (Ankara: T.C. Başbakanlık Hazine Müsteşarlığı Araştırma Ve İnceleme Dizisi No. 31, Ekim -2002). s. 4.

Diğer yandan, dış borçlanma üretken olmayan faaliyetleri finanse etmek ve sermaye kaçışını dengelemek için kullanılırsa, iktisadi büyümeye katkı sağlamaktan ziyade, ödemeler dengesi ve bütçe üzerinde olumsuz etkilere neden olacaktır. Ayrıca, ödemeler dengesi açığı geçici faktörlere bağlı olarak meydana gelirse, söz konusu açığı finanse etmek için bir dış borçlanma, gereken ayarlamaları geciktirebilir ve ödemeler dengesi sorunlarına yol açan nedenlerin derinleşmesine neden olabilir. Bu sebeple, dış borcun uygunsuz kullanımı muhtemelen borçlanmanın sürdürülmesine neden olacak ve eninde sonunda borç krizi meydana getirecektir.

Para ve maliye politikası ile birlikte dış ticaret ve döviz kuru politikaları dış borçlanmanın düzeyini etkileyecektir. Bundan dolayı, politikacılardan, beklenen yeni borçlanma ihtiyacı ve borç servis ödemelerinin tahminini iyi yapmaları ve dış borçlanma politikasının, beklenen makro ekonomik gelişmelere uyum sağlayabilecek biçimde olması beklenir.

Dış borç, orta ve uzun dönemde sürdürülebilir ödemeler dengesi pozisyonu ile uyumlu, yüksek ve istikrarlı büyüme oranlarını sürekli kılmak için kullanılabilir. Ayrıca, dış borcun büyümesini ülkenin borcu servis etme kapasitesi içerisinde tutulmasını garanti etmek için kullanılabilir.

Bu uzun dönemli hedeflere ulaşmak için, borçlanma politikası ile ilgilenenler, zaman itibariyle yapılacak dış borcun şartları ve düzeyini belirlemelidirler. Dış borçlanma politikası belirlenirken ulusal çıktının, ihracatın ve yurtiçi tasarrufların ve uluslararası rezervlerin büyüme oranları gibi faktörlere dikkat edilmelidir. Borçlanmanın diğer bir yönü yeni borcun maliyetidir. Bir başka deyişle, yeni fonların faiz oranları, vade ve ödemesiz dönem ile başış payı, dış borcun maliyetini dolayısıyla verimliliğini belirlemektedir. Dış borçlanma maliyetini belirleyen en önemli unsur dış borç faiz oranıdır. Dış borçlanma maliyeti, faiz oranı ile doğru orantılıdır. Dış borç üzerindeki faiz oranı artarsa dış borçlanma koşulları ağırlaşır. En azından faiz oranına eşit bir verimlilik sağlanamıyorsa, ülkenin ekonomik kaynakları dış borçlanma sonucu azalacaktır. Yeni borca girecek olan ülkenin borçlanma kapasitesi bütün bunlar dikkate alınarak belirlenebilecektir.⁸⁶

Borç yönetiminin temel güçlüklerinden biri siyasilerin ülkelerinin borç servis kapasitesini etkileyen çoğu faktörler üzerinde hiçbir kontrole sahip olamamalarıdır.

⁸⁶ Vural Kural. *Issues in Kamu Financing*, Ankara : Bilkent Üniversitesi, 2003, s. 150-151

Gelişmekte olan ülkelerde ihracatın büyüme oranının, hava şartlarına veya gelişmiş ülkelerin ekonomik faaliyet düzeylerindeki değişmelere bağlı olması buna örnek verilebilir.

Gelişmekte olan ülkeler dış borçlanmaya başvururken iki kısıtla karşılaşmaktadırlar. Bunlar; dünya faiz oranı ve yurtiçi sermaye stoku tarafından belirlenen ulusal hasılanın büyüme oranıdır. Sermaye stokunun optimal borçlanma stratejisindeki rolü sermaye / hasıla oranı (K/Y) bağlıdır. Sermaye / hasıla oranı bir birim hasıla üretmek için gerekli olan sermaye stokunu ifade eder. Sermaye / hasıla oranının tersi olan hasıla / sermaye (Y/K) oranı yatırımların üretkenliği kavramı ile ifade edilir. Hasıla / sermaye oranı diğer bir adıyla yatırımların üretkenliği $\Delta K / \Delta Y = MP_x$ şeklinde ifade edildiğinde sermayenin marjinal verimini verir.

Dış borç / GSMH oranı giderek artan bir eğilime sahip olması durumunda sermayenin marjinal verimi, dış borç üzerindeki faiz oranından daha düşük olursa, ulusal gelirin büyüme oranı düşebilir. Ülkenin geri ödeme yeteneği ile ilgili olarak öngörülen risk çok yüksek ise yeni dış kredi arzı kesilebilir. Bir başka deyişle borcun GSMH'ya oranı belirli bir sınırın üzerinde artarsa, bu durum gelecekte borç seviyesinin yapılmasında güçlüklerle yol açabilir. Söz konusu beklentinin ortaya çıkma olasılığı vergileme, enflasyon veya ulusal paranın değer kaybedeceği beklentilerine yol açacaktır. Bu beklentiler sermaye kaçışına yol açarak özel tasarrufların azalmasına neden olur.

Daha önce ifade edildiği şekliyle faiz dışı cari işlemler açığı herhangi bir ülkenin dış borç yükümlülüklerinde artışa eşit olmaktadır. Belirli bir dönemde dış borçlarda artış;

$$CA_t = F_t - F_{t-1} = rF_{t-1} + X_t - M_t + TR_t = I_t - S_t$$

ile ifade edilebilir. Burada;

$F_t =$	Dış borç yükümlülükleri
$r =$	Dış borç üzerindeki faiz oranı
$X_t =$	İhracat
$M_t =$	İthalat
$TR_t =$	Net transferler

$$I_t = \text{Ulusal yatırım}$$

$$S_t = \text{Ulusal tasarruf}$$

$$CA_t = \text{Faiz dışı cari işlemler açığı}$$

Yukarıdaki eşitliğin sol tarafındaki iki terimden görüldüğü üzere dış borçlardaki artış faiz dışı cari işlemler açığına eşit olmakta ve bu artış dış borç üzerindeki faiz ödemeleri yapmanın yanısıra, ithalatın ihracatı aşan kısmını finanse etmek için kullanılmaktadır. Aynı zamanda, temel borç göstergeleri olan Borç/GSMH ve Borç/İhracat oranlarının GSYİH ve ihracatın büyüme oranı gibi faktörlere bağlı olduğu yukarıdaki borç dinamiğini tanımlayan temel eşitlikten görülebilir. Bu oranlar, borç üzerindeki faiz oranı, ulusal yatırım-tasarruf açığı (S-I) ve faiz dışı cari işlemler açığı pozitif yönde ilişkili iken, GSYİH ve ihracatın büyüme oranı ile ters yönde ilişkilidir.

İktisat politikalarının sürdürülebilir tarzda gerçekleştirilmesi, cari işlemler dengesinin gelecekte izleyeceği seyri önemli ölçüde etkileyecektir. Gerçi dış borçluluk göstergelerine bakılarak, dış borcu idare etmenin düzeyini belirlemek mümkünse, her ülke dış borcu kendi ekonomik, ticari ve siyasi değerlerine göre düzenlemelidir. Dış borçlanmaya ilişkin sınırlar ve diğer kontrol sistemleri ülkeden ülkeye değişmektedir. Bazı ülkeler kamu sektörünü veya bir bütün olarak ülkeyi baz alan kurallara göre dış borçlanma miktarına bir sınır belirlerken, bazıları bu konuda hiçbir rehberine sahip değillerdir. Bu tip ülkeler dış fonların mevcudiyetine ve kendi değerlerine göre her bir yatırımı düzenlemektedirler. Bu tip ülkelerde genellikle kamu borcunun hedef düzeyi mali yıl başında meclis ya da hükümet tarafından kabul edilmektedir.

Optimal dış borç stratejisinde ekonominin mevcut borçların yönetimi ve bunun teknik detaylarının üzerinde önemle durulması gerekmektedir. Dış borçların;

- a. iyi bir şekilde kaydı,
- b. ortalama vadesi,
- c. ortalama faiz ve efektif maliyeti,
- d. değişken-sabit maliyetli olanların bileşimi,
- e. kısa vadeli borçların toplam içindeki oranları,

- f. kısa vadeli kur riskinin durumu,
- g. bütün bu gelişmelerin iyi bir şekilde analizi,

gibi konuların özenle takip edilerek, yorumlanması ve olumlu gelişmeler için yapıcı uygulamalara başvurulması dış borç yönetiminin kalitesini tayin etmektedir. Bütün bunlar kreditorlerin değerlendirmelerini etkilemekle kalmayıp, ekonominin önemli kazançlar sağlamasına da neden olurlar.

Dış borçların ABD doları ve diğer paralar cinsinden kompozisyonu dış borcun seviyesi ve maliyetini önemli ölçüde etkilemektedir. Ayrıca ülkenin cari işlemlerden elde ettiği gelirin yabancı para cinsinden durumu da dikkate alınarak borçların döviz kompozisyonunu ve orta vadeli durumunu da düşünmek dış borç yönetimi açısından son derece önem arz etmektedir.

2. GELİŞMEKTE OLAN ÜLKELERDE HAKİM BORÇ

Ülke risk analizleri, dış borçları üzerindeki taahhütlerini karşılayamaması olası olan ülkeleri tanımlamayı araştırır. Bu kapsamda, risk analizlerine konu olan dış borç, vadesi bir yıldan daha fazla süreye yayılmış mal-hizmet ve yabancı paralarla ödenebilen dış yükümlülüklerdir. Bu şekilde tanımlanan dış yükümlülükler iki kategoriye ayrılabilir: (1)geri ödemesi ulusal hükümet tarafından garanti edilen özel ve kamu sektörü tarafından sağlanan fonlar, (2) kamu garantisinde olmayan dış borçlar⁸⁷. Burada kamu garantili borçlar ilgi konusunu oluşturmaktadır.

Ticari koşullarla kredi sağlama olanakları kısıtlı olan gelişmekte olan ülkeler açısından kamu borçlanması önem arz etmektedir. Bu bağlamda kamu, belirli miktarda reel veya finansal kaynakları belirli gelecekte geri ödeme yükümlülüğü ile bir dış kaynaktan hükümet ya da hükümet kuruluşu vasıtası ile kabul etmektedir.⁸⁸ Bu tarz borçlanmalar genellikle bağlı krediler olup, orta ve uzun vadelidir.

⁸⁷ R.J. Taffler and B. Abassi." Country Risk: A Model for Predicting Debt Servicing Problems in Developing Countries". *Journal of the Royal Statistical Society. Series A (General)*, Volume 147, Issue 4, (1984), s. 541.

⁸⁸ Marilyn J. Seiber. *International Borrowing By Developing Countries*. (New York: Pergoman Press, 1982), s. 8

Hakim borç sorunu ile ilgili olarak, uluslararası finansal toplum geçmişini incelemekten ziyade geçmişini tekrarlamayı tercih etmiştir. 18. asırdan beri birkaç kez tekerrür eden meselede, 1974'den beri uluslar arası borç verenler kreditor saplantısı ile hareket etmişler ve geri ödememe kısır döngüsü ile karşılaşmışlardır.

Söz konusu süreç sıradan borçlanmaya göre oldukça maliyetli olmuştur. Hakim dış borçlulara borç verme ya bir veya her iki, çoğu kez de üçüncü taraflara maliyet yüklemektedir. Borçlu ülkelerin borç servis yükümlülüklerini yerine getirmeleri için kısa sürede zorlanmaları mümkün olmamıştır. Daha sonra ise kreditorler bundan rahatsız olmaya başlamışlardır. Sonuç olarak riski yüksek ülkelere kredi arzı kesilmiştir. Borçlu ülkeler ekonomilerini yeni borçlanmalarla istikrara kavuşturmaya çalışmışlar ve öngörülemez güçlük anlarında fiyasko ile sonuçlanmışlardır⁸⁹.

2.1. Hakim Borç Sorunu

Hükümet borçları ve geri ödemeleri hükümet taahhüdü altında olan hakim borçları, hükümet dışı birimlerin sıradan borçlarından ayıran iki temel kriter bulunmaktadır. Bunlar⁹⁰: geri ödeme isteği ve zorlama sorunları.

Geri ödemenin, geri ödeme yeteneği ile tam olarak bağlantılı olması gerekmez.. Bir ülke teknik olarak borcunu geri ödeme kapasitesine sahip olmasına karşın, ancak, siyasi kararlarla borcunu ödememe eğiliminde olabilir. Bu gerçek hakim borçlanmanın ikinci unsuru olan sınırlı zorlama mekanizması ile ilgilidir. Temel sebep yurtiçi borç kontratlarında katı anlamda kullanılan maddi teminatın hakim borçlanma da kullanılamamasıdır. Geri ödeme durumunda kreditorlerin el koyabilecekleri borçlu ülkelerin varlıkları genellikle hakim borcun sadece küçük bir kesimine tekabül eder. Bunun nedeni borçlu ülkelerin varlıklarının çok az bir bölümünü dışarıda tutmaları ve yurtiçindeki varlıklara ise kreditorler tarafından el konulamamasıdır⁹¹. Borçlu ülkelerin varlıklarının sınırlı bir kısmını dışarıda tutmaları ve yurtiçi varlıklara da kreditorler

⁸⁹ Peter H. Lindert And Peter J. Morton. "How Sovereign Debt Has Worked?" *Developing Country Debt and The World Economy*, (Edited by Jeffrey D. Sach), (NBER, 1989), s. 225.

⁹⁰ Sebastian M. Saiegh. *Do Countries Have A 'Democratic Advantage'? Political Institutions, Multilateral Agencies, And Sovereign Borrowing*, (New York University, June-2002), s. 4

⁹¹ Allan Drazen. "Towards A Political Economic Theory of Domestic Debt". Guillermo Calvo And M. King. *The Debt Burden And Its Consequences For Monetary Policy*, (London: Mc Millan, 1998), s. 587.

tarafından el konulmasının mümkün olmaması sebebiyle borçlu ülkeler borcu kabul etmenin faydalarına karşı ödememenin maliyetlerini dengeleme hususunda fırsatçı bir şekilde davranabilirler. Böyle durumlarda borçlu ülkelerin borçlarını geri ödemesini sağlamak için cezalandırma stratejileri ve borçlanma piyasalarından dışlama gibi bir kaç sınırlı teşvik mekanizması mevcuttur.

Borcu kabul etme fakat ödemede direnme, borçlu ülkeler için cazip bir seçenek olabilir. Ancak, kreditorler buna kredi vermeyi tamamen keserek veya yeni fonlar üzerine yüksek faiz oranları uygulayarak tepki verebilirler. Bu durumda borçlu ülkeler bir sorunla karşı karşıyadır. Bir ülke borcunu tanımamaktansa ödeyeceğini taahhüt ederek uygun kredi koşulları sağlayabilir. Borcu tanımama imkanı ve yetersiz zorlama mekanizmaları borçlanan ülkeler için kredibilite sorunu yaratabilir.

2.2. Hakim Borç İlişkisi

Çok sayıda mübadelede olduğu gibi, borçlular ve alacaklılar arasındaki değişimlerde ana kurum- acenta ilişkisi (principal-agent relationships) çerçevesinde modellenebilmektedir. Bir ana kurum- acenta sorunu sadece ve sadece maliyetsiz olarak zorlanabilir sözleşmeye konu olmayan bir değişimin bazı cepheleri üzerine bir menfaat çatışması söz konusu olduğunda ortaya çıkar.

Benzerlik tam olmamasına karşın, borçlu ülke borçlu firma gibi düşünülebilir. Bir firmanın kreditorleri firmanın borcunu servis yapabileceği gelecek gelir akımlarının olasılık dağılımını bilmek isterler. Gelecek akımlarının hali hazır değerinin firmanın borcundan daha az olması beklenirse, kreditorler, firmayı iflasa sürüklemeye çalışmaktan ziyade beklemeyi tercih etmelerine karşın, firmanın borcunu tam olarak ödeyeceğini beklemezler.

Bir firma gibi ülkede gelecek gelir akımlarına sahiptir. Ancak, ülkeler bu gelir akımlarının tamamını borç servisi için kullanmazlar. Yinede, ülkenin ulusal gelirinin belirli kısmı borç servisini gerçekleştirmek için kullanılmaktadır. Ulusal gelirin borç servisi için ayrılan kısmı maksimum kaynak transferini gösterir. Bir ülkeden kreditorlerine potansiyel kaynak transferleri sabit değildir. Çünkü kaynak transferinin maksimum düzeyi ülkenin geri ödeme istekliliğine bağlı olarak belirlenir. Geri ödeme istekliliği ise hem borcu

reddetmenin maliyetine hem de iç siyasi düşüncelere bağlıdır. Bu noktada kaynak transferini minimize etmek isteyen borçlu ülke ve kaynak transferini en fazla seviyeye çıkarmak isteyen kreditorler arasında bir anlaşma, pazarlık ya da zorlama sorunu söz konusu olmaktadır⁹².

Üçüncü bir taraf (mahkeme) tarafından zorlanamayan bir mübadeleden kaynaklanan iddialar söz konusu olduğunda, değişime konu olan her iki taraf değişimden avantaj sağlamak için dışsal zorlama stratejilerine başvuracaklardır. Maddi teminat, kar paylaşımı, finanslanan projelerin müşterek kontrolü gibi yurt-içi kapsamda uygulanan tipik dışsal zorlama stratejileri, hakim borç sözleşme ilişkisinde etkinsiz hale gelmektedir. Uluslararası kredi ilişkisinde, en etkin dışsal zorlama stratejisi sözleşmenin yenilenmesinin şarta bağlanmasıdır. Sözleşmenin yenilenmesi borçlu tarafından gelecekte ortaya konulacak performansa bağlanmaktadır. Borç veren borçlunun göstereceği performanstan memnun kalırsa sözleşme yenilenecek aksi takdirde sözleşme bitirilecektir. Bu strateji gücün bir misilleme aracı olarak kullanılabileceğini ima etmektedir.

Borçluya karşı misilleme tehdidi, borçlunun borcu ödeme gücünde olması fakat ödeme isteğinde olmaması durumlarında mazur görülebilir. Bununla birlikte, geri ödeme isteğini geri ödeme yeteneğinden ayıran herhangi bir kriter bulunmamaktadır. Gerçi, hakim borçlu kaynakları özel sektörden kamu sektörüne aktararak ödemeyi gerçekleştirebilir. Böyle bir durumda, tehditle açıklanan maliyetler ödeme durumunda katlanılan maliyetlerden daha büyükse borçlu ödemeye istekli olacaktır. Bununla birlikte, IMF ve ilgili kuruluşlar arasındaki eşgüdüm dolayısıyla uluslararası kreditorler borçlunun alternatiflerini belirli ölçüde sınırlamaktadır. Gerçekten, kreditorler arasındaki gizli anlaşma borçlu tarafından borcun itfa edilmemesi durumunda uzun bir dönem için fon sağlanmasının dondurulmasını garanti edebilir⁹³.

Bir başka deyişle, modern uluslararası finansal kuruluşların, kreditorler arasındaki gizli anlaşma için hayli esneklik tanınması sebebiyle, misilleme tehdidi güçlü bir araçtır.

⁹² Paul Krugman. "Financing vs. Forgiving A Debt Overhang". **NBER Working Paper No.2486**, (Cambridge, 1988), s. 3-4.

⁹³ Edvard. Epstein and Herbert Gintis. "International Capital Markets and The Limits of National Economic Policy", T. Banuri and J. B. Schor. **Financial Openness National Autonomy**, (Oxford: Clarendon Press, 1992), s. 175.

2.3. Siyasi Yapının Hakim Borçlanma Üzerine Etkisi

Siyasi yapının hakim borçlanma üzerindeki belirleyiciliği literatürde çok yönlü olarak tartışılmaktadır. Liberal politik kurumlar, devletlere demokratik olmayan rakiplerine nazaran bazı avantajlar sağlayarak borçlarını servis etmeme konusunda davranışlarını sınırlama kabiliyeti kazandırmaktadırlar. Bu sınırlama kabiliyeti liberal demokrat devletlerin borçla yeni finansman kaynaklarına kavuşabileceklerini ve krediye daha kolay erişebilecekleri anlamına gelmektedir. Böylece, liberal kurumlar kredi piyasalarından dışlamadan ziyade yüksek bir kredibilite ve tutum cezalarının mevcut olmaları nedeniyle hakim borçlar konusunda etkin bir müeyyide sağlarlar.⁹⁴ Sonuç olarak, liberal demokratik devletleri demokratik olmayan devletlere göre borçlarını servis etmeleri konusunda zorlamak daha kolaydır. Bununla birlikte, kreditorlerin demokratik yapı içerisinde seçim mekanizmalarını kullanarak hakim borçluyu cezalandıracaklarına dair argüman düşünce olmaktan öteye gitmemektedir.

2.4. Hakim Borçlanma ve Risk

Hakim borçlanma üzerine siyasi kurumların etkileri dış borç sürdürülebilirliği açısından önem taşımaktadır. Burada, fonlar gelişmekte olan ülkelere verildiğinde gelişmekte olan ülkelerin yurt- içi siyasi kurumlarının risk karakteristikleri irdelenecektir. Uygun bir uluslararası portföy inşa etmek için kreditorler borçlu ülkelerin borçlarını ödeme güçlerini belirleyen faktörleri analiz etme ihtiyacı duymaktadırlar. Bu konu portföy teorisinde genişçe tartışılmaktadır. Bu bağlamda ülkeler için risk primini etkileyen faktörler incelenmektedir. Uluslararası fonlar içinde sistematik ve sistematik olmayan riskler söz konusudur. Hakim borç kapsamında sistematik olmayan risk, bireysel ülkenin borcu ödememesine veya yeniden programlamasına neden ekonomik ve siyasi karakteristikleri olarak ifade edilmektedir. Sistematik risk ise bütün borçlu ülkelerin borçlarını geri ödeme veya yeniden programlamalarına neden olan genel faktörlerle açıklanmaktadır. Bu bağlamda, sistemik kriz, uluslar arası finans sisteminin çalışmasını ciddi biçimde bozan ve son aşamada sistemde tam bir çöküşe neden olan rahatsızlıktır.

⁹⁴ Saiegh. a.g.e., s. 9.

Sistemik riskler, böyle bir krize ve sonunda sistemde çökmeye neden olma potansiyeline sahip risklerdir.⁹⁵

Siyasi kurumlar, ülkelerin borçlarını yeniden programlama veya geri ödememe ihtimallerini etkilemektedir. Kreditorler, ülkeler arasında borcu geri ödememe veya yeniden programlama ihtimalleri ilgili olarak bir ayırım yapabilirlerse, bu algılarını faiz oranlarına yansıtacaklardır. Bu durumda, diktatörlükten ziyade demokratik yapıya sahip ülkelerin borçlarını ödememektense yeniden programlama yolunu seçmeleri beklenir.

Siyasi rejimler de bir ülkenin risk karakterini belirlemektedir. Risk karakteri ise ülkenin karşılaşacağı faiz oranını etkilemektedir. Bu durumda, sadece kredi koşulları borcu fiyatlamada dikkate alınmamalı siyasi rejimin etkisi de risk primine dahil edilmelidir. Bununla birlikte, söz konusu risk hesaba katıldığında bile faiz oranı üzerine siyasi kurumların etkisi varsa, kreditorler borçlu ülkenin kimliğine dikkat etmelidirler. Yapılan bir çalışmada 91 ülke için siyasi rejimin borçlanma koşullarına etkileri araştırılmıştır.⁹⁶ 1971 ve 1997 döneminin inceleyen bu çalışmada demokratik rejime sahip ülkeler için ortalama borçlanma faiz oranının, diktatörlükle idare edilen ülkelere 0.15 puan daha düşük olduğu görülmektedir. Böylece, demokratik kurumlara sahip ülkelerin diktatörlüklere nazaran daha iyi koşullarda borçlanabildikleri görülmektedir.

3. GELİŞMEKTE OLAN ÜLKELERDE DIŞ BORÇ FİNANSMANI

Gelişmekte olan ülkeler gerek kaynak açığı gerekse döviz yetersizlikleri dolayısıyla kalkınmalarını gerçekleştirmek için dış finansmana başvurmak durumundadırlar. Dış borçlanmanın hangi oranda ve ne miktarda yapılacağı ve dış borçlanmanın hangi yöntemlerle gerçekleştirilebileceği bu noktada önem arz etmektedir.

3.1. Dış Borçlanma İhtiyacının Belirlenmesi

Dış borçlanma miktarı veya oranı, ekonominin kalkınmasında tasarrufların yetersizliğini dikkate alan “tasarruf açığı” ve ekonominin döviz ihtiyacını dikkate alan

⁹⁵ Sermaye Piyasası Kurulu, *Menkul Kıymetler Piyasalarında Sistemik Riskler*, (Ankara: Tisamat Basım Sanayii, 1997), s.12.

⁹⁶ Aynı. s. 18

“cari hesap açığı yaklaşımı” ve ekonominin dış finansmanı masnetme kapasitesini dikkate alan “massetme yaklaşımı” ile belirlenmektedir.

3.1.1. Tasarruf Açığı Yaklaşımı

Ekonomik büyüme ile sermaye birikimi arasındaki doğrusal ilişkiye dayalıdır. Az gelişmiş ülkelerde düşük tasarruf düzeyi, gereken ölçüde yatırım yapılmasına olanak vermemektedir. Hedeflenen kalkınma hızını gerçekleştirmek için gereken sermaye miktarı sermaye- hasıla katsayısı ile hesaplanmakta, hesaplanan yatırım miktarı veya oranı ile iç tasarruflar arasındaki farktan dış finansman ihtiyacına ulaşılmaktadır. Borçlanma dışı dış finansman olanaklarıyla sağlanabilenlerden arta kalan miktar, dış borçlanma ihtiyacını ortaya koymaktadır⁹⁷.

3.1.2. Cari Hesap Açığı Yaklaşımı

Dönem sonu itibariyle tasarruf açığına eşit olması gereken dış ödemeler açığı dönem başında farklı değerlere konu olabilir. İthalat darboğazları nedeniyle tasarrufların yatırımlara dönüştürülememesi, tasarruf hacmini olumsuz etkileyecektir. Bu durumda tasarruf yatırım eşitliği daha düşük düzeyde oluşacak, ekonomik büyüme yavaşlayacaktır.

Bir ülkenin belirli bir zaman dilimi içerisindeki cari işlemler dengesi yerleşiklerin yabancı ülkelerin gelir ve üretimleri üzerindeki haklarındaki artış ile yabancıların yurtiçi gelir veya üretim üzerinde benzer şekilde sahip oldukları haklarındaki artış arasındaki fark olarak tanımlanabilir.

$X - M - Tr = (S - I) + (T - G)$ ifadesinde; X ihracatı, M ithalatı, Tr net transferleri, S özel tasarrufları, I özel yatırımları, T kamu gelirleri ve G cari kamu harcamalarını göstermektedir.

Bu eşitliğin sol tarafı cari işlemler dengesini göstermektedir. Başka bir ifadeyle, cari işlemler dengesi, özel tasarrufların özel yatırımlardan farkı ve hükümetin harcamaları ile vergi gelirleri arasındaki farktan oluşmaktadır. Yurtiçi özel yatırımlar yurtiçi

⁹⁷ Mehmet Önder Okumuş, “Dış Borçlanmada Ekonomik Etkinlik ve Türkiye Örneği” Yayınlanmamış Doktora Tezi, (Uludağ Üniversitesi SBE, 1990), s.14.

tasarruflarla karşılanamıyorsa ve hükümetin bütçe açığı bulunmaktaysa o ülkenin cari işlemler hesabı açık vermektedir.⁹⁸

Dönem sonu itibariyle tasarruf açığına eşit olması gereken dış açık, dönem başında farklı değerlere konu olabilir. ithalat darboğazları nedeniyle, tasarrufların yatırıma dönüştürülememesi, tasarruf hacmini olumsuz etkileyecek, tasarrufları caydırıcı olabilecektir. Bu durumda yurtiçi tasarrufların daha düşük düzeyde oluşacak, ekonomik büyüme yavaşlayacaktır.

Cari işlemler açığı yaklaşımında dış ticaret açıkları, döviz gelir ve giderleri arasındaki farklar önem kazanmakta ihracat ve ithalat esnekliklerine dayanan hesaplamalarla dış finansman ihtiyacı tespit edilmektedir. Bu hesaplamada tasarruf ve cari işlemler açığından hangisi daha fazla ise o açık esas alınmaktadır. Değişen konjunktürlerle birlikte değişik dış açık sorunları ile karşı karşıya kalabilen az gelişmiş veya gelişmekte olan ülkeler bakımından esneklik sağlayan bu yaklaşım taraftar bulmaktadır.⁹⁹

3.1.3.- Massetme Yaklaşımı

Dış ticaret açığı, bir ülkenin kendi olanaklarının ötesinde yaşaması, yani toplam üretiminden daha fazlasını tüketim, yatırım ve kamu harcamalarında kullanması demektir. Diğer bir ifadeyle, dış denge için ülkenin mal ve hizmet kullanımının yurtiçi üretim toplamına eşit olması gerekmektedir.¹⁰⁰

Gerek tasarruf açığı gerekse cari işlemler açığı yaklaşımında belirlenen iktisadi büyümenin gerçekleştirilmesi için gerekli olan dış finansman hesaplanırken, bu yaklaşımda dış finansmanın sağlayabileceği büyümenin ne olacağı araştırılmaktadır. Dış finansman ile verimlilik arasındaki ilişki araştırılmakta ve verimliliği artırdığı sürece dış finansman sağlanmasının yararlı olacağı düşüncesinden hareket edilmektedir.

Dış finansmanın sınırını ekonominin massetme kapasitesi belirlemektedir. Ekonominin massetme kapasitesindeki sınırlamalar; ekonominin belirli bir dönemde yapabileceği yatırımın bir sınırının olması ile birlikte dış finansman sağlanabilse dahi bunu dışındaki üretim faktörlerinin tedarik edilememesi ve yatırımların marjinal verimliliğinin

⁹⁸ Tiryaki.a.g.e., s. 2.

⁹⁹ Okumuş. a.g.e., s. 15.

¹⁰⁰ Seyidoğlu . a.g.e., s. 468.

belirli bir noktadan sonra düşmesi olarak ifade edilebilir. Ekonominin masnetme kapasitesi sağlanan dış finansmanı kullanma yeteneği ile ilgilidir. Dış finansmanı verimli kullanma yeteneğini ise genel olarak ekonominin sahip olduğu beşeri ve fiziki sermaye tarafından belirlenmektedir. Ekonominin dış finansmanı masnetme kapasitesini sınırlayan faktörler:¹⁰¹ 1) doğal kaynaklarla ilgi bilgilerin düzeyi, 2) mesleki, idari alandaki insan gücü düzeyi, bu gücün kullanılma ve hareketlilik oranı, 3) ulusal ekonominin yabancı iş gücünü ithal edebilme düzeyi, 4) toplumun yeniliklere direnmesi, 5) altyapı yatırımlarının yetersizliği ve 6) sektörlerarası bağlılığın zayıf olması olarak sıralanabilir.

3.2. Dış Borç Finansman Yöntemleri

Dış finansmanın sağlanma koşulları ve kreditorün niteliğine göre dış finansman yöntemleri çeşitli açılardan sınıflandırılabilir. Proje finansmanında kullanılacak krediler. klasik finansman yöntemleri, yap-işlet / yap-işlet-devret yöntemleri ve sermaye piyasaları yoluyla sağlanmaktadır.

3.2.1. Klasik Finansman Yöntemleri

Gelişmekte olan ülkeler sağladıkları dış borcun büyük bir kısmını klasik finansman yöntemleri ile sağlamaktadırlar. Klasik finansman, projelerin, hükümet kredileri, çok taraflı finansman kuruluşlarından sağlanan krediler, ihracat kredileri ve ticari kredilerle finanse edildiği yöntemler olarak ifade edilebilir.

3.2.1.1. Hükümet Kredileri

Hükümet kredileri, ikili anlaşmalar çerçevesinde herhangi bir ülkeden diğer bir gelişmekte olan ülke hükümetine sağlanan kredilerdir. Söz konusu krediler piyasa faiz oranının çok altında bir sabit faize, uzun geri ödemesiz dönem ve geri ödeme dönemine sahip kredilerdir. Bu özelliklerinden dolayı hükümet kredilerine “uygun koşullu kredi” veya “soft loan” denilmektedir. Bu tip krediler özellikleri dolayısıyla daha çok altyapı projelerinde kullanılmaktadır.

¹⁰¹ Zahide Dinç. “Dış Borçlar Üzerine Bir İnceleme” Yayınlanmamış Doktora Tezi, (Anadolu Üniversitesi SBE, 1990), s. 110.

Hükümet kredileri bağlı kredilerdir. Diğer bir ifadeyle, kamu kurumu tarafından açılacak ihaleyi hükümet kredisi veren ülkeden bir firma kazanamazsa o kredi kullanılamamaktadır. Bu arada anılan firma tarafından getirilen fiyat teklifinin yüksek olması ve kredinin ucuzluğunun dengelenmesi de söz konusu olabilir.

Hükümet kredileri kendine has bir takım özellikler taşımaktadır. Bunlar:¹⁰²

- Hükümet kredilerinin çok büyük bir bölümü, krediyi veren ülkelerin para biriminden oluşmaktadır.
- Hükümet kredilerinin koşulları çok uygun olduğundan, kredi anlaşmaları metni genellikle kreditor tarafından dikte ettirilir ve borçlu bunu müzakere edemez.
- Hükümet kredilerinin asıl amacı krediyi veren ülkenin ihracatını artırmak olduğundan, doğal olarak dış para gereksinimi yüksek olan projeler tercih edilmektedir. Böylelikle hükümet kredilerinin ister istemez ithalatı artırıcı yönde ödemeler dengesine olumsuz etkileri bulunmaktadır.
- Hükümet kredileri ticari kredilerde rastlanan idari ücret (management fee), ajan ücreti (agency fee) ve ihracat kredilerinde bulunan sigorta primi (insurance premium) gibi ek maliyetleri içermezler. Bu yönleri ile hükümet kredileri en ucuz finansman kaynağıdır.
- Türkiye’de hükümet kredileri için bakanlar kurulu kararı gerekmekte, bu ise 1.5–3 ay arasında bir zaman almaktadır.

3.2.1.2. Çok Taraflı Kuruluşlardan Sağlanan Krediler

Uluslararası ekonomik kuruluşları, faaliyet alanları açısından “mali niteli taşıyanlar” ve “mali nitelik taşımayanlar” olarak iki temel gruba ayırarak sınıflamak mümkündür. Uluslararası mali nitelik taşıyan kuruluşlar, belli bir sermayeye sahip olan, sermayeye birden fazla ülkenin katıldığı, sermayeye katılma oranında yönetimde söz sahibi olunan, işbirliği bazındaki uluslararası finansal kuruluşlardır. Üyelerinin dış finansman sorunlarını, onlara dış finansman sağlayarak çözmeye çalışırlar¹⁰³. Bu kuruluşların bir

¹⁰² DPT. “Borçlanma, İç ve Dış Borç Yönetimi.” **Özel İhtisas Komisyonu Raporu**, (Ankara-2001), s. 89.

¹⁰³ S. Rıdvan Karluk, **Uluslararası Ekonomik Mali ve Siyasal Kuruluşlar**. 4. Baskı. (Ankara: Turhan Kitabevi, 1998), s. 14.

kısımının faaliyet alanı belirli bir bölge, siyasi, ya da ekonomik alanla sınırlı iken, bir kısmı evrensel düzeyde faaliyet göstermektedir. Faaliyet alanı ne olursa olsun bu kuruluşlar:

- Uluslararası mal ve hizmet alış verişlerindeki ödeme güçlüklerinin ortadan kaldırılarak uluslararası likidite yaratılması;
- Az gelişmiş ya da gelişmekte olan ülkelerin ekonomik kalkınmalarının sağlanması;
- Ekonomik birleşme, serbest ticaret ve işbirliği ilişkilerinin pekiştirilmesiyle, ülkelerin ortak iktisadi karar almaya veya daha sıkı ekonomik işbirliğine teşvik edilmesi amacıyla kurulmuşlardır.¹⁰⁴

Bu tip krediler Dünya Bankası, Uluslararası Para Fonu, Avrupa Yatırım Bankası, Avrupa Konseyi Sosyal Kalkınma Fonu, İslam Kalkınma Bankası ve çeşitli bölgesel kalkınma bankalarından sağlanan uygun koşullu kredilerdir. Hükümet kredilerinde olduğu gibi bu kredilerinde geri ödemesiz dönemi ve geri ödeme dönemi oldukça uzundur. Ancak, faizi genel olarak sabit olmakla birlikte piyasa faiz oranlarına yakındır. Çok taraflı kuruluşlardan sağlanan krediler genellikle bağlı kredilerdir. Dünya bankası hariç uluslararası ihaleye çıkma şartı koymaktadır. Ancak özellikle bölgesel kalkınma bankalarından sağlanan kredilerde o bölge ülkeleri arasında ihaleye çıkması koşulu bulunmaktadır. Örneğin, Avrupa Yatırım Bankası'ndan sağlanan kredilerde, ihalenin Avrupa Birliği ülkeleri arasında yapılması istenmektedir. Diğer yandan, çok taraflı kuruluşlardan sağlanan krediler, hükümet kredileri ile karşılaştırıldığında çok daha rekabetçi bir ortam yaratmaktadır.¹⁰⁵

Finansman öncesi proje değerlendirmesinin çok uzun süre alması ve kredi verildikten sonra da kreditorlerin borçlu ülkeye ve projeye çok sık müdahaleleri, bu tip kredilerin en temel sorunlarından birini oluşturmaktadır. Bu nedenle, ortaya çıkan zaman maliyeti bu tür kredilerin avantajlarını ortadan kaldıracak kadar yüksek olmaktadır.

Çokuluslu kuruluşlardan sağlanan kredilerde genellikle faiz dışında, kredinin kullanılmayan kısmı üzerinden ödenen taahhüt ücreti bulunmaktadır. Bunun dışında idari ücret, ajan ücreti gibi ek maliyetlere rastlanmamaktadır. Bu özellikleri ile çok taraflı

¹⁰⁴ Dinç, a.g.e., s. 13.

¹⁰⁵ DPT, " Borçlanma, İç ve Dış Borç Yönetimi Raporu". a.g.e., s. 80.

kuruluşlardan sağlanan krediler hükümet kredilerinden sonraki en ucuz ikinci finansman kaynağı olarak görülmektedir.¹⁰⁶

3.2.1.3. İhracat Kredileri

İhracat kredileri, hükümet kredileri ve çok taraflı kuruluşlardan sağlanan krediler ile birlikte resmi krediler kapsamında değerlendirilmektedir. İhracat kredileri esasen en yaygın olarak kullanılan hükümet kredilerinin bir çeşidi olarak ortaya çıkarken borç verenlerin ekonomik amaçları bir yana itmedikleri, kredi mekanizmalarını kendi ekonomik amaç ve çıkarları doğrultusunda kullandıkları görülmektedir. Bağlı krediler olarak da değerlendirilen ihracat kredileri, ülkenin ihracat sektörüne pazar yaratmak yanında, üretim gelir ve istihdamın korunması gibi ekonomik denge ve amaçların gerçekleşmesinde de işlev görmektedir.¹⁰⁷

İhracat kredileri, 1 Nisan 1978 tarihinde 22 OECD ülkesinin kısaca “consensus” kuralları diye bilinen “Arrangement on Guidelines for Officially Supported Export Credit”i imzalamalarıyla yaratılmıştır.¹⁰⁸ Bu anlaşma ile ister ihracat kredilerinin garanti edilmesi, ister faiz stabilizasyonu yolu ile olsun, taraf ülkelerin ihracatlarına sağladıkları devlet sübvansiyonlarına sınırlama getirilmiştir. Bu kapsamda, gemi, nükleer santral, telekomünikasyon, uydu yer istasyonları ve ağır sivil nakliye uçakları ihracatı için özel kurallara yer verilmiştir. İki yıldan kısa bir sürede geri ödenecek krediler ile askeri ve tarımsal mal ihracatı “consensus” kuralları dışında tutulmuştur. İhracat kredileri verilirken geri ödeme süresinin tespit edilmesinde, kişi başına GSMH temel kriter olarak alınmaktadır. Kişi başına GSMH’ya göre ülkeler üç kategoriye ayrılmakta; göreceli olarak zengin ülkeler için 5 yıl, orta sınıf ülkeler için 8,5 yıl ve göreceli fakir ülkeler için 10 yıl azami geri ödeme süresi tespit edilmiştir. Bununla birlikte, ihraç edilecek mal ve hizmetin miktarı, ticari sözleşmenin tutarı, ihracatın yapıldığı ülke, kredinin vadesi tespit edilirken göz önünde bulundurulmaktadır.

İhracat kredileri, söz konuyu anlaşma ile kurulan resmi ihracat sigortası kurumu (Export Credit Agency-ECA) tarafından garanti edilmekte olup, ana para geri ödemesinin

¹⁰⁶ Aynı, s. 81.

¹⁰⁷ Okumuş. a.g.e., s. 21.

¹⁰⁸ OECD, “Arrangement on Guidelines for Officially Supported Export Credit”, Paris-2004.

birbirini izleyen taksitler halinde ve zaman aralığının en fazla altı ay olması ön görülmüştür. Sigorta kurumları, bu hizmetlerine karşılık sigorta primi almaktadır. Söz konusu prim ülkeden ülkeye çok büyük farklılıklar göstermektedir. ABD'den ihracat kredilerinde sağlanan prim %8 düzeyinde iken, bu oran Fransa'da %7, İngiltere'de %10 civarındadır. Prim, kredi verilen ülkenin kredi değerliğine, mali yapısına ve politik ortamına bağlı olarak sürekli revize edilmektedir. Türkiye'nin kredi notunda ve mali yapısında meydana gelen bozulmalar, primlerin artmasına neden olmaktadır.¹⁰⁹

3.2.1.4. Ticari Krediler (Sendikasyon Kredileri)

Sendikasyon kredisi, iki veya daha fazla kredi veren kuruluşun bir araya gelmesiyle benzer hüküm koşullarla, ortak dökümantasyon ve ortak bir ajan kullanılarak büyük miktarda fon ihtiyacında olan bir borçluya sağlanan kredidir.¹¹⁰ Sendikasyon, tek bir bankanın tek başına üstlenemeyecek kadar büyük krediler için borç vermekten doğan riskin dağıtıldığı tekniktir. Az sayıda banka bu krediyi sağlıyorsa kulüp kredisi olur. Bir kulüp kredisinde kredi verenler genellikle krediye benzer miktarla katılırlar. Ancak, kredinin sağlanması için az sayıda katılımcı yetmiyorsa, daha büyük bir grubun konsorsiyum oluşturarak tam bir sendikasyon kredisi sağlaması gerekebilir.

Sendikasyon kredileri genellikle orta ve uzun vadeli olurlar, ancak kısa vadeli olmamaları için hiçbir sebep yoktur. Diğer yandan, sendikasyon kredileri sabit faizden ziyade değişken faizle fiyatlandırılır. Bu fiyat, fonun kreditora maliyeti ve bunun üzerine eklenen bir marjın toplamı olarak ifade edilir. En çok libor faiz oranı, libor gibi değişken faiz oranı oranları kullanılır. Bu tür kredilere sabit faiz de uygulanabilir, ancak bankalar orta vade ve uzun vadede kullandırdıkları fonun kendilerine maliyetinin artabileceğini göz önünde bulundurarak, sabit faiz riskini üzerlerine almak istemezler.

Krediye katılan kreditorlerin her birinin sorumluluğu diğerinden ayrıdır. Yani, her bir kreditor kendi katılım payından sorumludur, diğerinin taahhüdünü yerine getirmek zorunda değildir.¹¹¹

¹⁰⁹ DPT. "Dış Borçlanma, İç ve Dış Borç Yönetimi", a.g.e., s. 82.

¹¹⁰ İlker Parasız ve Kemal Yıldırım. *Uluslararası Finansman, Teori ve Uygulama, Dışa Açık Makro Ekonomiye Giriş*, 1. Baskı. (Bursa: Ezgi Kitabevi Yayınları, 1994), s. 376.

¹¹¹ Aynı, s.379-380.

Ticari kredilerde, değişken faizin yanı sıra taahhüt ücreti, kredi tutarı üzerinden defaten ödenen idari ücret (management fee) ve sendikasyona katılan bankalar için alınan ajan ücreti (agency fee) bulunmaktadır. Ajan ücreti her yıl için banka başına ödenen sabit tutar olarak tespit edilmektedir. Faiz dışındaki tüm bu ek maliyetlerden dolayı en pahalı finansman kaynağını oluşturmaktadır.¹¹²

3.2.2. Yap-İşlet Devret / Yap- İşlet Yöntemleri

Yap-işlet-devret modeli esas olarak, kamuya ait bir hizmetin ya da faaliyetin ya da bayındırlık işinin, özel girişim eliyle yaptırılması veya yürütülmesine yönelik bir altyapı proje finansman yöntemidir. Ancak, yap-işlet-devret modeli, iki tarafı da özel kişilerin oluşturduğu ya da idarenin özel bir kişi gibi taraf teşkil ettiği hallerde de uygulanmaktadır. Bu kapsamda yap-işlet-devret modeli, kamunun görev alanına giren bir yatırım veya hizmetin, yatırım ve işletme döneminde yapılacak masrafları yüklenen ve karşılığında yatırım sonucu ortaya çıkacak tesisi, önceden belirlenen bir süre ve tarife üzerinden işletme hakkına sahip olan bir şirket eliyle, gerçekleştirilmesidir.¹¹³

Çoğu Yap- işlet- devret projesinde finansman, ortak yatırım şirketi sahiplerinin koyduğu özsermaye ve bankalar ve uluslararası finans kurumlarının açacakları kredilerle finanse edilmektedir. Proje bazında bazı istisnaları olabilecekse de özsermaye oranı % 10-30 arası bir oranda olmaktadır. Ana kredi kuruluşunun genellikle kendi kredisini destekleyecek yastık (cushion) veya köprü kredi talep ettiği görülmektedir. Ev sahibi hükümet ise uzun vadeli kredileri tercih etmektedir. Uluslararası kredi kuruluşları da belli oranda bir özsermaye konulmasını istemektedirler.¹¹⁴

Klasik finansman yöntemiyle sağlanan krediler doğrudan hazinenin borcu olmakta veya diğer kamu kurumlarının borçlu oldukları durumlarda Hazine tarafından garanti edilmekte, dolayısıyla Türkiye Cumhuriyeti'nin dış borcuna ilave olmakta ve dış borç stokunu olumsuz yönde etkilemektedir.

¹¹² DPT. "Dış Borçlanma, İç ve Dış Borç Yönetimi", a.g.e., s. 83.

¹¹³ Orhan Yılmaz, "Yap-İşlet- Devret Modeli ve Türkiye Uygulaması". Uzmanlık Tezi, Yayın No: DPT:2493, (Ankara, Nisan-1999), s.11.

¹¹⁴ Yılmaz. a.g.e., s. 30.

Buna bir çare olarak özel sektörün altyapı projeleri finansmanına katılmalarının sağlanmasına çalışılmış ve Yap-İşlet-Devret veya Yap-İşlet yöntemleri 1980'li yılların başlarında Türkiye'de uygulanmaya başlanmıştır.¹¹⁵

Yap-İşlet modeli Yap-İşlet-Devret modelinin enerji sektöründe Devret kısmına ilişkin yapılan eleştiriler sonucu ortaya çıkmıştır. 8 Haziran 1996 tarihli Resmi gazetede yayımlanan 96/8269 sayılı Elektrik Enerjisi Üretim Tesislerinin Kurulması Hakkında Karar ile "yap işlet" olarak adlandırılan yeni bir model getirilmiştir.¹¹⁶

3.2.3. Sermaye Piyasaları

Proje finansmanının geleneksel yöntemlerinden banka kredilerindeki maliyet artışı, gelişmekte olan ülkeleri dış finansman ihtiyaçlarını karşılayabilmek amacıyla alternatif borçlanma yöntemleri arayışına itmiştir. Bu alternatiflerden biride tahvil ihracıdır. Tahvil ihracının en önemli özelliği ve belki de en önemli üstünlüğü, borçlu ile nihai yatırımcı arasında aracı görevi üstlenen bankaları ortadan kaldırması ve borçlu ile nihai yatırımcı arasında doğrudan bir ilişki sağlamasıdır. Klasik proje finansmanında, yatırımcılar projeyi dolaylı olarak finanse etmektedirler. Başka bir deyişle, banka mevduat yolu ile toplamış olduğu fonları proje yürütücüsüne kredi olarak aktarmaktadır. Doğal olarak bankanın kredi faizi, mevduat sahiplerine ödeyeceği mevduat faizini aşmaktadır. Aradaki fark ve daha önce değinilen idari ücret, ajan ücreti, taahhüt ücreti gibi komisyonlar bankanın karını oluşturmaktadır. Tahvil ihracında ise yatırımcı borçlunun "kağıdını" satın alarak doğrudan yatırım yapma imkanına kavuşmaktadır. Burada kuşkusuz ihracı organize eden bir sendikasyon bulunmaktadır. Ancak, bankanın tahvil ihracındaki rolü ile kredideki rolü farklılık göstermektedir. İlkinde borçlunun muhatabı yatırımcıdır. Banka sadece aracıdır. Oysa ikincisinde borçlunun muhatabı bankanın kendisi olup, yatırımcı olaya taraf bile değildir.

Türkiye refinansman amacıyla sık sık tahvil ihracında bulunmaktadır. Dış borçların geri ödenebilmesinde, anılan tahvil ihraçlarının rolü büyüktür. Diğer taraftan piyasalarda Türkiye'nin ihraç ettiği tahvile ilgi duyacak yatırımcı sayısı sınırlıdır. Aynı piyasaya proje finansmanı için çıkılması, piyasada oluşan fiyatı etkileyecektir. Ayrıca başlangıçta hazine

¹¹⁵ DPT. "Dış Borçlanma, İç ve Dış Borç Yönetimi", a.g.e., s. 83.

¹¹⁶ Yılmaz. a.g.e., s. 85.

garantisi aranmakla beraber, tahvil ihraç eden diğer kamu kurumları borcunu geri ödemezse, Türkiye'nin itibarını korumak amacıyla hazine devreye girmekte ve borcu yüklenmektedir. Bu ise hazineye fazladan bir yük getirmektedir.¹¹⁷ Bu ve benzeri nedenlerle proje finansmanı için uluslararası piyasalarda tahvil ihracı tavsiye edilen bir yöntem değildir.

4. GELİŞMEKTE OLAN ÜLKELERDE BORÇ KRİZLERİ VE KRİZLERİN ÇÖZÜMÜNE YÖNELİK GİRİŞİMLER

1980'li ve 1990'lı yıllarda Dünya Ekonomisi borç krizleri yaşamıştır. Uluslararası alanda bağımlı bir dünya ekonomisi bütçe açıkları, kamu harcamaları, faiz oranları yoluyla bireysel ülkelerde olan istikrarsızlığı dünyanın geri kalanına aktarabilmektedir. Bu nedenle uluslararası kuruluşlar (IMF ve Dünya Bankası) ve uluslar arası finans toplumu borç krizlerinin çözümüne yönelik bir takım girişimlerde bulunmuşlardır. Baker Planı, Brady Planı ve Ağır Borçlu Yoksul Ülkeler Girişimi (Heavily Indebted Poor Countries Initiative =HIPCİ) borç krizini çözmeye yönelik girişimlerin en önemlileridir.

1980'li yıllarda borç sorunu likidite sorunu olarak algılanmış, IMF destekli düzenleme programı uygulayan borçlu ülkelerin birikmiş borçları ve ödemeleri yeniden programa bağlanmış veya yeniden finanslama yolu seçilerek borç güvencesi sağlanmıştır. 1990'lı yıllardan sonra borç krizinin nedeninin likidite sorunu değil, tasarruf açığı sorunu olduğu anlaşılmıştır. Borçlu ülkelerin borçlarını sorunsuz ödeyebilmeleri için ekonomilerinde yapısal değişimler yapmaları öngörülmüş ve önemli miktarda borç bağışları yapılmıştır.

Gelişmekte olan ülkelerde dış borç krizleri döviz kuruna dayalı istikrar programlarının ulusal paranın aşırı değerlenmesini sağlayarak, dış ticaret ve cari işlemler dengesinin bozulması sonucu ortaya çıkmıştır.¹¹⁸

¹¹⁷ DPT. "Dış Borçlanma, İç ve Dış Borç Yönetimi", a.g.e., s. 86.

¹¹⁸ A.Calvo Guillermo and Carlos A.Vegh, "Inflation Stabilization and BOP Crisis in Developing Countries", NBER Working Paper, No: 6925, (February-1999), s.11, <http://www.nber.org/papers/w6925>.

4.1. Baker ve Brady Planları

1985 yılında Çoktarafli uluslararası kuruluşlar (IMF ve Dünya Bankası) öncülüğünde ortaya çıkan borç krizini çözmek amacıyla Güney Kore'nin başkenti Seul'de toplantı düzenlenmiştir. Bu toplantıda borç krizinin çözümü için ABD Maliye Bakanı James Baker'ın sunduğu plan kabul edilmiş ve bu plan literatüre Baker planı olarak geçmiştir.

Baker Planı, çok borçlu ülkelere 3 yıllık bir süre içerisinde 20 milyar dolarlık yeni ticari banka kredisi ve 20 milyar dolarda resmi kredi açılmasını öngörmektedir. Baker Planı kapsamındaki ülkeler: Arjantin, Brezilya, Bolivya, Şili, Kolombiya, Ekvador, Nijerya, Meksika, Filipinler, Peru, Uruguay, Venezuela, Yugoslavya, Fildişi Sahilleri, Kostarika ve Jamaika'dır.¹¹⁹

Baker Planı, borç sorununun çözümünde ve gelecekte borç sürdürülebilirliğinin sağlanmasında ana değişken olarak ekonomik büyümeyi öngörmektedir. Bu bağlamda ekonomik büyümenin sürekliliğinin sağlanması için, Baker Planı, borçlu ülkelerin ekonomilerinde bir takım düzenlemeler yapmalarını öngörmektedir. Yapılacak olan düzenlemelerden birincisi, uluslararası finansal kuruluşların desteğinde, borçlu ülkelerin ekonomik büyümeyi sürekli kılmak, enflasyonu azaltmak, ödemeler bilançosu açıklarını azaltmak için gerekli makro ekonomik ve parasal politikaları uygulamaya sokmak olarak ifade edilmektedir. İkincisi; yapısal düzenlemeler için gerekli kaynakların artırılması ve etkin hale getirilmesinde çokuluslu kalkınma bankalarıyla birlikte hareket edilmesi ve bunların gerçekleştirilmesinde IMF'ye merkezi bir rol verilmesidir. Üçüncüsü; ekonomik istikrar programlarının desteklenmesi amacıyla özel banka borçlanmalarının artmasına izin verilmesi olarak belirtilmektedir.¹²⁰

Baker Planı'nda dış açıklar için fon sağlayan IMF'den ziyade Dünya Bankası ön plana çıkmıştır. Fakat, Plan genel olarak IMF'in uyguladığı yapısal uyum programlarına bağlı kalmıştır.¹²¹

¹¹⁹ Ulusoy, a.g.e., s.105.

¹²⁰ Kenen, a.g.e., s. 8.

¹²¹ Ulusoy, a.g.e., s.190.

Baker Planı'nın borç krizinin çözümünde yetersiz kalması nedeniyle, Mart 1989'da ABD Maliye Bakanı, Nicholas Brady yeni bir plan ortaya atmıştır. Bu planda esasen Baker planındaki önerileri esas almakla birlikte, Brady Planı, Baker Planından daha kapsamlı ve daha esnektir. Bu nedenle plan, ülkelerin farklı ekonomik yapılarına uygulanabilecek niteliktedir. Ayrıca Brady Planı uluslararası kuruluşlara ilişkin borçlarla ilgili olarak borcun borçla değişimin öngörmektedir.

Brady Planının temel ilkeleri aşağıdakiler olarak ifade edilebilir.¹²²

1. Borçlu ülkeler, yeni yatırımlar için daha kapsamlı teşvik edici politikalar uygulamalıdır. Bunun yanında yurtiçi tasarruflar arttırılmalı, sermaye kaçışının geri dönmesini sağlayacak politikalar uygulanmaya konulmalıdır.
2. Alacaklı ülkeler daha etkin ve uygun vadeli finansal destek sağlamalıdır. Bu ülkelerin, daha kapsamlı finansal destek sağlamaya yönelik düzenlemeler için borçlu ülkelerle uyum içerisinde olması gerekir. Hem borçlarda hem de borç seviyesinde bir azalma sağlanması etkin politikaların uygulanmalarına bağlıdır. Böylece bazı ülkelerin kredibilitesi artacaktır. Burada uluslar arası kurumlar merkezi rol oynayacaklardır. IMF ve Dünya Bankası borç stoku ve borç servisinin azaltılması amacıyla fon sağlayabilecektir. Bununla ötesinde her iki kuruluş borç stoku ve borç servisi yükünü azaltmak için faiz ödemelerinin bir kısmını karşılayacak ek yeni finansman olanakları bulmalıdır.
3. Finansal destekler vade ve koşullar açısından uygun olmalıdır.

4.2. Borçlular Karteli

ABD, IMF ve Dünya Bankasının ortaya attığı Baker Planı çerçevesinde ilgili bankalardan henüz bir somut sonuç alınmadan, borçlu ülkeler dış borç sorunu ile ilgili bir takım girişimlerde bulunmuşlardır. Bu girişimler sonucu ağır borçlu ülkeler "borçlular karteli" olarak adlandırılan borçlular kulübünü kurmuşlardır. Kulüp üyeleri Montevideo'da toplanarak bir bildiri yayınlamışlardır. Montevideo'daki toplantıda, sıkı istikrar tedbirlerinin istenen büyümeyi sağlayamadığına değinilmiş, daha esnek politik düzenlemelerin yapılması gereğine işaret edilmiştir.

¹²² Aynı, s.194.

Toplantıda borçlu ülkelerin teklif ettiği esaslar şunlardır:¹²³

1. Uluslararası borçlanmalara konu olan faiz hadlerinde reel indirim yapılması,
2. Eski borçların yeni borçlardan ayırt edilmesi: Yeni borçlar için piyasa faizi kabul edilmekle beraber, eski borçlarla ilgili faiz oranlarında bazı tavizler verilmesi istenmektedir.
3. Dünya enflasyonuna paralel olarak banka borçlarında bir artırım yapılması,
4. Her ülkenin asgari büyüme hedeflerini dikkate alacak faiz ve anapara ödemelerinin saptanması;

Bu ülkeler daha önce, 21 Temmuz 1984'de Kolombiya'nın başkenti Cartegana'da Arjantin, Brezilya, Kolombiya, Meksika başta olmak üzere 11 Latin Amerika ülkesi biraraya gelmişler ve toplam 350 milyar doları bulan borçlarını analiz etmek ve borç krizini önlemek için çözüm aramışlardır. Toplantıda, ekonomik durgunluğun devam etmesinin ve borç krizinde çözümsüzlüğe düşülmesinin kabul edilemeyeceği görüşüne varılmıştır. Cartegana Konferansı'nda, ödeme gücü içindeki ülkelere, faiz ödemelerindeki gecikme nedeniyle herhangi bir cezai işlemin uygulanmamasını teklif etmişlerdir. Ayrıca, faiz ödemelerinin, ihracattaki artışa paralel olarak yönetilmesi gerektiği fikri benimsenmiştir.

4.3. Ağır Borçlu Yoksul Ülkeler Girişimi ve Sürdürülebilirlik Kriterleri

Ağır Borçlu Yoksul Ülkeler Girişimi (Heavily Indebted Poor Countries Initiative=HIPCI) düşük gelirli ülkelerin borç yüklerini sürdürülebilir düzeye getirmeyi hedefler. Söz konusu girişim, 1996 yılında G-7 Zirvesinde geliştirilmiş ve IMF ve Dünya Bankası kurulları tarafından kabul edilmiştir. Ağır Borçlu Yoksul Ülkeler Girişimi, iyi performans gösteren ülkelere borç güvencesi vermeyi hedeflemektedir. Borç güvencesi, düşük gelirli borçlu ülkelerin borçları sürdürülebilir düzeye erişinceye kadar, çoktarafli kuruluşlar (IMF ve Dünya Bankası) ve uluslararası finans toplumunun bu ülkelere borç bağı, borçların yeniden programlanması ve uygun koşullu kredi verilmesi gibi desteklemeleri ifade eder. Borç güvencesi mekanizmasının işletilmesinde, IMF ve Dünya Bankası, fon sağlamanın

¹²³ Aynı, s.196.

ötesinde uluslararası finans toplumunun yönlendirilmesinde önemli görev ve sorumluluklar üstlenmektedir.

Geleneksel borç güvencesi genel olarak şu şekillerde işlemektedir:¹²⁴ Birincisi: borçlu ülke IMF ve Dünya Bankasından uygun koşullarda fon sağlayarak IMF destekli ekonomik reform programını uygulamayı kabul eder. İkincisi, borçlu ülke böyle bir program desteğinde Paris Kulübü Kreditorleri¹²⁵ ile bir anlaşma yaparak uygun koşullarda fon elde eder. Bu, hem IMF destek düzenlemeleri hem de borçları yeniden programlama anlaşmaları altında üç yıllık iyi performans gösterdikten sonra borç stoku azalması ile takip edilir. Üçüncüsü, borçlu ülke Paris Kulübü Kreditorleri dışındaki kreditorlerden uygun koşullarda kredi sağlamaya çalışır. Dördüncüsü, borçlu ülke, kreditor ülkelerin tek taraflı borç bağışı yapıp yapmayacaklarını araştırır. Son olarak borçlu ülke uygun koşullarda yeni finansman elde edebilme yollarını araştırır. HİPCI'ya göre bir ülke, kreditorlerle bir borç stoku azaltılması elde ettikten sonra borç sürdürülebilir düzeye erişirse, söz konusu ülke artık HİPCI programından yararlanamaz. Ancak borç azaltılması ülkeyi sürdürülebilir düzeye getirmek için yeterli değilse, hem Paris Kulübü Kreditorleri hem de çok taraflı uluslararası kuruluşlar (IMF ve Dünya Bankası) borçlu ülke borç sürdürülebilirliğine erişinceye kadar borç güvencesi sağlamaya devam eder.

HİPCI'de, kreditorlerin borç güvencesi çabası seçilmiş borç yükü göstergelerini kabul edilen eşik değerlere çekmektir. Kabul edilen eşik değerler 1996 yılındaki ilk anlaşmaya göre –bu anlaşma literatürde HIPC-I olarak ifade edilmektedir- borcun NBD'nin ihracata oranı (% 200-250), borç servisinin NBD'nin ihracata oranı (% 20-% 25) aralığında veya bu aralığın üzerindeyse borç güvencesi verilmeye devam edilecektir. 1999 yılında yukarıda ifade edilen eşik değerlerin yüksek olduğu düşünülerek, IMF ve Dünya Bankası tarafından eşik değerleri düşürülmüş ve anlaşmanın kapsamı genişletilmiştir. 1999 yılında yapılan anlaşma ise literatürde HIPC-II olarak ifade edilmektedir. HIPC-II borcun NBD'sinin ihracata oranını % 150 olarak belirlemektedir. Ayrıca, göreceli olarak çok dışı

¹²⁴ Gerardo Esquivel, Felipe Carrarin and Jeffrey D.Sach, "The External Debt Problem in Central America: Honduras, Nicaragua and The HIPC Initiative", **Development Discussion Paper**, No: 645, (1999), s.15.

¹²⁵ Paris Kulübü Kreditorleri HİPCI anlaşmasına imza koyan OECD ülkelerinden oluşmaktadır.

açık ekonomiler için HIPC-I'de belirlenen % 280'lik borcun net bugünkü değerinin kamu gelirlerine oranını HIPC-II'de % 250'ye indirilmiştir.¹²⁶

4.3.1. İhracat Hedefleri

HIPC-I'de borcun net bugünkü ihracata oranı (% 200-250), borç servisinin NBD'sinin (% 20-25), HIPC-II'de borcunun NBD'nin ihracata oranı (% 150) hedef değerleri benimsemenin mantığı birbirini izleyen Dünya Borç Tabloları (World Debt Tables-WDT) çalışmalarına dayandırılmıştır. Ağır borçlu ülkeler için yapılan çalışmaların çoğu ihracat hedeflerini destekler niteliktedir. Underwood 1990 yılında yaptığı çalışmada yardım unsurunu dikkate alarak ihracat oranı için bir üst sınır tanımlamaya çalışmıştır. Bu çalışma 111 ülkeyi kapsamaktadır. Bu ülkeler temel iki grupta toplanmıştır. Bu gruplar borçlarını yeniden programlayan ya da borç servis ödemeleri birikmiş olan 55 ülke ile hiç borç sorunu yaşamayan 56 ülkeden oluşmaktadır. Borç sorunu yaşamayan 55 ülkenin tamamında net bugünkü değer terimlerinde borç-ihracat oranı % 200'ün altında bulunmuştur.¹²⁷

Sürdürülebilirliğe borcun ihracat oranı istikrara kavuşturularak erişilmektedir. Bu durumda borcu servis etmek için gerekli olan kaynakların payı bulunarak borcun sürdürülebilir yolda olup olmadığı belirlenebilir.

b : borcu servis etmek için gerekli olan kaynakların payı

r : faiz oranı

n : Ekonominin büyüme oranı

D_t : Dış borç

X_t : İhracat ise

¹²⁶ Peter Hijertholm, "HIPC Debt Sustainability Thresholds: Revisiting The Case For A Uniform Formula for Debt Relief", *Journal of Restructuring Finance*, Vol.1, No: 1, (2004), s.13-14.

¹²⁷ Peter Hijertholm, "Debt Relief and The Rule of Thumb: Analytical History of HIPC Debt Sustainability Targets", *Wider Conference on Debt Relief*, (August-2001), s.31.

herhangi bir dönem için borcu servis etmek için gerekli olan kaynakların payı;¹²⁸

$$b = (r-n) \left(\frac{D_t}{X_t} \right)$$

şeklinde belirlenmektedir.

Eğer bir ülke b'den daha fazla ödemeye istekli ise, borcun ihracata oranı düşecek ve eninde sonunda borç sürdürülebilir duruma gelecektir. Geri ödemeler b'nin altında ise bunun ihracata oranı belirsiz bir şekilde artacak ve borç sürdürülemez duruma gelecektir.

Kuramsal olarak borcu reddetmenin maliyeti b'nin üst değeri tarafından belirlenmektedir. Diğer bir deyişle, b'nin üst değeri borcun servis edilip-edilmeyeceği noktasında, borçlu ülkenin kreditorlerle anlaşmazlığa düşmesine yol açan ve borcun servis edilmesi için kullanılacak olan ulusal kaynakların payı olarak yorumlanabilir. Aynı zamanda, borcu reddedip etmeme sınır değerini gösteren b'nin değeri, kreditorler tarafından söz konusu sınıra doğru zorlanmakta olan ülkelere bakılarak dolaylı olarak da çıkarılabilir. Ülkelerin borçlarını yeniden programlamaya başladıkları durumdaki borcun ihracata oranı, sürdürülebilirlik eşliğini gösterir. Bu değer b değerini hesaplamak için kullanılabilir. Bu değerler 1985-93 yılları için Aşağı-Sahra ülkeleri için hesaplanmıştır. Bu ülkeler için borcun ihracata oranını durağan hale getirmek borç servisinde kullanılacak kaynakların payı % 12 bulunmuştur. Bu rakam 1985-89 yıllarında kriz yaşayan Meksika için bulunan % 4.7'lik orana göre oldukça yüksektir.

4.3.2. Mali Hedef Tartışması

Ağır borçlu ülkeler borç sorununu açıklayan, HIPC-I çatısında borcun net bugünkü değerinin kamu gelirlerine oranı (%280) ve HIPC-II çatısında borcun NBD'nin kamu gelirlerine oranı (%250) ilişkin mali hedef eşiklerinin sürdürülebilirliği açıklamada yetersiz ve aynı zamanda bu eşiklerin yüksek olduğu ifade edilmektedir. Eksiklik mali hedef eşiklerinin iktisadi analizden genelleştirilmemesinden kaynaklanmaktadır. Sürdürülebilirlikle ilgili ihracat hedeflerinin metodolojik eksiklikleri olmasına karşın, gerek borcun ihracat oranı, gerekse borç servisinin ihracata oranı ülkenin borcu servis

¹²⁸ Aynı, s.31-33.

edebilme gücünü gösterdiği için bir ölçüde anlamlıdır. Mükemmel olmamasına karşın eşik değerler olarak yorumlanabilir. Ancak kamu gelirlerinin borca oranına ilişkin böyle bir yorum yapmak mümkün değildir.

24 Nisan 1997 tarihinde IMF ve Dünya Bankası kurulları çok açık ekonomiler için HIPC-I'nın yorumunu değiştirmiş ve bu tür ekonomiler için daha önceden belirlenen (% 200-% 250) düzeyindeki borç-ihracat oranının borç sürdürülebilirliği noktasında sıkıntı doğurabileceği kanısına varmışlardır. Dolayısıyla en az % 20'lik kamu gelirleri -GSYİH ve en az % 40'lık ihracat- GSYİH oranına sahip ekonomiler için net bugünkü değer terimlerinde borç-ihracat oranının % 200'ün altına indirilmesi kararlaştırılmıştır. HIPC-I çatısında her iki kriteri (kamu gelirleri-GSYİH= % 20 ve ihracat - GSYİH = % 40) sağlayan ekonomilerin HIPC programından yararlanmaları için, net bugünkü değer terimlerinde borç-kamu gelirleri oranının % 280'lik bir düzeyde olması kararlaştırılmıştır.¹²⁹

HIPC-II çatısında ise en az % 15'lik kamu geliri-GSYİH oranı ve en az % 30'luk ihracat-GSYİH oranına sahip ekonomiler için net bugünkü değer tanımlarında borç-gelir oranı % 250 olarak belirlenmiştir. Kamu gelirleri ve ihracat oranları dikkate alınarak borç-ihracat oranının belirlenmesi mali açıklık kriteri olarak ifade edilmektedir.

Mali/açıklık kriterinin daha iyi anlaşılması için borç yükünün karşılaştırılabilir ölçüme dönüştürülmeleri gerekir. Bu kapsamda, D borcun net bugünkü değeri, X toplam mal ve hizmet ihracatı, T kamu gelirleri ve Y çıktı olarak tanımlanırsa mali gelirler ve çıktıya göre borcun ihracata oranı;

$$\frac{D}{X} = \frac{D}{T} * \frac{T}{Y} * \frac{Y}{X}$$

Şeklinde tanımlanmaktadır. Burada D/X net bugünkü değer terimlerinde borç-ihracat oranını, D/T borç-kamu gelirleri oranını göstermektedir. Mali/açıklık kriteri HIPC-I çatısında ihracatın toplam çıktıdaki payının 0,4'den daha fazla ve kamu gelirleri 0,2'den büyük olmasını gerektirmektedir. Ayrıca bu çatı dış borçların yeniden yapılandırılması

¹²⁹ Peter Hijertholm, "Theoretical and Empirical Foundation of HIPC Debt Sustainability Targets", *Journal of Development Studies*, Vol.39, No.6, (August-2003), s.84-88 ve aynı yazarın çalışmada kullanılan paper ve makalelerinden yararlanılarak bu kısım oluşturulmuştur.

veya bağışlanmasına yönelik, yapılacak yardımlardan yararlanmaları öngörülen ülkeler için % 280'lik D/T oranı belirlenmektedir.

HIPC-II çatısında ise, ihracatın toplam çıktıdaki payının 0,3'den fazla, kamu gelirleri-çıktı oranının en az 0,15 olması kaydıyla, net bugünkü değer terimlerinde D/T oranı ise % 250 olarak belirlenmektedir. Bu çerçevede ($D/X = D/T * T/Y * Y/X$) eşitliğinden hareketle yardım yapılması ön görülen ülkeler açısından borç ihracat oranı HIPC-I kapsamında $D/X = 2,8 (T/Y) (Y/X)$, HIPC-II kapsamında $D/X = 2,5 (T/Y) . (Y/X)$ olarak belirlenmiştir.

Tablo HIPC-I çerçevesinde, kamu gelirleri-GSYİH ve ihracat-GSYİH oranlarının farklı kombinasyonlarına bağlı olarak ortaya çıkan borç-ihracat oranlarını göstermektedir.

İhracat- Çıktı Oranları												
		40	42	44	46	48	50	52	54	56	58	60
Vergi Gelirleri- Çıktı Oranı	20	140	133	127	122	117	112	108	104	100	97	93
	22	154	147	140	134	128	123	118	114	110	106	103
	24	168	160	153	146	140	134	129	124	120	116	112
	26	182	173	165	158	152	146	140	135	130	126	121
	28	196	187	178	170	163	157	151	145	140	135	131
	30	210	200	191	183	175	168	162	156	150	145	140
	32	224	213	204	195	187	179	172	166	160	154	149
	34	238	227	216	207	198	190	183	176	170	164	159
	36	252	240	229	219	210	202	194	187	180	174	168
	38	266	253	242	231	222	213	205	197	190	183	177
	40	280	267	255	243	233	224	215	207	200	193	187

Kaynak: Gerardo Esquivel, Felipe Larrarin B. And Jeffrey D. Sachs. "The External Debt Problem In Central America: Honduras, Nikaragua, And The HIPC Initiative", **Development Discussion Paper No. 645**, (1999), s 18.

Mali açıklık kriteri kamu gelirleri-GSYİH = % 20 ve ihracat-GSYİH = % 40 kriterlerini sağlayan bir ekonomi için sürdürülebilirlik eşiği olarak % 140'lık borç ihracat oranının öngörmektedir. Bunun anlamı borç-ihracat oranını % 140 eşiğine indirinceye kadar borçlu ülke borç güvencesi alacaktır. Bu mali gelirlerin hesaba katılmadığı %

200'lük borç-ihracat oranına göre % 60 daha düşüktür. Ortaya çıkan borç-ihracat oranının açıklık düzeyi ile azaldığı, mali çaba düzeyi ile arttığı Tablo 1'den görülebilir. Tablo 1'deki gölgeli alandan görüleceği üzere % 200'lük borç-ihracat oranlarından daha mali çaba ve açıklık kombinasyonları bulunmaktadır. Bu alanlar sürdürülebilirlik eşiği olarak borç-ihracat oranının % 200'ün üzerinin kabul edilmesi anlamına gelir ki bu HIPC programının mantığına terstir. Mali/ açıklık kriterinin bu çelişik hali eleştiri konusu yapılmakla birlikte, söz konusu kriter halen borç sürdürülebilirlik analizlerinde kullanılmaktadır.

ÜÇÜNCÜ BÖLÜM

TÜRKİYE'DE DIŞ BORÇ VE SÜRDÜRÜLEBİLİRLİĞİ

Dışa açık bir ekonomide cari işlemler dengesi, bir ülkenin yıllık toplam üretimi ile toplam harcamaları arasındaki farkı ifade etmektedir. Toplam harcamaların toplam üretimden fazla olduğu dışa açık bir ekonomide, cari işlemler hesabı açık verecektir. Cari işlemler açığının sürdürülebilirliği ile dış borçların sürdürülebilirliği aynı anlamı taşıdığı için; dış borcu olan ülkelerde cari işlemler açığının sorunsuz bir şekilde finanse edilmesi büyük önem arz etmektedir. Cari açık özel ve kamu kesimini açıklarının bir sonucu olmakla birlikte; temel olarak konsolide bütçe açığı tarafından belirlenmektedir. Dolayısıyla vergilerle ve diğer kamu gelirleriyle finanse edilemeyen bütçe açıkları – her ne kadar iç ve dış borçlarla kapatılabilir ise de; iç borçlanmanın yetersiz yurtiçi kaynaklar nedeniyle önemli bir dışlama etkisi yaratacağı düşünüldüğünde - genellikle dış borçlanma yoluyla finanse edilmektedir.

1. TÜRKİYE EKONOMİSİNDE İÇ VE DIŞ DENGE

Sürdürülebilir büyüme yolundaki bir ekonomide iç denge tam istihdam ve fiyat istikrarı; Dış denge ise dış alemden sağlanan gelirlerin dış aleme giderlere denk olma hedeflerini ifade etmekle birlikte, kaynak açığı daha özel olarak borç kapsamında, iç (mali) ve dış dengesizlikler, bütçe açığı ve cari işlemler açığını ifade etmekte olup; bu şekilde ortaya çıkan kaynak ihtiyacının büyük ölçüde dış borçlanma yoluyla finanse edilmesi söz konusudur. Bu çerçevede, öncelikle büyüme ve fiyat istikrarı gibi değişkenlerin etkileşimlerini irdeleyen genel ekonomik performansa ilişkin değerlendirmelerin ardından; dış denge ile ilgili olarak cari işlemler bilançosu gelişmeleri ve iç denge çerçevesinde mali denge ile iç borç gelişmeleri ele alınmaktadır.

1.1. Genel Ekonomik Performans

Türkiye ekonomisi son 30 yıl boyunca nispi olarak yüksek enflasyon sorunu ile karşılaşmış, buna karşın enflasyonu makul düzeye çekme (tek haneli rakamlara) programları istenen sonucu vermemiştir. Ortalama yıllık enflasyon belirli yıllarda % 100'ün üzerine çıkmasına karşın hiçbir zaman hiper enflasyon düzeylerine erişmemiştir.

Ortalama yıllık enflasyon oranı 1970'lerde % 20, 1980'lerin başlarında % 35-40, 1980'lerin sonlarında % 60-65 ve 1998'de uygulamaya konulan enflasyonu makul düzeylere indirmeyi hedefleyen istikrar programından önce % 80'ler düzeyinde seyretmiştir. Söz konusu programın uygulanması ile birlikte enflasyon oranı önce %20-30'lara ve arkasından %10'lara kadar düşürülmüştür.

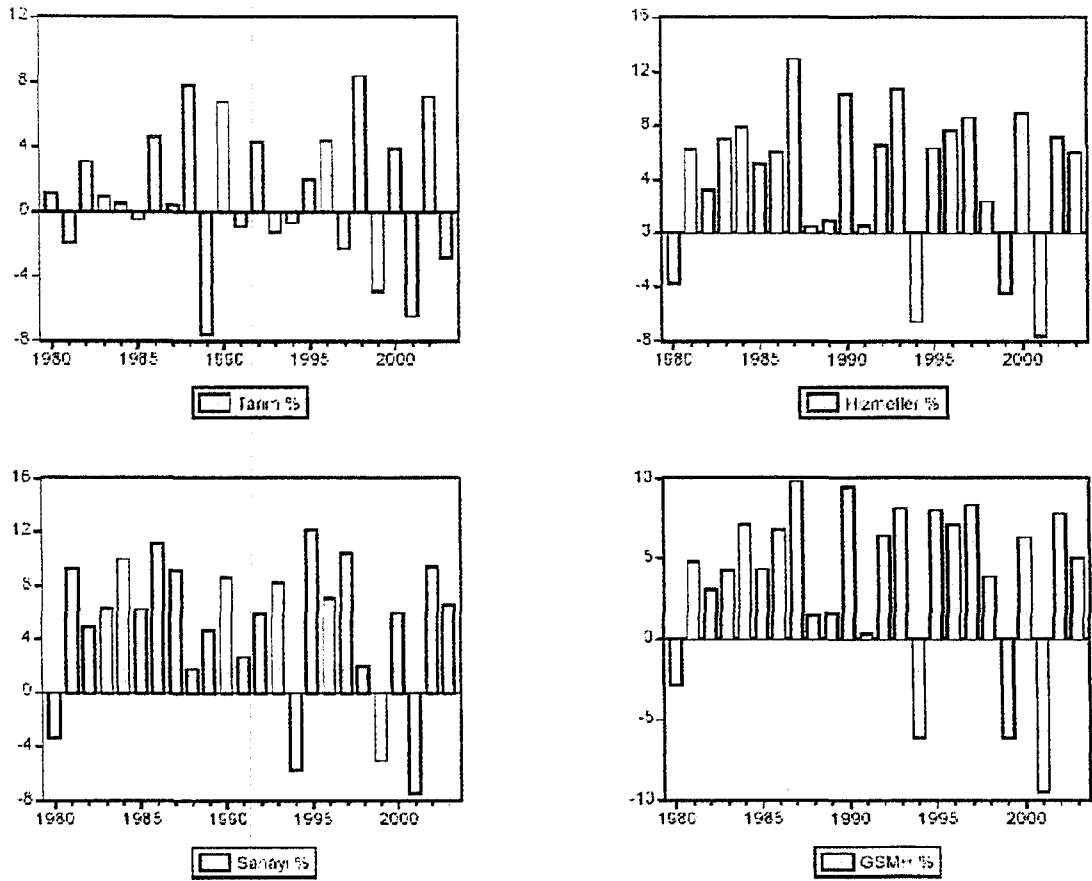
Sürekli bir temelde enflasyonu makul düzeylere çekme ve ekonomiyi sürdürülebilir yola kanalizetme çabalarına ilk olarak 24 Ocak 1980 kararları ile adım atılmıştır. Söz konusu kararlar, esasen ekonominin liberalleştirilmesini ve ihracata dönük büyüme politikasını hedef olarak benimsemektedir. Düşük enflasyon, yüksek GSYİH ve nispi olarak serbestleştirilmiş dış ticaret ve mali sistem bağlamında 24 Ocak programı hedeflerine erişmiştir. Ancak, 1984'lerden itibaren enflasyon oranı tekrar yükselmeye başlamıştır.

1980'lerin sonlarında kamu sektörü borçlanma ihtiyacını azaltmak için herhangi bir ciddi önlem alınmaksızın daraltıcı bir para politikası ve nominal çıpanın muhtelif şekilleri uygulanmıştır. Enflasyonu azaltmayı hedefleyen bu politika, düşük döviz kurları (aşırı değerli TL) ve yüksek faiz oranları yoluyla kısa vadeli sermaye girişini teşvik etmiştir. Özellikle, sermaye hareketlerinin serbestleştirildiği 1989'dan sonra daraltıcı para politikası ve ulusal paranın aşırı değerlenmesi yönünde bir politika sıkı bir şekilde uygulanmıştır. Bununla birlikte, mali politika ve enflasyona ilişkin önlemler gerektiği şekilde alınmamıştır. Bunun sonucu olarak mali politika ve dış açığın sürdürülemez mahiyeti dolayısıyla 1994 krizi yaşanmıştır. İzleyen iki yıl boyunca enflasyonu azaltma ve ekonomiyi istikrara kavuşturma konusunda hiçbir ciddi girişim yapılmamıştır.¹³⁰

Ağustos 1998'de meydana gelen Rusya krizi, Nisan 1999'da genel seçimlerin yapılması Ağustos ve Kasım 1999'da iki büyük deprem felaketinin yaşanması ile birlikte kamu sektörü mali dengesi bozulmuştur. Nisan 1999 seçimlerinden sonra 1998 programını iyileştirme çabaları gözlenmektedir. Söz konusu programın hedefi, enflasyonu %60-70'lik rakamlardan 2002 yılı itibariyle tek haneli rakamlara çekmektir. Söz konusu program Kasım 1999'da IMF ile destekleme düzenlemesi yapıldıktan sonra bir ivme kazanmıştır. Bu programda faiz serbest bırakılırken, döviz önceden belirlenen fiyata dayalı 1,5 yıllık (Ocak 2000- temmuz 2001) sabit kur rejimi programın temel

¹³⁰ Ahmet Ertuğrul and Faruk Selçuk. "A Brief Account of the Turkish Economy:1980-2000", *Russian and East European Finance and Trade*, Vol. 37 No 6, (November- December-2001), s. 6-7.

aracı olmuştur. Yaklaşık bir yıllık zaman süresince kur rahatlığının getirdiği kısa vadeli sermaye hareketleri (sıcak para- açığa dayalı finansman modeli) sonucunda özellikle bankacılık kesimi üzerindeki açık pozisyondan kaynaklanan baskı artmıştır. Bunun sonucunda, 2000 yılının ekim ve kasım aylarında mali piyasalarda bir karışıklık yaşamasına karşın Türkiye ekonomisi, Kasım 2000 ekonomik krizini IMF'den önemli bir miktarda fon sağlayarak atlattır. Kısa süreli yaşanan bu ekonomik kriz mali sistemin çok zayıf olduğunu göstermiştir. Söz konusu kriz kısa vadede bankacılık sisteminin istikrarlılığının ve antienflasyonist programa devam edebilmenin büyük oranda kısa vadeli sermaye girişlerine bağlı olduğunu göstermiştir.



Kaynak: DPT verilerinden hazırlanmıştır.

Şekil 3: Sektörler İtibariyle Büyüme Oranları

24 Ocak kararları olarak anılan kapsamlı yapısal değişim programından günümüze kadar olan süreç; krizlerin yılları esas alınarak 1980-1987 yılları arasındaki istikrarlı dönem ve 1988'den günümüze kadar geçen istikrarsız dönem olarak ifade

edilebilir. İhracata dönük büyüme stratejisi ilk yıllarda oldukça başarılı olmuştur. GSMH'nin ortalama yıllık büyüme oranı 1980-1987 yılları arasında ortalama %4,66 olmuş ve ekonomiyi bu dönemde iyi bir performans göstermiştir. Reel endüstriyel üretimin büyüme oranı reel GSMH'nin üzerinde gerçekleşmiş olup, bu dönemde ortalama %6,68 artmıştır. (Bakınız Tablo 2)

Tablo 2: Ana Sektörler ve GSMH'nin Büyüme Oranları			
Tarım	Sanayi	Hizmetler	GSMH
1980-87	1980-87	1980-87	1980-87
1,03	6,68	5,58	4,66
1988-03	1988-03	1988-03	1988-03
1,09	1,09	3,61	3,25
1980-03	1980-03	1980-03	1980-03
1,07	5,02	4,26	3,72

Kaynak: DPT verilerinden hazırlanmıştır.

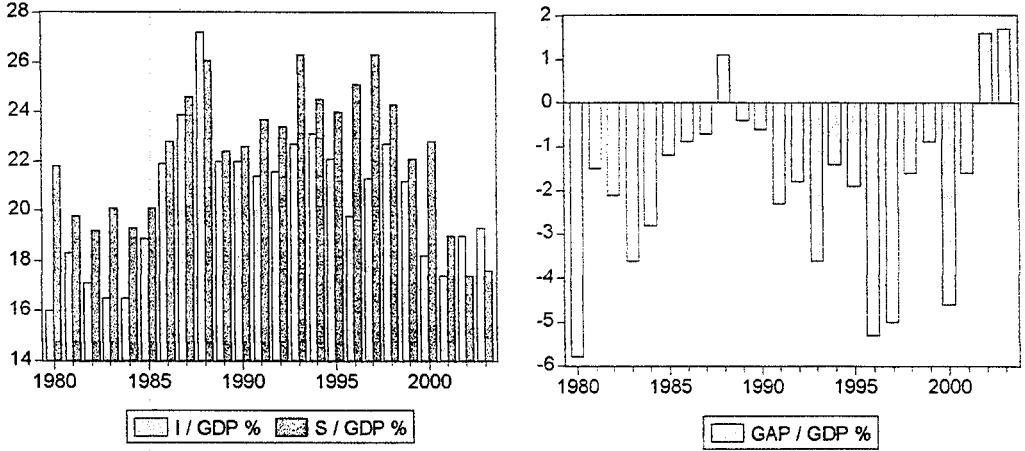
1987 yılından itibaren ekonomi yeni bir evreye girmiştir. 1990 yılı öncesindeki bazı ufak düzeltmeler dışında Nisan 1994, Kasım 2000 ve Şubat 2001 olmak üzere çok ciddi üç kriz yaşamıştır. Halen, bu son iki krizin etkileri silinmeye çalışılmaktadır.

1988'den günümüze kadar olan dönem boyunca reel GSMH'nin büyüme oranı %3,72 olarak gerçekleşmiştir. Yaratılan sanayi üretiminin değeri daha yüksek olup % 5,02 olarak gerçekleşmiştir. (bakınız Tablo 2)

1980-1987 ve 1988-2003 dönemi karşılaştırıldığında, 1988-2003 döneminde önceki döneme göre gerek sanayi ve hizmetler ana sektörlerinde gerekse GSMH'nin büyüme hızında belirgin bir düşüş görülmektedir. Sanayi sektörü büyüme oranı 1980-1987 yılları arasında ortalama %6,68 iken, 1988 yılından günümüze kadar olan dönemde bu oran %1,09 olarak gerçekleşmiştir. Tarım, sanayi ve hizmetler sektörlerinde küçülmeye bağlı olarak GSMH, 1994 ve 2001 yıllarında sırasıyla %6,1 ve %9,5 küçülmüştür. Türkiye ekonomisinde belirleyici sektörün sanayi sektörü olduğu görülmektedir. Bunu hizmetler sektörü takip etmektedir. (bakınız Şekil 3)

1989 yılından sonra Türkiye ekonomisinin istenilen büyüme dinamiğini yakalayamaması döviz kuru politikasının ekonomik gerçeklerin dışında belirlenmesine, enflasyonu makul düzeylere çekme politikalarının başarısızlığına ve optimal olmayan borç finansmanı politikalarına bağlanabilir. 1989 yılından sonra daraltıcı para politikası

uygulamak suretiyle enflasyonu kısmen kontrol altına almak hedeflenmekle birlikte, Türk Lirasının aşırı değerlenmesine izin verilmekle esas amaç, yurtiçi piyasalardan daha kolay borçlanmak olmuştur.¹³¹



Kaynak: DPT verilerinden hazırlanmıştır.

Şekil 4: Tasarruf Açığındaki Gelişmeler

1.2. Dış Ticaret ve Cari İşlemlerdeki Gelişmeler

Bir ülkede tasarruf - yatırım farkının negatif olması, yurtiçi tasarrufların yetersiz olduğunu ve ne kadar dış kaynağa ihtiyaç olduğunu göstermektedir. Dış ticaret dengesi bir ekonomide tasarruf - yatırım dengesinin sonucunda oluşmakta ve önemli bir ayarlama kanalı sağlamaktadır. Dış ticaret sektörlerinin dış dengeyi sağlamadaki rolü dış ticaret ve ödemeler rejimlerine göre değişmektedir. Bu rejimler ne kadar esnekse yurtiçi mal ve para piyasalarındaki dengesizlik, dış sektördeki değişimler yoluyla o kadar hızlı bir şekilde bertaraf edilebilir.¹³²

Bu durumda, yurtiçi tasarrufların ve gayrisafi sabit sermaye yatırımlarının GSYİH'ya oranı ülkenin dış finansman açığının bir göstergesi olarak değerlendirilebilir. Şekil 4'de görüldü üzere 1988 yılı hariç yatırımların GSYİH'ya oranı sürekli olarak tasarrufların GSYİH'ya oranının altında seyretmektedir. Dışa açılma kararlarının

¹³¹ Ertuğrul and Selçuk. a.g.e., s. 10.

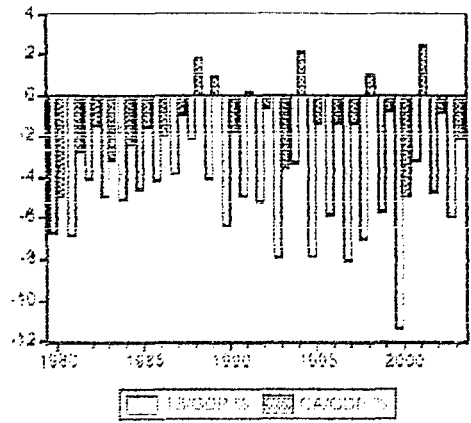
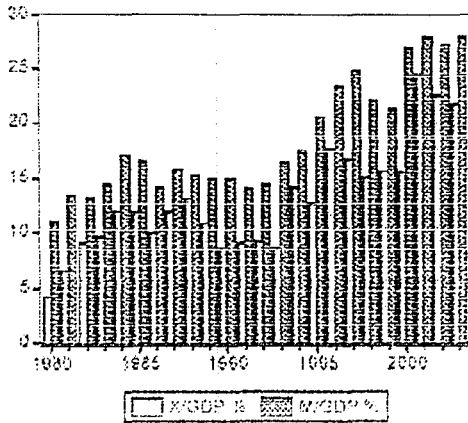
¹³² Turan Erol. "Short- Term Macroeconomic Adjustment Process in A Developing Economy: The Turkish Case, 1960-80 and 1981-86" *Metu Studies in Development*, 19(1) (1992), s. 53.

alındığı 1980 yılı hariç, tasarruf açığının GSYİH'ya oranının en yüksek olduğu yıl %-5,3' le 1996 yılında gerçekleşmiştir. Ülkenin ekonomik kriz yaşadığı 1994 ve 2001 yıllarının bir yıl öncesinde de söz konusu açığın GSYİH'ya oranının belirgin bir şekilde yüksek olduğu görülmektedir.

Dış açılma ile birlikte istikrarlı ekonomik büyümenin gerçekleştiği 1980-87 döneminde 1988-03 dönemine göre tasarruf açığının GSYİH'ya oranının daha yüksek olduğu görülmektedir. Bu sağlanan büyümenin dış tasarruflarla gerçekleştirildiği şeklinde değerlendirilebilir.

Tablo 3 Tasarruf, Yatırım ve Tasarruf Açığının GSYİH'ya Oranı %		
Yatırımlar /GSYİH	Tasarruflar/GSYİH	Tasarruf Açığı/GSYİH
1980-87	1980-87	1980-87
18,64	20,96	-2,33
1988-03	1988-03	1988-03
21,31	22,98	-1,66
1980-03	1980-03	1980-03
20,42	22,30	-1,88

24 Ocak 1980'de kapsamlı istikrar programının uygulanması ile birlikte, dışa dönük gelişme stratejisi kabul edilmiş ve dış dengesizliklerin sürdürülebilirliği önem kazanmıştır. İlk yıllarda ihracata dönük büyüme politikası oldukça başarılı olmuştur. 1980-87 döneminde ihracat ortalama %17,38 artarken ithalat ortalama %8,42 oranında artış göstermiştir.



Kaynak: DPT verilerinden hazırlanmıştır.

Şekil 5: Dış Ticaret ve Cari İşlemlerdeki Gelişmeler

Toplam ihracat ve ithalatın GSYİH'ya oranları Ekonominin açıklık göstergeleri olarak tanımlanır. Şekil 5'den görüldüğü üzere 1980-1987 döneminde ihracat- GSYİH %4,24'den %13,18'e yükselmiştir. Aynı dönem itibariyle ithalatın GSYİH'ya oranı ihracat oranına göre düşük bir artış göstermekte olup %10,95'den %15,72'ye yükselmiştir. Dış ticaret açığının GSYİH'ya oranında da aynı dönem itibariyle bir iyileşme görülmektedir. Dış ticaret açığının GSYİH'ya oranındaki nispi iyileşme büyük ölçüde uygulanan ihracatı teşvik politikalarından kaynaklanmıştır.¹³³

1987 yılından sonra dış ticaret politikasındaki değişiklikler gerekse Türk lirasının yabancı paralar karşındaki değerini korumak için yapılan döviz kuru ayarlamaları dolayısıyla ihracatın artış hızı yavaşlamış ve ithalat patlaması yaşanmıştır. Bütün bunların sonucunda dış ticaret açığının GSYİH'ya oranı özellikle döviz kurundaki ayarlamalara bağlı olarak önemli ölçüde bozulmuştur. Şekil 5'teki sağ panelden görüldüğü üzere 1987 yılında sonra dış açık itibariyle belirgin bir bozulma gözlenmektedir. Yine, cari işlemler açığının da büyük ölçüde dış ticaret açığına bağlı olarak belirlendiği ifade edilebilir.

Bir ülkede yaklaşmakta olan krizin temel göstergelerinden birisi, cari işlemler açığıdır. Gerçekleşen ve beklenen cari açık büyükse veya ağır dış borç geri ödemesi yapan ülke, yeterli düzeyde cari işlem fazlası veremiyorsa, devalüasyona ve krize davetiye çıkarmış demektir. Bir ülkenin cari işlemler açığı çok yüksek ise, bu açık genellikle portföy yatırımı ile (borçlanarak) finanse edilmektedir. Bu yatırımlar ise çok hızlı geri çekilebildiği için ülkeyi devalüasyona sürükleyebilmektedir.¹³⁴ Cari işlemler açığının GSYİH'ya oranının % 4'e çıkması ekonomik krizin habercisi olarak ifade edilmekte ve Türkiye için sürdürülebilir cari açık oranı %2 olarak belirtilmektedir.¹³⁵

Türkiye'de 1994 ve 2001 yıllarında yaşanan krizler ifade edilenleri destekler niteliktedir. Yine, şekil 5'de kriz yıllarının birer yıl öncesinde 1993 ve 2000 yıllarında dış ticaret açığı ve cari işlemler açığı oranları 1980-2003 dönemimin en yüksek oranları olarak görülmektedir. 1993 yılında dış ticaret ve cari işlemler oranları sırasıyla %4,16 ve %3,59 iken aynı rakamlar 2000 yılında %5,59 ve %4,97 olarak görülmektedir. 2001 krizi ile başlayan cari açık tartışmaları devam etmektedir. Cari işlemler dengesi

¹³³ Kemal Çakman ve Umut Çakmak. "1989 Sonrası Türkiye Ekonomisinde Kriz Dinamikleri" *İktisat, İşletme ve Finans*, Sayı: 213, (Aralık- 2003), s. 30.

¹³⁴ Stanley Fischer. "Real Balances, the Exchange Rate, and Indexation: Real Variables in Disinflation", *Quarterly Journal of Economics*, Vol 103 Issue 1, (1988), s. 115.

¹³⁵ Ercan Enç. "Dış Ticaret, Cari Açık ve Kriz" *G.Ü.İ.B.F. Dergisi*, 2, (2001), s. 32.

yaklaşık olarak GSMH'nin %3,5-4'ü kadar açık vermektedir.¹³⁶ Türkiye'de çok iyimser varsayımlar yapılmadıkça cari açığın yakın gelecekte sürdürülebilir olmayacağı ifade edilmektedir.¹³⁷

1.3. Mali Denge ve İç Borçlardaki Gelişmeler

Dünya ekonomisindeki artan bütünleşme, ülkeler bazında uygulanan politika önlemleri çerçevesinde, uluslar arası bir etkileşim ve karşılıklı bağımlılık ortaya çıkarmıştır. Söz konusu politikaların temel etkileri makro değişkenler olan bütçe açıkları ve hükümet harcamaları üzerinde yoğunlaşmaktadır. Uluslar arası alanda birbirlerine bağımlı dünya ekonomisi bir ülkede alınan politika önemlerinin dünyanın geri kalanını çeşitli aktarma mekanizmaları ile etkilemektedir. Mali harcamalar ve faiz oranları arasındaki bağlantı, mali politikaların uluslararası aktarım mekanizmalarını oluşturmaktadır.¹³⁸

Kamu sektörü açığının doğru bir şekilde ölçümü, bu açığın hesaplanma amacı ile doğrudan ilgilidir. Bu konuda en belirgin amaç kamunun mali kaynaklara olan net talebini ölçmektir. Kamunun kullandığı net kaynakları en iyi ifade eden gösterge ise *Kamu Kesimi Borçlanma Gereği*'dir (KKBG). KKBG ya da konsolide edilmiş kamu açığı, faiz giderleri dahil, kamunun toplam nakdi harcamaları ile vergi, vergi dışı gelirler ve hibe gelirleri de dahil olmak üzere toplam nakdi gelirleri arasındaki farkı ifade etmektedir.¹³⁹ KKBG en yaygın kullanılan açık tanımlarından biri olmasına karşın bazı mali durumların yorumlanmasında yetersiz kalmaktadır. Bu amaçla, yaygın olarak kullanılan kamu açığı tanımlarından bir diğeri de Faiz Dışı Açık ya da Birincil açıktır. Başka bir deyişle, cari yıl faiz ödemelerinin önemli bir bölümü geçmiş dönemlerde uygulanan maliye politikalarının bir sonucu olarak ortaya çıkmaktadır.

Borç faiz ödemeleri, cari davranışlardan ziyade geçmiş açıkların bir sonucudur. Mevcut politika uygulamalarının etkin bir biçimde ölçümünün yapılabilmesi için faiz

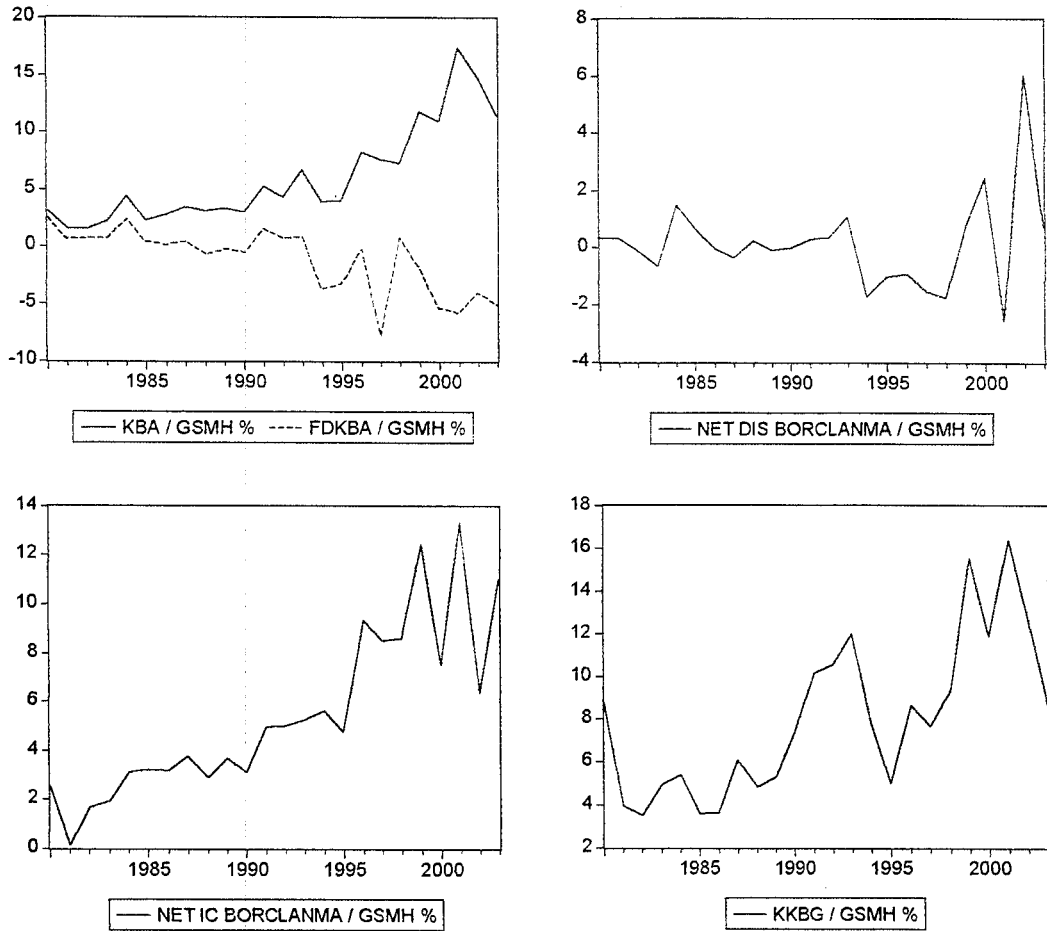
¹³⁶ "Cari Açığın GSMH'ya oranı Yüzde 3,5-4 olacak". *Milliyet*. (19 Ağustos 2004), s. 7.

¹³⁷ Ercan Uygur. Ercan Uygur. "Cari Açık Tartışmaları" *İktisat, İşletme ve Finans*, Sayı 222, (Eylül-2004), s. 17.

¹³⁸ Jacob N. Frenkel And Assaf Razin. "Government Spending, Debt and International Economic Interdependence". *Economic Journal*, 95 (September 1985), s. 619.

¹³⁹ Ercan Türkan. "Alternatif Kamu Açığı Tanımları: İşlevsel Kamu Açığı". *ODTÜ Gelişme Dergisi*, 24(4), (1997), s.551.

ödemelerinin hesaplama dışında bırakılmasını gerektirmektedir.¹⁴⁰ Faiz dışı denge bu kapsamda cari yılda uygulanan maliye politikalarının kamu borç yükümlüğünün ne yönde değiştiğine ilişkin bir gösterge olarak değerlendirilebilir.



Kaynak: DPT verilerinden hazırlanmıştır.

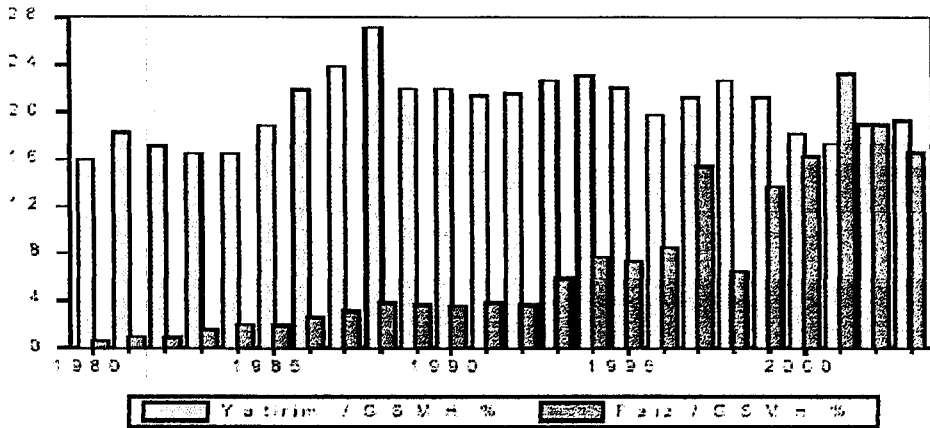
Şekil 6: Mali Denge Değişkenlerindeki Değişmeler

Türkiye’de kamu finansman açıklarının özellikle kamu mali disiplininin bozulmaya başladığı 1980’lerin sonlarından itibaren genişlediği görülmektedir. Bu açıkların artmasında, finansman açığının temel belirleyicilerinden kamu sektörü içerisinde yer alan kurumların bu dönemden itibaren ciddi finansman açıkları vermesi etkili olmuştur. Son on yılda mali disiplindeki hızlı bozulma, ekonomik dengelerin aşırı derecede bozulması sürecini ortaya çıkarmıştır. Bu gelişmelerin sonucu olarak kamu

¹⁴⁰ World Bank. **World Development Report**, (Washington, D.C., 1988), s.56.

açıklarının geniş boyutlara erişmesi borçlanma ihtiyacını artırmıştır. Bunun sonucunda, bütçe açıklarının finansmanın açığında genel de iç borçlanma, dış borçlanma ve emisyon araçları kullanılmıştır.¹⁴¹

Bu kapsamda, KKBG açık bütçe politikasının bir sonucudur. Kamu kesimi borçlanma gereği yıldan yıla artış göstermektedir. Şekil 6'de görüldüğü üzere KKBG'nin GSMH oranı 1980'li yılların başlarında yaklaşık % 4'lerde seyrederken, 1990'lı yıllarda yaklaşık % 11'lere 2000 yılından itibaren %16'lara kadar yükselmiştir. 1994 yılından itibaren sıkı bir mali politikanın uygulandığı görülmektedir. Bu yıldan itibaren faiz dışı konsolide bütçe açığının GSYH'ya oranı fazla vermektedir. 1980-2003 dönemi itibariyle 2000'li yıllar sonrası hariç, net dış borçlanmanın GSMH'ya oranı durağan bir seyir izlemektedir. Aynı dönem itibariyle net iç borçlanmanın GSMH'ya oranı sürekli artış göstermektedir.



Kaynak: DPT verilerinden hazırlanmıştır.

Şekil 7: Yatırım ve Net Faiz Ödemelerinin Gelişimi

Diğer yandan, şekil 7'den de görüldüğü üzere, gayrisafi sabit sermaye yatırımlarının GSMH'ya oranı durağan bir seyir takip etmekle birlikte, kamu borcu net faiz ödemelerinin GSMH'ya oranı sürekli bir artış göstermektedir. Bu durum ülkenin ağır borç yükü altında olduğunun açık göstergesi olarak değerlendirilebilir.

1996'lı yıllardan itibaren yatırımların GSMH'ya oranında belirgin azalma görülmektedir. Şekil 6'nin sol üst ve sağ alt panelinden görüldüğü üzere gerek KKBG,

¹⁴¹ Mustafa Sakal. "Türkiye'de Kamu Açıkları ve Borçlanmanın Sürdürülebilirliği Sorunu: 1980-2000 Dönem Analizi" *D.E.Ü.İ.B.F. Dergisi*, Cilt 17 Sayı 1, (2000), s.35-36.

gerekse konsolide bütçe açığının temel nedenini kamu borç servisi oluşturmaktadır. Genel olarak, son on yılda GSMH'in yüzdesi olarak net iç borçlanmanın dış borçlanmaya nazaran arttığı, yatırımların azaldığı, kamu borç servisinin kamu açıklarının temel nedeni haline geldiği söylenebilir.

2. DIŞ BORCUN YAPISI VE ORANSAL ANALİZİ

Gelişmekte olan ülkelerde dış borçlanmanın büyük boyutlara erişmesi dış borçluluğun değerlendirilmesini zorunlu kılmaktadır. Bir ülkenin borçluluğunun değerlendirilmesi hem kreditorler hem de borçlanan ülkeler bakımından önem arz etmektedir. Bu kapsamda, Türkiye'nin genel borç yapısı ve gelişimi verilmiş, dış borç durumu; borçluluk göstergeleri ve dış borç analiz oranları şeklinde ikiye ayrılarak çeşitli açılardan incelenmiştir.

2.1. Dış Borç Yapısı ve Gelişimi

Bir ülkenin dış borç yapısı; ülkenin dış borç stokunu, stok artışlarını, borçlanmanın hangi kesimler tarafından yapıldığını, vadesini ve kimlerden borç alındığını göstermektedir. Ülkenin ne kadar dış kaynak kullandığının görülebilmesi için öncelikle dış borç stokunun ve gelişiminin görülmesi gerekmektedir.

Türkiye'nin ekonomisi politikasında yapısal dönüşümün yaşandığı 80'li yıllardan sonra, uygulanan ekonomi politikasının sonucu; yerleşiklerin döviz tevdiat açmalarına izin verilmesi, yurt dışı sermaye hareketlerinin kolaylaştırılması ve özel sektörün borçlanma olanağına kavuşması gibi uygulamalar dış borçlarda artışa yol açmıştır. 1980-90 yıllarında dış borçlarda sürekli bir artış söz konusudur. 1985 yılına kadar olan artış ABD dolarının diğer paralar karşısında değer kaybetmesinden kaynaklanmıştır.¹⁴²

Tablo 4'den görüldüğü üzere 1980-2003 yılları itibariyle gerek dış borç stoku gerekse toplam dış borç stokunun GSMH'ye oranında artış gözlenmektedir. 1980'li yıllarda toplam dış borcun GSMH'ye oranının % 23'ler düzeyinde iken bu rakam 2002 yılında % 78'lere kadar yükselmiştir. Bu dönemde 1994 ve 2001 yıllarında toplam dış

¹⁴² Ahmet Ulusoy. **Devlet Borçlanması**. (Trabzon: İber Ofset ve Matbaacılık Ltd. Şti. 2001), s. 177.

borç-GSMH oranında düşme görülmektedir. Söz konusu oranın düşmesi, 1994 krizine giden süreç süreçte Türkiye'nin kredi notunun düşürülmesi ile dış finansman bulma olanağının azalması sonucunda gerçekleşmiştir.¹⁴³ 1994 krizinden çıkış için daraltıcı maliye politikası uygulanmıştır. Bu yolla kamu kesimi açıkları az da olsa düşülerek dış borçlanma ihtiyacı azaltılmış ve dış borç stokunu GSMH'ya oranı azalmıştır.¹⁴⁴

Tablo 4: Dış Borçların Gelişimi (1980- 2003)					Milyon S	
Yıllar	TDB	DBAO %	KVDB	OUVDB	KVDB/TDB%	TDB/GSMH%
1980	15734		2505	13229	15,44	23,26
1981	16627	5,68	2179	14448	12,79	23,42
1982	17858	7,40	1764	16094	10,01	26,72
1983	18814	5,35	2281	16553	12,41	29,56
1984	20823	10,68	3180	17643	15,39	34,00
1985	25660	23,23	4759	20901	18,68	37,36
1986	32206	25,51	6349	25857	19,78	41,98
1987	40326	25,21	7623	32703	18,86	46,08
1988	40722	0,98	6417	34305	15,76	44,76
1989	41751	2,53	5745	36006	13,76	38,42
1990	49035	17,45	9500	39535	19,37	32,18
1991	49035	2,97	9117	41372	18,06	33,14
1992	50489	10,11	12660	42932	22,77	34,58
1993	55592	21,16	18533	48823	27,51	37,01
1994	67356	-2,61	11310	54291	17,24	50,02
1995	65601	11,70	15586	57585	21,43	42,61
1996	73278	8,07	17345	62292	21,56	42,87
1997	79194	6,30	17994	66897	21,02	43,31
1998	84182	14,55	21217	75689	21,54	46,82
1999	96429	6,81	23472	78309	22,26	54,88
2000	102992	15,25	24624	89850	23,84	58,91
2001	118702	-4,11	16241	97585	14,27	78,71
2002	113.826	15,26	15190	116010	12,54	72,15
2003	147264	12,07	18624	123413	15,57	61,64

Kaynak : DPT verilerinden hazırlanmıştır.

Toplam dış borç stokunun GSMH'ya oranının 1998 yılından itibaren tekrar yükselmeye başladığı görülmektedir. 1996-1997 yıllarındaki azalmanın nedeni, hükümetin denk bütçe politikası ile borçların vadesinin 1998 sonrasına ertelemesidir. 1998 yılından sonra da söz konusu oran artmaya devam etmektedir. Bunun nedeni küresel düzeyde yaşanan kriz ihracat olanaklarını daraltmış ve ekonomik büyümenin sağlanmasıyla ödemeler bilançosu açıkların kapatılmasında dış borçlardan yararlanılmıştır. Ardından 1999 yılında yapılan IMF destekleme düzenlemesi

¹⁴³ Aynı s. 120.

¹⁴⁴ Hilmi Ünsal. "Kamu Finansman Aracı Olarak Dış Borçlanma ve 1994 Sonrası Türkiye Uygulaması". İktisat, İşletme ve Finans, Sayı 219, (Haziran-2004), s. 98.

çerçevesinde iç borçların dış borçlarla ikamesi kararlaştırılması sonucu 2000 yılında dış borç stoku önemli oranda artmıştır.¹⁴⁵

Borç stokunu oluşturan kalemlerin, toplam içerisindeki payları dış yükümlükleri kolay servis edilebilmesi bakımından son derece önem arz etmektedir. Toplam dış borç stoku, orta ve uzun vadeli dış borçlar, IMF Kredileri ve kısa vadeli borçlar olmak üzere üç ana başlık altında toplanmaktadır.

Kısa vadeli dış borçların toplam dış borçlara oranı; Kısa vadeli dış borçların toplam dış borçlar içerisindeki yüzde olarak payıdır. Dış borçlanma açısından gelişmekte olan ülkeler genellikle orta ve uzun vadeli dış borçlanmayı tercih etmektedirler. Bu ülkelerin gelişme amaçlı dış borçlanmaları için en uygun yapı orta ve uzun vadeli borçların toplam içinde ağırlık taşımasıdır. Kısa vadeli dış borçların toplam içindeki yeri %15-20 aralığında olması genellikle kabul gören oranlardır. Oranın yükselmesi borç servis kapasitesini azaltıcı, düşmesi ise kapasiteyi artırıcı olarak bir faktör olarak kabul edilmektedir¹⁴⁶. Tablo 4'den görüldüğü gibi 1980-90 döneminde toplam borç içindeki kısa vadeli borçların payında artış görülmektedir. Ancak, Bu dönemde %20'lik sınır değerini aştığı söylenemez. 1990- 2003 yılları itibarıyla kısa vadeli borçların toplam borç stoku içerisindeki payında artış görülmekte ve %20'lik sınır değer 1994, 2000 ve 2001 yılları hariç aşılmıştır.

Yıllar	Kısa vadeli	Orta ve Uzun Vadeli			IMF kredileri
		Kamu Garantili	Özel Garantisiz	Toplam	
1980	13,08	78,62	2,80	81,41	5,51
1990	19,22	78,65	2,13	80,78	0,00
1994	17,08	73,15	9,30	82,45	0,52
1995	21,28	68,20	9,59	77,80	0,93
1996	21,78	60,54	16,85	77,39	0,83
1997	21,23	56,03	22,04	78,07	0,70
1998	21,84	51,68	26,08	77,76	0,40
1999	23,00	49,56	26,57	76,13	0,87
2000	24,88	47,58	23,95	71,53	3,59
2001	14,41	47,89	25,26	73,15	12,44
2002	11,55	46,99	24,67	71,66	16,79

Kaynak: Global Development Finance –2004. s. 532.

Ticari kredilere nazaran daha uygun vade ve düşük faizle sağlanan veya bağlı unsurunu içiren krediler uygun koşullu dış borç (concessional external debt) olarak

¹⁴⁵ Aynı, s. 99.

¹⁴⁶ Bal. a.g.e., s. 103

tanımlanmaktadır. Bu tür krediler genel olarak IMF ve dünya bankası gibi çok taraflı finans kuruluşlarından sağlanan bağlı kredilerdir. Bu oranın yüksek olması ülkenin uluslararası finans piyasalarından ticari kredi sağlama gücünün düşük olduğunu göstermekle beraber, çok taraflı finansman kuruluşların ülkeye uzun dönemde güvenlerinin yüksek olduğunu göstermektedir. Çok taraflı dış borçlarda bu kapsamda değerlendirilebilir. Çünkü çok taraflı dış borçlar; sadece kamu ve kamu garantili değil, aynı zamanda, çoğunlukla resmi kreditorler tarafından sağlanmakta olan orta ve uzun vadeli borçlardır. Diğer yandan, aynı özellikleri taşıyan iki ülke hükümetleri tarafından yapılan anlaşmalarla sağlanan iki taraflı borçlarda benzer şekilde yorumlanabilir. Türkiye'nin çok taraflı borçları 1970 yılında toplam dış borç stokunun % 14'ünü oluştururken bu rakam giderek azalarak 1980 yılında %11,2'ye 2000'li yıllarda %5'in altına düşmüştür. Daha çarpıcı bir azalma uygun koşullu borçlarda görülmektedir. 1970 yılında toplam dış borç stokunun %52,4'ünü oluşturan uygun koşullu dış borçlar 1980 yılında %20,4'e 2000 yılından itibaren %5'in altına inmiştir.¹⁴⁷ Tablo 5'de görüldüğü üzere kamu ve kamu garantili borçlarda bir azalma görülürken özel sektör yükümlülüklerinde bir artış görülmektedir. Yine IMF kredilerinin de toplam borç stokundaki payının oldukça düşük olduğu görülmektedir. Ancak, 2001 ve 2002 yıllarında IMF kredilerinin toplam borç stoku içerisindeki payında çarpıcı bir artış görülmektedir. 2000 yılından önce IMF kredilerinin dış borç stoku içerisindeki payı en fazla % 5 iken, bu pay 2001 yılında % 12,44'e 2002 yılında ise % 16,79'a yükselmiştir.

2.2. Dış Borçluluk Göstergeleri

Borçluluk göstergelerinin her birinin ayrı bir anlamı ve kullanımı olmakla beraber hepsi birlikte kullanıldığında ülkelerin borçluğunun derecesini belirlemektedir. Uluslararası kuruluşlar tarafından kullanılan bu göstergeler, ülkelerin borçluluk derecesinin belirlenmesinde kullanılmaktadır.

¹⁴⁷ Bknz. Ek-1, Tablo: 4.

Toplam Dış Borç / GSMH Oranı

Toplam borç stokunun, toplam üretimin (GSMH'nın) belirli bir oranı olarak ifadesi, toplam borcun bir yıllık ülke üretimin ne kadarına denk geldiğini göstermektedir. Bu oran ülke riski ve borç yükü analizlerinde genel kabul gören ölçütlerden biridir.¹⁴⁸ Uzun dönemli bir borç göstergesi olması nedeniyle oranın büyük değer alması geçmişte çok fazla miktarda dış borç yapılmış olduğunu gösterir¹⁴⁹. Bu göstergenin, %30-50 arasında olması durumunda ülke orta derecede borçlu, % 50'yi aşması durumunda ise çok borçlu ülke olarak sınıflandırılmaktadır.

Toplam Dış Borç / İhracat Oranı

Bir ülkenin dış borç ödeme kapasitesi ile ilgilidir. Bu kapsamda, kısa dönemli bir borç göstergesi olarak ifade edilebilmektedir. Ekonomisi büyük ölçüde dışa açık olan ve ihracatı zaman itibarıyla dalgalanma gösteren ülkeler açısından bu göstergenin izlenmesi özel önem arz etmektedir. Toplam borç stokunun, mal ve hizmet oranının %165-275 arasında olması durumunda ülke orta borçlu, kritik düzey olan %275'in üzerinde olması halinde ise, çok borçlu olarak sınıflandırılmaktadır¹⁵⁰.

Toplam Borç Servisi / İhracat Oranı

Bu oran dış borç servis veya dış borç karşılama oranı olarak ifade edilmektedir. Dış borç servis oranı, borçlu ülkenin, bir yıl içinde cari işlemlerden (mal ve hizmet ihracatından) sağladığı döviz gelirlerinin, ne oranda dış borç servisine (anapara ve faiz ödemeleri) harcadığını gösteren orandır.¹⁵¹ Bu oranın yüksek olması o ülkenin borç ödeme servisinin yetersizliği gösterir.

Hesaplanması basit, anlaşılması kolay bir ölçüt olan borç servis oranının en büyük değeri, borç servis ödemelerinin kısa dönemde borçlu ülke dış ödemeler dengesi üzerindeki baskısını ortaya koymasındır. Oranın yükselmesi bu baskının arttığını ve borçlu ülkenin likidite krizine sürüklendiğini gösterir.

¹⁴⁸ S. Rıdvan Karluk. **Türkiye Ekonomisi, Tarihsel Gelişim, Yapısal ve Sosyal Değişim**. Gözden Geçirilmiş 7. Baskı. (İstanbul: Beta Yayınevi, 2002), s. 166.

¹⁴⁹ Türkmen Derdiyok. **Türkiye'de Dış Borç Yönetimi**. (Ankara: T.C. Başbakanlık Hazine ve Dış Ticaret Müsteşarlığı Araştırma- İnceleme Dizisi :21, Doktora Tezi, 1993). s. 44.

¹⁵⁰ Derdiyok. **a.g.e.** s. 116.

¹⁵¹ Nahit Töre. **Gelişmekte Olan Ülkelerin Dış Borç Sorunları (1973 Sonrası Gelişmeleri)** (Türkiye Bankalar Birliği Yayınları No:110, 1980), s. 16.

Toplam borç servisi / ihracat oranı %18-30 arasında olan ülkeler orta derecede borçlu ülkeler olarak kabul edilirken, söz konusu oran %30'un üzerindekiiler çok borçlu olarak kabul edilmektedirler¹⁵².

Faiz Servisi / İhracat Oranı

İhracat gelirlerinin ne kadarının dış borç faiz ödemeleri için kullanıldığını göstermektedir. Bu oran bir ülkenin dış borç sınıflandırılmasında kullanılan dört temel göstergeden birisidir. Bu oranın değeri %12-20 arasında olması halinde ülke orta derecede borçlu, %20'nin üzerinde olursa çok borçlu olarak kabul edilmektedir.

Bu oranların her birinin ekonominin borç yükünü göstermek bakımından ayrı ayrı değeri olmakla birlikte, birbirine benzemeyen çok sayıdaki ekonomiyi tek bir göstergeye bakarak borçluluğunu sınıflandırmanın sakıncalarından kaçınmak için bu oranların en az üçüne bakılarak bir borçluluk sınıflandırılması yapılmaktadır.

Bu oranlardan en az üçünün;

- Toplam Borç / GSMH > %50
- Toplam Borç / İhracat > %275
- Borç Sevisi / İhracat > % 30
- Faiz Servisi / İhracat > % 20

olması halinde ülke çok borçlu olarak sınıflandırılmaktadır. Orta derce borçlu olmak için yukarıdaki göstergeler sırası ile %30-50, %165-275, %18-30, %12-20 arasında olmalıdır¹⁵³.

Diğer yandan, borçluluk göstergeleri bakımından çok borçlu sınıfına giren bazı ülkeler uluslararası finans pazarında gösterdikleri performans nedeni ile borç krizine girmemişlerdir. Çok borçlu ülkeler ekonomileri nitelik ve nicelikleri bakımından geniş farklılıklar gösterirler. Orta gelir düzeyindeki ülke borçlarının büyük kısmı özel kreditorlerdir. Düşük gelirli ülkelerin borçları ise, daha çok resmi kaynaklıdır. Bu nedenle düşük gelirli ülkeler borç krizi ile daha çok karşı karşıya kalmışlardır.

1991 ve 2003 yıllarını kapsayan dönemler için borçluluk göstergeleri Tablo 6'da verilmiştir. Türkiye için yapılan çalışmalarda, borçluluk göstergeleri mal ihracatına göre hesaplanmakla birlikte, söz konusu göstergeler hem mal ihracatı hem de mal ve hizmet

¹⁵² Evgin, A.g.e., s. 15.

¹⁵³ Aynı, s. 15.

ihracatına göre hesaplanmıştır. Mal ihracatına göre yapılan hesaplamalar düşük gelirli ülkeler için anlamlı olmakla birlikte, hizmet ihracatının toplam ihracat içerisindeki payının yüksek olduğu Türkiye gibi ülkeler için çok fazla anlamlı değildir. 1999 yılına kadar toplam dış borç/GSMH göstergesi itibariyle Türkiye, orta derecede borçlu olarak görünmektedir. 1991 ve 2003 dönemi arasında ise bütün yıllarda mal ihracatı cinsinden hesaplanan toplam dış borç/ihracat ve borç servisi/ihracat göstergeleri itibariyle ağır borçlu ülkeler arasında olduğu görülmektedir.

Tablo 6: Borçluluk Göstergeleri %

Yıllar	Dış borç / GSMH	Dış Borç / İhracat		Borç Servisi/ İhracat		Faiz servisi / İhracat	
		Mal İhracatına Göre	Mal ve Hizmet İhracatına Göre	Mal İhracatına Göre	Mal ve Hizmet İhracatına Göre	Mal İhracatına Göre	Mal ve Hizmet İhracatına Göre
1991	33,20	371,42	229,07	55,20	34,26	25,30	15,56
1992	34,70	377,80	228,97	56,50	35,05	23,40	13,25
1993	37,00	362,28	256,46	60,30	31,32	23,30	13,61
1994	50,10	362,26	224,80	51,80	34,24	21,70	13,44
1995	42,60	338,69	200,35	46,10	32,53	19,90	11,76
1996	42,90	341,11	174,22	42,60	25,11	18,10	9,24
1997	43,30	320,76	162,46	40,80	23,95	17,50	8,85
1998	46,80	357,44	177,40	49,00	30,38	17,90	8,87
1999	54,40	362,62	225,62	60,20	40,13	20,50	11,94
2000	58,90	427,31	232,34	72,40	42,94	22,70	12,38
2001	78,30	363,22	225,82	68,50	48,85	22,80	14,15
2002	72,22	364,03	238,45	79,42	52,55	17,75	11,66
2003	61,64	314,00	215,72	59,24	40,68	14,91	10,24

Kaynak: DPT HM verilerinden hazırlanmıştır.

Mal ihracatı cinsinden hesaplanan faiz servisi/ ihracat göstergesi 1995-1999 yılları arasında %20'lik sınır değer altına düşmekle birlikte bu gösterge diğer bütün yıllarda ağır borçlu ülkeler sınıfında yer almıştır. 1991 ve 2003 dönemi için çoğu yıllarda mal ihracatına göre hesaplanan dört göstergeden en az üçü ağır borçluluk sınır değerlerinin üzerinde seyretmiştir. Durgunluk ve kriz yıllarında göstergeler itibariyle nispi bir bozulma görülmekle birlikte göstergelerin 1999 yılına kadar durağan bir eğilim sergilediği ifade edilebilir. 1999 yılından itibaren faiz servisi/ ihracat göstergesi hariç diğer göstergelerde belirgin bir bozulma görülmektedir.

Toplam mal ve hizmet ihracatı baz alınarak yapılan hesaplamalarda borç servisi/ihracat, faiz servisi/ihracat ve dış borç/ihracat göstergeleri orta borçlu ülkeler için kabul edilen sınır değerler aralığına düşmektedir. Tek istisnası 2002 yılı borç

servisi/ihracat göstergesidir. Genel olarak hizmet ihracatı dikkate alınarak yapılan hesaplamalarda ülkenin orta derece borçlu ülkeler kategorisinde olduğu görülmektedir.

2.3. Dış Borç Analiz Oranları

Dış borç analiz oranları; dış borcu, maliyet, belirli bir ülkeye net kaynak akışı, ülkenin ihtiyaç duyduğu yabancı kaymak miktarını belirleme gibi çeşitli açılardan tanımlamaktadır.

Dış Borç Maliyet Oranı

Dış borç maliyet oranı, dış borç faiz ödemelerinin ülke gayri safi yurtiçi hasılasına veya ihracat gelirlerine bölünerek elde edilmektedir. Bu oran GSMH ile ifade edildiğinde aynı zamanda bir borçluluk göstergesidir. Bu oranın yüksek bir değerde olması ülkede marjinal tüketim eğiliminin yüksek olduğuna ya da yatırımların etkisizliğine yorumlanır. Çünkü dış borçlanmanın milli gelire veya ülke ihracatına katkısı, söz konusu alanlarda sağlayacağı büyüme ile ölçülür.¹⁵⁴ Bir başka ifadeyle, iç finansman kaynaklarının verimliliği sabit kabul edilirse, dış borç faiz ödemelerindeki artış, GSYİH veya ihracat gelirlerindeki artıştan daha fazla ise, dış borçlanmanın maliyeti katkısından fazla olmaktadır.

Bu oranı değeri, sermaye/hasıla katsayısı, sağlanan dış finansmanın vade ve faiz koşullarının yanı sıra, yatırımların finansmanında dış finansmanın ağırlığına bağlıdır. Dış borç faiz ödemelerinin ihracat gelirlerinin en fazla %20'si olması, bu oran için kabul edilen sınır değeri oluşturmaktadır.

¹⁵⁴ Derdiyok. a.g.e., s. 41-42

Tablo 7: Dış Borç Maliyet Oranları

Yıllar	Faiz	İhracat	GSYİH	Milyon S	
				Faiz/İhracat %	Faiz/GSYİH %
1991	3430	22039	155015	15,56	1,72
1992	3217	24279	163373	13,25	1,61
1993	3574	26264	184738	13,61	1,49
1994	3923	29182	134401	13,44	2,43
1995	4303	36575	175184	11,76	1,83
1996	4200	45471	187651	9,24	1,56
1997	4588	51850	197373	8,85	1,53
1998	4823	54348	208963	8,87	1,43
1999	5450	45642	191201	11,94	1,85
2000	6299	51085	205484	12,33	1,95
2001	7134	50403	149607	14,15	3,34
2002	6402	54907	186439	11,66	2,44
2003	6988	68267	243479	10,24	2,23

Kaynak: HM MB DPT

Tablo 7’de görüldüğü gibi dış borç maliyet oranları mal ve hizmet ihracatı rakamlarına göre %8,85 ile %15,56 arasında değişmektedir. 1991 –2003 yılları arasında, %20’lik üst sınır değerini aşmadığı gözlenmektedir. Yine, bu dönemde kriz yılları olan 1994 ve 2001 yıllarında dış borç maliyeti bakımından bir maliyet artışı gözlenmektedir. Çünkü söz konusu oran 2001 yılında %14,15 ve 1994 yılında %13,44’le 1991 yılından sonra en büyük ikinci ve üçüncü oranlardır. Aynı oran GSYİH cinsinden ifade edildiğinde %1,49 ile %3,34 arasında değişmektedir. Bu dönem için en büyük rakam %3,34 ile 2001 yılına ait olan rakamdır. Her ne şekilde ifade edilirse edilsin kriz yıllarında dış borç açısından bir maliyet artışı söz konusudur.

Net Kaynak Transfer Oranı

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

$$\text{Net kaynak transfer oranı} = \frac{\text{Net Dış Borçlanma Dengesi}}{\text{GSYİH} \left(\begin{array}{l} \text{İhracat Gelirleri veya} \\ \text{Uluslararası Rezervler} \end{array} \right)}$$

Net kaynak transfer oranı, net dış borçlanma dengesinin GSYİH, uluslararası döviz rezervi veya ülke ihracat gelirine bölünmesi yoluyla elde edilmektedir. Bu oran, dış borçlanma sonucu oluşabilecek net dış tasarruf, bu şekilde de ülkenin kalkınma sürecine yaptığı katkıyı gösterebileceği gibi, oranın negatif değer olması halinde, gerçekleşen negatif tasarruf nedeniyle, kalkınma sürecine olan olumsuz etkilerini göstermektedir.

Oluşan net dış borçlanma dengesinin alacağı pozitif veya negatif değerler, ülke ithalat kapasitesinde genişleme veya daralmaya neden olacaktır. Dış borçlanma dengesinin ülkenin ithalat kapasitesine etkisi net dış borçlanma dengesinin aynı dönemdeki ülkenin ithalat harcamalarına bölünmesi ile elde edilir. Bu oran dış borç - ithalat etki oranı olarak bilinir.¹⁵⁵ Oranın pozitif değerler alması, dış borçlanma sonucu elde edilen kaynağın, dış borçlanma giderleri (ana para ve faiz ödemeleri) yanında, ne oranda ülke ithalatının finansmanı için kullanılabilirliğini gösterir. Negatif değer alan oran ise, vazgeçilen ithalat cinsinden dış borçlanmanın fırsat maliyetini bir göstergesi olarak değerlendirilebilir.

Net dış borçlanma dengesinin ülke tasarrufları, ihracat gelirleri ve döviz rezervleri ile mukayese edilmesi ile dış borçlanmanın ihracat gelirlerine ve döviz rezervlerine olan net etkileri görülebilir.

Tablo 8: Net Kaynak Transfer Oranları %

Yıllar	Net Transfer (Milyon \$)	Net tr./ İth	NetTr./İhr.	Net Tr/ GSYİH	Net Tr/ Ulus. Rez.
1991	-1573	-7,47	-7,14	-1,05	-12,84
1992	-1388	-6,07	-5,72	-0,88	-9,10
1993	980	3,33	3,73	0,55	5,52
1994	-4702	-20,21	-16,11	-3,68	-28,47
1995	-5604	-15,69	-15,32	-3,32	-24,03
1996	-5370	-12,31	-11,81	-2,95	-21,51
1997	-2513	-5,18	-4,85	-1,31	-9,26
1998	-5008	-10,91	-9,21	-2,47	-16,98
1999	-6474	-15,92	-14,18	-3,53	-19,18
2000	-1039	-1,91	-2,03	-0,53	-3,04
2001	-692	-1,71	-1,37	-0,50	-2,29
2002	-1026	-2,05	-1,87	-0,58	-2,70
2003	-2766	-4,27	-4,05	-1,18	-7,10

Kaynak: HM MB DPT

Net dış borçlanma dengesi kredi kullanımlarından dış borç geri demelerinin (ana para ve faiz) farkı alınarak elde edilmiştir 1991 ve 2003 yılları arasında Tablo 8'de

¹⁵⁵ Derdiyok. a.g.e., s. 43.

görüldüğü üzere 1993 yılı hariç, ülke dışına net kaynak transferi söz konusudur. 1991-2003 dönemi için net kaynak transferi, mal ve hizmet ihracatı, GSYİH ve net uluslararası rezervler cinsinden hesaplanmıştır. Her üç değişken açısından da en büyük kaynak akışının 1994 ve 1999 yıllarında olduğu görülmektedir. 1994 yılındaki ülke dışına net kaynak akışının büyük olması söz konusu dönemde uygulanan 5 Nisan istikrar tedbirlerinin IMF ile bir anlaşma yapılmadan gerçekleştirilmesine bağlanabilir. Net transferlerin mal ve hizmet ithalatına oranı olarak hesaplanan dış borç –etki oranı itibari ile de benzer bir durum söz konusudur. Bu gösterge, mal ve hizmet ithalatı için kullanılacak kaynakların 1993 yılı hariç dış borç servisini gerçekleştirmek amacıyla kullanılmak zorunda kaldığı biçiminde yorumlanmalıdır.

Dış Kaynak İhtiyaç Oranı

Bir ülkenin uluslararası finansmana bağımlılığının en önemli göstergesi, o ülkenin cari işlemler dengesi açığı ve dış borç ana para geri ödemelerinin toplamının gayrisafi yurtiçi hasılasına oranlanarak elde edilir¹⁵⁶. Bu oran ülke ihracat gelirleri cinsinden de ifade edilebilmektedir.

Dış kaynak ihtiyaç oranını değerinin yükselmesi, ülke ekonomisinin yabancı sermaye olan bağıllığının artmakta olduğunu göstermenin yanı sıra ülkenin dış finansal gelişmelerden daha kolay etkilenebileceğini de ifade etmektedir. 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 değerlendirilmesi, ülkeye olan sınırlı sermaye akımlarının bileşimindeki farklılıkları yakalayamadığı için sınırlı sonuçlar vermektedir. Toplam sermaye akımları içerisindeki doğrudan yatırımların çokluğu, dış borç maliyet oranlarını etkilemektedir¹⁵⁷.

¹⁵⁶ Harun Bal. *Uluslararası Finansman, Dış Borç Yönetimi ve Türkiye*. (İstanbul: Türkiye Bankalar Birliği Yayın No: 222., 2001), s. 102.

¹⁵⁷ Derdiyok. *a.g.e.*, s. 38.

Tablo 9: Dış Kaynak İhtiyaç Oranları (Milyon \$)

Yıllar	Cari Hesap	Anapara	DKİ	DKİ/GSYİH	DKİ/İhracat
1980	-3408	564	3972	5,79	108,17
1990	-2625	3664	6289	4,20	29,89
1991	250	4242	3992	2,67	18,11
1992	-974	5294	6268	3,96	25,82
1993	-6433	4653	11086	6,18	42,21
1994	2631	6070	3439	2,69	11,78
1995	-2339	7594	9933	5,89	27,16
1996	-2437	7218	9655	5,31	21,23
1997	-2638	7830	10468	5,47	20,19
1998	1984	11690	9706	4,78	17,86
1999	-1344	12866	14210	7,72	31,13
2000	-9819	15638	25457	12,89	49,83
2001	3390	17489	14099	10,10	27,97
2002	-1522	22236	23758	13,40	43,27
2003	-6808	20784	27592	11,80	32,19

Kaynak: DPT HM ve MB

Dış kaynak ihtiyacı belirlenirken, iç tasarruf açığı ile dış ticaret açığının ayrı ayrı değerlendirildiği, hatta bu hesaplamada dış ticaret açığının egemen faktör olarak kabul edilmektedir. Çünkü bu açıklardan hangisi yükse o açık baz alınmaktadır. Bu durumda, Türkiye'nin ihtiyaç duyduğu dış borç miktarını iç tasarruf açığından ziyade dış ticaret açığı belirlemekte ve iç tasarruf açığı yan belirleyici faktör olarak ele alınmaktadır.¹⁵⁸

Tablo 9'da görüldüğü üzere dış kaynak ihtiyaç oranlarının pay kalemlerinden olan dış borç ana para ödemelerinin dış kaynak ihtiyacını belirleyen ana unsur olduğu görülmektedir. Birkaç yıl hariç hemen hemen diğer bütün yıllarda dış borç anapara ödemelerinin cari işlemler açığının yaklaşık iki katı kadardır. Dış kaynak ihtiyaç oranının 2000, 2001 ve 2002 yıllarında diğer yıllara göre yüksek olduğu görülmektedir. 1980-2003 döneminde ortalama GSYİH'nin % 5,64'ü kadar dış kaynağa ihtiyaç duyarken, mal ve hizmet ihracatı cinsinden bu oran % 31,66'ya denk düşmektedir.

Türkiye ihracat yapısında önemli değişiklikler yapamadığı ve mevcut kaynaklarını tüketim malı üreten sektörlerden sermaye malı üreten sektörlere kanalize etmediği sürece, dış kaynak ihtiyacı bakımından, iç tasarruf açığı ile dış ödemeler dengesini ayrı ayrı değerlendirmek zorunda kalacaktır. Bu nedenle, dış kredilerin Türkiye'nin döviz kaynaklarını takviye etmesi, yatırım kaynaklarını artırması kadar önemlidir.

¹⁵⁸ İlhan Uludağ, *İzlenen Politikalar Işığında Türkiye Ekonomisi (Teori-Politika-Değerlendirme)*, (Marmara Üniversitesi Bankacılık ve Sigortacılık Enstitüsü Yayın No: 2, Eylül 1990), s. 294.

Uluslararası Rezerv / Toplam Dış Borç Oranı

Uluslararası ödemelerde kullanılabilen her türlü aktif uluslararası rezerv tanımına girmektedir. Uluslararası rezerv kapsamına, ülkedeki para otoritesinin elinde bulunan uluslararası standarttaki altın, konvertibil dövizler, uluslararası ödemelerde kabul gören kısa vadeli özel ve resmi alacak senetler, bonolar ve tahviller ile IMF nezdindeki özel çekme hakları (SDR) ile diğer çekme hakkı kredi dilimleri girmektedir¹⁵⁹.

Bu oran ülkenin dış ödeme kapasitesinin en önemli göstergelerinden birini oluşturmaktadır. Bu oran ülkenin rezerv stokunun dış borcun ne kadarını karşılayabildiğini göstermektedir. Bu oranın zaman itibariyle büyümesi ile ülkenin kredibilitesi ve borç ödeme gücü arasında doğrusal bir ilişki kurulabilir.

Tablo 10: Dış Borç Yükü Oranları %

Yıllar	Ulus. Rez / TDB	NDBY/İhracat	NDBY/GSYİH
1980	7,45	432,38	23,81
1990	23,22	199,24	27,62
1991	24,26	191,81	27,88
1992	27,44	184,47	27,93
1993	26,37	210,23	30,41
1994	25,17	183,28	41,30
1995	31,82	154,92	33,05
1996	31,53	137,38	33,74
1997	32,24	128,13	33,95
1998	30,59	140,05	36,66
1999	32,77	169,46	41,16
2000	28,78	185,76	47,29
2001	26,52	181,08	64,55
2002	29,01	185,93	57,07
2003	26,48	176,57	51,11

Kaynak: TCMB HM DPT verilerinden hazırlanmıştır.

Tablo 10'dan görüldüğü üzere net uluslararası rezervlerin toplam dış borçlara oranında düzenli bir artış görülmektedir. 1980'li yıllarda %7-8'lerde seyreden oran, 1990'lı yıllarda %20'nin üzerine çıkmış, 2000'li yıllardan itibaren yaklaşık %30'lar düzeyine eriştiği görülmektedir. 1980-2003 döneminde söz konusu oranın ortalaması %21,96'dır.

¹⁵⁹ Ahmet Erol. **Ekonomik Etkileri Açısından Türkiye'de Devlet Borçları**. (Ankara: Maliye ve Gümrük Bakanlığı APK Kurulu Başkanlığı Yayın No: 324, Başbakanlık Yayınevi, 1992), s. 153.

Net Dış Borç Yükü Oranları

Net dış borç yükü; mevcut belirli bir dönemdeki dış borç stokundan o dönemdeki uluslararası rezervler çıkarılması ve buna dış işlemlerin karşılanması için ihtiyaç duyulan bir uluslar arası rezerv miktarının eklenmesi ile bulunur. Dış işlemlerin karşılanması için ihtiyaç duyulan rezerv miktarı , genelde, iki aylık ithalat gideri olarak tanımlanmaktadır.

Net dış borç yükü ise, net dış borcun, GSYİH veya ihracat gelirlerine bölünmesi ile bulunur. Bu durumda net dış borç yükü,

$$NDBY = \frac{\text{Mevcut Dış Borç} - \text{Uluslar arası Rezervler} + 1/6 \text{ İthalat Harcamaları}}{\text{GSYİH (İhracat Gelirleri)}}$$

şeklinde formüle edilebilir. Söz konusu ifadeden de anlaşılacağı üzere uluslararası rezervler, mevcut dış borçlar için bir finansman kaynağı olarak kabul edilmektedir. Bu şekilde, uluslararası rezervlerin dış borçları karşılama durumu ve bunun ötesinde, iki aylık ülke ithalat ödemeleri için ihtiyaç duyulan döviz miktarı da hesaplamalara dahil edilerek, net dış borç yükü bulunmuş olmaktadır.

Tablo 10'dan görüleceği üzere net dış borç yükü ihracat göstergesi bakımından 1980 yılı hariç diğer yıllarda oldukça düzenli bir eğilim sergilediği söylenebilir. Ancak net dış borç yükünün GSYİH'ya oranı için aynı şey söylenemez. 1980'li yıllarda net dış borç yükünün GSYİH'ya oranı %20'ler düzeyinde iken 1990'larda bu oran %30'lar seviyesine 2000'li yıllarda ise %60'lara erişmiştir. 1980-2003 dönemi itibarıyla Net dış borç yükünün mal ve hizmet ihracatına oranı ortalama %208 iken GSYİH'ya oranı ortalama %37,29 olarak gerçekleşmiştir.

3. ZAMANLARARASI GERİ ÖDEME YETENEĞİ TESTLERİ

Hangi yaklaşımla ele alınırsa ele alınsın, sürdürülebilirlik literatüründe genel olarak birincil açık (kamu borçları) için modeller kurulmakta bu modeller cari açıklara (dış borçlar) uyarlanmaktadır. Kesin çizgilerle ayrılamamakla birlikte, iki ana çizgide ilerleyen sürdürülebilirlik literatüründe, Feretti, Maria ve Razin (1996a;1996b;1996c;1999), Bohn (1998), Marchesi (2000), Smet ve Gillbart (2001), ve Edwards (2002a;2002b) birinci çizgiye yön vermektedirler. Bu çizgide ilerleyen

$$GDP_t + (F_t - F_{t-1}) + TR_t \equiv A_t + rF_{t-1} + [N_t - (1+i_t)N_{t-1}] \quad (1)$$

Burada,

GDP gayrisafi yurtiçi hasıla;

F: net dış borç;

TR: transfer harcamaları;

A: yurtiçi sakinlerin mal ve hizmetler üzerindeki toplam harcamaları;

r: nominal faiz oranı ;

N: uluslar arası rezervler

i : N üzerindeki faiz oranı.

(1) No'lu eşitlikteki bütün değişkenler nominal olarak ifade edilmiştir. Aksi ifade edilmedikçe, bütün değişkenler bundan böyle nominal olarak kabul edilecektir. Ayrıca, uluslararası rezervlerin faiz taşımadığı varsayımı yapılmıştır. (1) No'lu eşitliğin sol tarafı ekonominin toplam gelirini, sağ tarafı ise ekonomideki toplam harcamaları ifade etmektedir.

Ulusal gelir özdeşliği, $EX_t - IM_t = GDP_t - A_t$ olarak kabul edilmektedir. Genel ulusal gelir özdeşliği varsayımı altında bir ülkenin dış ticaret bilançosu aşağıdaki gibi ifade edilmektedir:

$$TB_t \equiv EX_t - IM_t = r_t F_{t-1} - (F_t - F_{t-1}) - TR_t + [N_t - (1+i_t)N_{t-1}] \quad (2)$$

Yukarıdaki ifadede EX t dönemi esnasındaki mal ve hizmet ihracatını, IM ise aynı dönemdeki mal ve hizmet ithalatını göstermektedir. (2) No'lu eşitlikten hareketle dış borcun değerlendirilmesini tanımlayan dinamik bütçe eşitliği aşağıdaki şekilde ifade edilebilir:

$$F_t - F_{t-1} = r_t F_{t-1} - S_t \quad (3)$$

Bu eşitlikte $S_t \equiv TB_t + TR_t - [N_t - (1+i_t)N_{t-1}]$ olarak tanımlanır. (3) No'lu eşitlikte S_t dış borç geri ödemelerini karşılamak için kullanılabilen net dış fazlalıklar olarak yorumlanabilir. F_t cinsinden bu fark eşitliği ileriye bakan bir çözüm elde etmek için yeniden düzenlenerek aşağıdaki ifade elde edilir:

$$F_t = \lim_{N \rightarrow \infty} \frac{F_N}{\prod_{j=1}^{N-1} (1+r_{t+j})} + \sum_{j=t+1}^{\infty} \frac{S_j}{\prod_{i=1}^{j-t} (1+r_{t+j})}$$

Mükemmel öngörü (perfect foresight) varsayımı t zamanına bağlı olarak kısıtlanmaktadır. Ekonomik birimler dönem sonu değeri bilemezler. Fakat, dönem başı değeri bilmektedirler. Bundan dolayı, rasyonel beklentiler hipotezi altında, t zaman bilgisi üzerine şartlı beklenti yukarıdaki ifadeye eklenir. Bu eşitlik yeniden aşağıdaki eşitlik şeklinde yazılır:

$$F_t = E_t \lim_{N \rightarrow \infty} \frac{F_N}{\prod_{j=1}^{N-t} (1+r_{t+j})} + E_t \sum_{j=t+1}^{\infty} \frac{S_j}{\prod_{i=1}^{j-t} (1+r_{t-j})}$$

E_t , t önemindeki mevcut bilgiye dayanarak ekonomik birimlerin (borçlu ve kreditorler) matematiksel beklentisini göstermektedir. Böylece, dış borç geri ödemelerinin geri ödeme yeteneği koşulu aşağıdaki ifadelerle belirlenmektedir.

Tanım: aşağıdaki eşitlik gerçekleşirse, geri ödeme yeteneği koşulunun sağlandığı ifade edilebilir.

$$F_t = E_t \sum_{j=t+1}^{\infty} \frac{S_j}{\prod_{i=1}^{j-1} (1+r_{t+j})} \quad (4)$$

(4) No'lu eşitliğin anlamı oldukça basittir. (4) No'lu eşitlik t döneminin sonunda ülke geri ödeme yeteneğine sahipse, dış borcun cari değerinin gelecek net dış fazlalıkların hali hazır değerine eşit olması gerektiğini göstermektedir.

Yine, ülkenin geri ödeme yeteneğine sahip olduğu varsayımı altında yukarıda (4) No'lu eşitlikle ifade edilen tanım; matematiksel olarak (5) No'lu eşitlikle ifade edilen koşula denk olur:

$$E \lim_{N \rightarrow \infty} \frac{F_N}{\prod_{j=1}^{N-1} (1+r_{t+j})} = 0 \quad (5)$$

Bu koşul makro ekonomik literatürde ponzi oyununa düşmeme koşulunu ifade etmektedir. Başka bir deyişle, ülke dış açıkları sonsuza borçlanarak kadar çeviremez. (5) No'lu eşitliğin sol tarafı sıfırdan daha büyük ve borç stoku gelecekteki beklenen ödemelerden daha hızlı büyüyorsa, o zaman söz konusu ülke borç batağı sorunu ile karşı karşıyadır. Bu durumda, ülke ponzi planları uygulayarak dış borç geri ödemelerini gerçekleştirir. Daha açık olarak, ülke borçlarını geri ödemek için yeniden borçlanmak durumundadır.

3.2. Ekonometrik Metodoloji ve Sürdürülebilirlik Koşulunun Belirlenmesi

Birim kök ve eş bütünleşme testleri bir hükümetin geri ödeme yeteneğini belirlemede çoğunlukla kullanılan ekonometrik araçlardır. Türkiye'nin dış borç sürdürülebilirlik koşulunun belirlenmesinde daha önce ifade edilen kuramsal altyapıyı test etmek için Hakkio ve Rush (1991) tarafından geliştirilen metodoloji kullanılacaktır.

Uluslararası borçlanma kısıtı genel olarak (3) No'lu şeklinde yazılmaktadır. Bununla birlikte Hakkio ve Rush (1991) test edilebilir göstergeleri türetmek için alternatif bir eşitlik önermektedirler. Faiz oranının koşulsuz ortalama ile r ye eşit olduğu varsayımı yapılarak, (3) no'lu eşitliğin her iki tarafından rF_{t-1} çıkarılırsa (6) No'lu eşitlik elde edilmektedir.

$$E_t + (1+r)F_{t-1} = X_t + F_t \quad (6)$$

(6) No'lu eşitlikte $X_t = EX_t + TR_t + (1+i_t)N_{t-1}$, $M_t = IM_t + N_t$ ve $E_t = M_t + (r_t - r)F_{t-1}$ şeklinde tanımlanmıştır. (6) No'lu eşitlik bütün dönemlerde sağlanmaktadır. Bu durumda, bu eşitliğin birinci farkı alınarak aşağıdaki eşitlik elde edilir:

$$\Delta F_t = (1+r)\Delta F_{t-1} + \Delta E_t - \Delta X_t$$

Bu eşitlikte Δ birinci farkları göstermektedir. Bu eşitlik ileriye doğru çözüldükten sonra, temel eşitlik olan $\Delta F_t = r_t F_{t-1} + M_t - X_t$ ifadesinde yerine konular yeniden düzenlenirse, (7) No'lu eşitlik elde edilir.

$$MM_t = X_t + \lim_{i \rightarrow \infty} \frac{\Delta F_{t+i}}{(1+r)^i} + \sum_{j=t+1}^{\infty} \frac{\Delta X_j - \Delta E_j}{(1+r)^{j-t}} \quad (7)$$

(7) No'lu eşitlikte $MM_t = M_t + r_t F_{t-1}$ olarak tanımlanmaktadır. X ve E'in durağan olmadığı (I(1) olduğu) varsayılmaktadır. Bununla birlikte ΔX_t ve ΔE_t durağandır. Ayrıca X ve E aşağıdaki gibi birer tesadüfi yürüyüş (random walk) süreci takip etmektedirler:

$$X_t = a_1 + X_{t-1} + u_{1t} \quad (8)$$

$$E_t = a_2 + E_{t-1} + u_{2t} \quad (9)$$

Bu durumda (8) ve (9) No'lu eşitlikler (7) No'lu eşitlikte yerlerine konulduğunda (10) No'lu eşitlik elde edilir.

$$MM_t = X_t + \lim_{N \rightarrow \infty} \frac{\Delta F_{t+j}}{(1+r)^j} + \sum_{j=t+1}^{\infty} \frac{(a_1 - a_2)}{(1+r)^{j-t}} + \sum_{j=t+1}^{\infty} \frac{(u_{1j} - u_{2j})}{(1+r)^{j-t}} \quad (10)$$

(10) No'lu eşitlik test edilecek olan hipotezin temelini oluşturmaktadır. Öncelikle (4) No'lu eşitlikle ifade edilen geri ödeme yeteneği koşulunun sağlandığı varsayıldığında, (10) No'lu eşitliğin sağ tarafındaki ikinci terim sifıra eşit olacaktır. Bu durumda, (10) No'lu eşitlik aşağıdaki şekilde bir regresyon eşitliği olarak yeniden yazılabilir.

$$X_t = a + bMM_t + u_t \quad (11)$$

Eğer X ve MM durağan değilse, yani I(1) ise, bu durumda test edilecek olan boş hipotez b katsayısının bire eşit olması ve aynı zamanda MM ve X değişkenlerinin eş bütünleşmiş olmalarıdır. Burada b katsayısının tam olarak 1'e eşit olması şart değildir.¹⁶¹ Bundan dolayı, MM ve X durağan olmadığında, yani I(1) olduğunda, bu iki değişken arasındaki eş bütünleşme geri ödeme yeteneği (veya sürdürülebilirlik) için gerekli koşuldur.

¹⁶¹ Craig.S. Hakkio, and Mark Rush. "Is the Budget Deficit 'Too Large?'" *Economic Inquiry*, No:29, (1991), s. 433.

Eş bütünleşme, durağan olmayan değişkenlerin doğrusal bileşimleri ile ilgili bir kavramdır. Esasen her bir değişken ayrı ayrı durağan olmasalar bile, bu değişkenlerin doğrusal bileşimleri durağan olabilir. Bu durum eş bütünleşme olarak isimlendirilmektedir.

Yukarıda ifade edildiği gibi X ve MM değişkenlerinin eş bütünleşik olmaları sürdürülebilirlik koşulunun sağlandığı anlamına gelmektedir. Bu çalışmada X ve MM değişkenlerinin eş bütünleşik olup olmadıkları Engle-Granger ve Johansen metodolojileri kullanılarak test edilecektir.

Engle-Granger yöntemi iki aşamadan oluşmaktadır. İlk aşama her bir değişkenin ayrı ayrı durağan olup olmadıklarının test edilmesidir. İkinci aşama ise değişkenlerin doğrusal kombinasyonlarının durağanlıklarının test edilmesinden oluşmaktadır. Değişkenlerin düzey değerlerinde durağanlıklarını test etmek için ADF (Augmented Dickey-Fuller) birim kök testi kullanılacaktır. ADF test sürecini açıklamak için X_t değişkeni ele alınsın. X_t değişkeni aşağıdaki gibi yeniden ifade edilebilir:¹⁶²

$$X_t = a_1 + \rho X_{t-1} + u_{1t} \quad (12)$$

Yukarıdaki ifadede eğer ρ parametresi 1'e eşitse, X_t değişkeni birim köke sahiptir, diğer bir deyişle durağan değildir. (12) No'lu ifade alternatif olarak aşağıdaki gibi birinci farklar cinsinden yazılabilir:

$$\Delta X_t = a_1 + (\rho - 1)X_{t-1} + u_{1t} \quad (13)$$

Yukarıdaki ifadede $(\rho - 1)$ kısaca δ ile gösterilirse, X_t değişkeninin duranlığının test edilmesi $H_0 : \delta = 0$ hipotezinin test edilmesinden ibarettir. (13) No'lu ifade MM_t için aşağıdaki gibi yazılabilir:

$$\Delta MM_t = c_1 + (\rho - 1)MM_{t-1} + u_{1t} \quad (14)$$

X_t ve MM_t 'nin her birinin düzey değerlerinin durağan olmadıkları belirlendikten sonra, bu değişkenlerin I(1) olup olmadıklarını belirlemek için birinci farklarının durağanlıklarının da test edilmesi gerekir. Eğer bu değişkenlerin birinci

¹⁶² Damodar N. Gujarati. **Basic Econometrics**. (Newyork: McGraw-Hill, Inc., Internatioal Third Edition, 1995). s .718.

farkları, yani ΔX_t ve ΔMM_t , durağan iseler, X_t ve MM_t değişkenleri I(1)'dir. Engle-Granger eş bütünleşme testinin son aşaması için (11) No'lu eşitliğin tahmin edilmesi gerekmektedir. Bu regresyondan elde edilecek katsayı tahminleri \hat{a} ve \hat{b} şeklinde, artıklar ise e_t ile gösterilecek olursa, X_t ve MM_t 'nin eş bütünleşik olmaları için $X_t - \hat{b}MM_t - \hat{a} = e_t$ ifadesi durağan olmak zorundadır. Burada \hat{b} katsayısı eş bütünleşme katsayısı olarak isimlendirilmektedir.

(11) No'lu eşitlikten tahmin edilen artıklar yine ADF birim kök testi kullanılarak test edilebilir. ADF testi için kullanılacak model aşağıdaki genel forma sahiptir:

$$\Delta e_t = \beta_0 e_{t-1} + \beta_1 \sum_{i=1}^m \Delta e_{t-i} + v_t \quad (15)$$

Yukarıdaki modelin sıradan en küçük kareler yöntemi ile tahmin edilmesinden elde edilen β_0 parametresi istatistiksel olarak sifıra eşitse, e_t durağan olmayacaktır. Bu durumda MM ve X eş bütünleşik değildir. Bununla birlikte, β_0 istatistiki olarak sıfırdan farklı ise o zaman e_t durağandır ve eş bütünleşme hipotezi kabul edilebilir.

Sürdürülebilirlik koşulu ayrıca bir diğer yöntem olan Johansen eş bütünleşme testi kullanılarak da analiz edilecektir. Bu test, yukarıda değinilen Engle-Granger yönteminin genişletilmiş bir şekli olup, iki veya daha fazla değişken arasında eş bütünleşme olup olmadığını test etmeye olanak sağlar. Johansen yönteminin en önemli avantajı değişkenler arasında içsel-dışsal (bağımlı-bağımsız) ayrımına gitmeksizin eş bütünleşme analizi yapmaya olanak sağlamasıdır. Eş bütünleşme analizi yapılacak olan n adet değişken, n denklemden oluşan bir VAR (vector autoregression) modeli olarak ifade edilebilir. Böyle bir denklem sisteminde en fazla n-1 adet eş bütünleşme ilişkisi söz konusu olabilir. Bu eş bütünleşme ilişkileri eş bütünleşme vektörleri olarak adlandırılırlar. Buna göre (11)'Nolu eşitlikteki gibi iki değişkenden (X_t ve MM_t) oluşan bir modelde en çok bir eş bütünleşme vektörü olabilir.¹⁶³ Eş bütünleşme vektörlerinin sayısı eş bütünleşme rankı (r) olarak adlandırılır.¹⁶⁴ Bu nedenle, test edilecek boş ve alternatif hipotezler aşağıdaki gibi ifade edilebilirler:

¹⁶³ Eğer denklem sistemi trend değişkeni içeriyorsa, değişken sayısı üç olacağından, iki tane eş bütünleşme vektörü olabilecektir.

¹⁶⁴ Walter Enders, **Applied Econometrics**, (New York: Wiley Series in Probability and Mathematical Statistics, John and Wiley Sons Inc., 1995), s.358-359.

$$H_0 : r = 0$$

$$H_1 : r > 0$$

Eğer H_0 hipotezi reddedilemezse X_t ve MM_t değişkenleri eş bütünleşik değildir. Bu durumda geri ödeme yeteneği (veya sürdürülebilirlik) koşulu sağlanmamıştır. Aksine, H_0 hipotezi reddedilirse X_t ve MM_t değişkenlerinin eş bütünleşik oldukları, yani sürdürülebilirlik koşulunun sağlandığı sonuna varılır.

3.3. İnceleme Dönemi ve Veriler

Çalışmada Türkiye ekonomisinde yapısal değişimlerin miladı olarak kabul edilen 24 Ocak 1980 kararlarıyla başlayan ve günümüze kadar devam eden dönem incelenmiştir. Bu periyot iki dönem halinde incelenmiştir. Bu dönemlerden birincisi 1981 ve 2003 yıllarını kapsamaktadır. 1981-2003 döneminde ekonomide yapılan yapısal değişiklikler sonucu, dış borçlarda önemli artışlar kaydedilmiştir. Bu döneme ilişkin geri ödeme yeteneği testi yıllık verilerle yapılmıştır. İkinci dönem ise Şubat 2001 krizinden Ekim 2004'e kadar geçen süreyi kapsamaktadır. Bu dönemde Türkiye'nin Dış borçlarını sürdürüp sürdüremeyeceği tartışmalara konu olmuştur. Bu döneme ilişkin geri ödeme yeteneği testi aylık veriler kullanılarak gerçekleştirilmiştir.

Çalışmada kullanılan veriler DPT, HM ve TCMB'den sağlanmıştır. 1981-2003 yıllarını kapsayan birinci dönem de; 1981,1982 ve 2003 yıllarına ilişkin uluslararası rezervler aylık verilerden hesaplanmıştır. Aylık verilerdeki mevsimsel dalgalanmalar Census X11 yöntemi kullanılarak giderilmiştir.¹⁶⁵ Mevsimsel düzeltmeye tabi tutulan seriler XSA_t ve $MMSA_t$ ile gösterilmiştir. İkinci döneme ilişkin verilerin tamamı TCMB elektronik veri dağıtım sisteminden alınmıştır.

Veriler aşağıda ifade edilen eşitlikler yardımıyla elde edilmiştir. $T=(1,2,3\dots)$ için $\Delta F_t = F_t - F_{t-1} = -CA_t + [N_t - (1+i_t)N_{t-1}]$ kullanılarak elde edilebilir. Burada, CA_t cari işlemler dengesini göstermektedir. ΔF_t net dış borcun birinci farkı olarak yorumlanabilir. Sürdürülebilirlik testinde kullanılacak veriler $MM_t = IM_t + N_t + rF_{t-1}$ tanımı ve ulusal gelir özdeşliği $rF_t = TB_t + TR_t - CA_t$ temelinde elde edilmiştir. Bu

¹⁶⁵ Eviews 5.0 User's Guide, Quantitative Micro Software, 2004, s. 332.

eşitliklerden $MM_t = IM_t + N_t + TB_t + TR_t - CA_t$ elde edilebilir. Diğer yandan, X_t $X_t = EX_t + TR_t + (1 + i_t)N_{t-1}$ olarak tanımlanır. Bu eşitlikler temelinde MM_t ve X_t F_t olmaksızın hesaplanabilmektedir.

3.4. Analiz ve Bulgular

Engle-Granger yöntemi kullanılarak gerçekleştirilen eş bütünleşme analizinde, birinci dönem olarak tanımlanan 1981-2003 dönemi için (11) No'lu eşitlik kullanılarak sıradan en küçük kareler yöntemiyle tahmin edilen regresyon eşitliği,

$$X = - 548 + 0,949 MM \\ (0,02513)$$

şeklinindedir. Parantez içindeki değer tahmin edilen \hat{b} katsayısının standart hatasını göstermektedir. ADF test istatistikleri Tablo 11 ile verilmiştir.

Tablo 11: 1981-2003 Dönemi ADF (Augmented Dickey-Fuller) Test Sonuçları				
Değişken	Trend	ADF test istatistiği	Kritik değerler*	Gecikme
X	var	-2.159508	-3.632896	0
ΔX	yok	-3.653905	-3.012363	0
MM	var	-2.935552	-3.632896	0
ΔMM	yok	-5.818343	-3.012363	0
e_t	yok	-5.792513	-3.004861	0

* H_0 (Birim kök vardır) Hipotezini reddetmek için MacKinnon kritik değerleri (%5 anlamlılık düzeyinde)

Tablo 11'deki özet istatistikler X ve MM değişkenlerinin düzey değerlerinin durağan olmadığı buna karşın birinci farklarının durağan olduğunu göstermektedir. (11) No'lu regresyondan elde edilen kalıntılar için özet istatistikler aynı tabloda verilmiştir. Kalıntıların (e_t) durağan olduğu görülmektedir. Tablo 11'den 1981-2003 dönemi için X ve MM serilerinin eş bütünleşik olduğu görülmektedir.

İkinci dönem olarak tanımlanan Şubat 2001 ve Ekim 2004 için aynı yöntemle tahmin edilen regresyon eşitliği ise;

$$XSA=4236.79+0.88 \text{ MMSA}$$

$$(0.021)$$

olarak bulunmuştur. Tablo 12’de Şubat 2001 krizinden Ekim 2004’e kadar geçen süre için tahmin edilen ADF test sonuçları özetlenmiştir.

Değişken	Trend	ADF test istatistiği	Kritik değerler*	Gecikme
XSA	var	-3.459169	-3.515523	0
MMSA	var	-3.020478	-3.515523	0
ΔXSA	var	-8.492417	-3.518090	0
$\Delta MMSA$	var	-9.084747	-3.518090	0
e_t	yok	-7.093331	-2.929734	0

* H_0 (Birim kök vardır) Hipotezini reddetmek için MacKinnon kritik değerleri (%5 anlamlılık düzeyinde)

Tablo 12’den XSA ve MMSA değişkenlerinin düzey değerlerinin durağan olmadığı, buna karşın birinci farklarının durağan olduğu görülmektedir. Bu iki değişkenin doğrusal birleşiminden elde edilen kalıntılara (e_t) ilişkin özet istatistikler de aynı tabloda verilmiştir. (11) No’lu eşitlikle ifade edilen regresyondan elde edilen kalıntılar durağandır. Bu durumda XSA ve MMSA değişkenlerinin eş bütünleşik olduğu sonucuna ulaşılır.

Birinci dönem olarak tanımlanan 1981-2003 yılları ve ikinci dönem olarak tanımlanan Şubat 2001-Ekim 2004 dönemi için Johansen eş bütünleşme analizi özet istatistikleri Tablo 13 ile verilmiştir.

Dönemler	Boş Hipotez (H_0)	Alternatif Hipotez (H_1)	λ_{trace} Değeri	%5 Kritik Değer
1981-2003	$r = 0$	$r > 0$	22.08764	15.41
2001:02-2004:10	$r = 0$	$r > 0$	32.02655	15.41

- Test sonuçları %5 güven aralığında göre elde edilmiştir.

Johansen yöntemi kullanılarak yapılan eş bütünleşme analizinden iki dönemde de ilgili değişkenler arasında en az bir eş bütünleşme vektörü olduğu sonucu elde edilmiştir.

Engle-Granger ve Johansen eş bütünleşme testleri kullanılarak yapılan analizler sonucunda geri ödeme yeteneği koşulunun sağlandığı sonucuna ulaşılmaktadır. Bir başka ifade ile Türkiye'nin dış borç stoku beklenen gelecekteki ödeme kapasitesinden fazla değildir.

yarattığı dış ticaret açıklarıyla karşılaşmış, dış ticaret ve cari işlemler açıklarının özellikle 1989'dan sonra önemli ölçüde arttığı görülmüştür. Bu açıkların artmasında etkili olan aşırı değerli ulusal para, yüksek faiz ve dış açıkların kısa vadeli sermaye ile finanse edilmesi olgusu, Türkiye ekonomisinin 1994 ve 2001 krizlerine girmesinde etkili olmuştur.

- 1980 yılından sonra kısa vadeli ve özel garantisiz dış borçların toplam dış borç içerisindeki payları artarken, uygun koşullu ve çok taraflı dış borçların toplam dış borç içerisindeki paylarının azaldığı görülmektedir. Kısa vadeli dış borçların toplam dış borç içerisindeki payının artması, borç servisinin güçleştiği ve borçların gelişme amaçları için kullanımının zorlaştığı anlamına gelirken; özel garantisiz dış borçların toplam dış borç içerisindeki payının artması, çok taraflı ve uygun koşullu borçların paylarının azalması; Türkiye ekonomisinin uluslararası finans piyasalarından fon bulma olanaklarının arttığı anlamına gelmekle birlikte, gerek cari işlemler ve gerekse borç yapısındaki gelişmeler, Türkiye'nin bir likidite kriziyle karşılaşma olasılığının bulunduğunu göstermektedir.
- Türkiye'nin iç ve dış borç stokunun 1980'lerden itibaren artmasında kamu kesiminin önemli oranda açıklar vermesi etkili olmuştur. Bu çerçevede 1994'ten itibaren bütçe disiplini sağlanmakla birlikte, gerek dış borcun gerekse iç borcun GSMH'ya oranı artmaktadır. Ancak, iç borcun artış oranı dış borcun artış oranının üzerindedir.
- Dünya Bankası tarafından ülkelerin borçluluk derecesinin belirlenmesinde kullanılan; dış borç/GSMH, dış borç/ihracat, borç servisi/ihracat ve faiz servisi/ihracat göstergeleri baz alınarak yapılan hesaplamalarda; mal ihracatına göre Türkiye'nin ağır borçlu, mal ve hizmet ihracatına göre ise orta derecede borçlu olduğu görülmektedir. Diğer yandan dış borç maliyeti ve dış borç yükü göstergeleri, kriz yıllarında nispi olarak bozulmakla birlikte; genel olarak durağan bir seyir izlemektedir. Ancak net kaynak transferi göstergelerine göre, ülke dışına net kaynak akışı söz konusudur. Bir başka ifadeyle, ülkede yatırım veya ithalat için kullanılacak kaynaklar borç servisinde kullanılmaktadır.

- Savada'nın (1994) dış borç için önerdiği özdeşliği temelinde, Hakkio ve Rush (1991) önermesi ile 1981-2003 ve Şubat 2001-Ekim 2004 dönemleri için yapılan ekonometrik analizlerde Türkiye ekonomisi için zamanlararası geri ödeme yeteneği koşulunun sağlandığı görülmüştür.

Sonuç olarak, çalışmanın bulguları uzun vadede Türkiye'nin dış borcunun sürdürülebilir olduğu yönündedir. Uzun dönemde zamanlararası bütçe kısıtının çiğnendiği söylenemez. Söz konusu kısıt, cari borç stokunun, gelecek net dış fazlalıkların halihazır değerlerinin altında olacağını ifade etmektedir. Bunun kreditorler açısından anlamı ise, ülkenin borç batağında olmadığıdır. Türkiye borcunu servis etmeyi, moratoryuma tercih edecektir. Bir başka ifadeyle, Türkiye'nin dış borç stokunda bir sınırlandırma ya da azaltmaya gitmesi zorunluluk arz etmemektedir. Ancak, Dışsal şoklara bağlı olarak çıkabilecek bir likidite sorunu ile karşılaşmamak için, dış borç yükümlülüklerinin olası likidite krizini atlatabilecek şekilde yapılandırılmasının gereği açıktır.

EKLER

EK-1: TABLOLAR

TABLO-1: DIŞ BORÇ ÖZET VERİLERİ (Milyon \$)

	1970	1980	1990	1996	1997	1998	1999	2000	2001	2002
Toplam Dış Borç Stoku	2,746	19,131	49,424	70,829	84,785	97,143	102,242	117,431	113,437	131,556
Uzun Vadeli Dış Borç	1,888	15,575	39,924	61,822	66,197	75,538	77,880	84,432	82,975	94,277
Kamu ve Kamu Garantili	1,846	15,040	38,870	48,404	47,513	50,197	50,755	56,514	54,323	61,823
Özel Garantisiz	42	535	1,054	13,418	18,683	25,340	27,124	27,823	28,652	32,455
IMF Kredileri	74	1,054	0	662	594	388	891	476	14,117	22,086
Kısa Vadeli Borç	784	2,501	9,500	17,345	17,994	21,217	23,472	28,912	16,345	15,192

Kaynak: Global Development Finance, Washington DC, 2004.

TABLO-2: DIŞ BORÇLANMA KOŞULLARI ÖZET VERİLERİ

	1970	1980	1990	1996	1997	1998	1999	2000	2001	2002
Bütün Kreditörler										
Faiz (%)	3,6	8,3	8,4	6,5	7,5	6,2	7,8	8,3	6,6	6,4
Vade (Yıl)	19	16	10	9	8	8	10	11	9	9
Geri Ödemesiz Dönem (Yıl)	5	5	5	4	5	4	4	8	4	5
Bağış Payı (%)	37,5	17,4	9,2	16,2	9,8	14,2	10,7	4,7	17,4	15,4
Resmi Kreditörler										
Faiz (%)	3,4	7,1	6,7	4,9	6,7	7,1	5,2	7,4	4,4	3,0
Vade (Yıl)	20	18	17	17	11	12	15	14	14	14
Geri Ödemesiz Dönem (Yıl)	5	6	7	5	4	4	4	5	5	5
Bağış Payı (%)	39,1	22,9	23,4	31,4	16,0	15,6	27,8	13,8	30,9	37,4
Özel Kreditörler										
Faiz (%)	5,5	14,4	9,4	7,2	7,6	6,0	9,0	8,5	8,4	7,9
Vade (Yıl)	14	8	7	5	7	6	8	11	5	7
Geri Ödemesiz Dönem (Yıl)	3	2	3	4	5	4	5	8	4	5
Bağış Payı (%)	22,7	9,6	1,5	9,7	8,6	13,8	33,1	2,7	6,1	6,2

Kaynak: Global Development Finance, Washington DC, 2004.

TABLO-3: DIŞ BORCUN KOMPOZİSYONU (%)

	1970	1980	1990	1996	1997	1998	1999	2000	2001	2002
Euro	-	-	-	-	-	-	-	-	25,6	25
Alman Markı	17,6	17,0	17,4	16,7	21,3	22,8	19,2	14,4	-	-
Fransız Frangı	3,2	5,6	1,6	1,6	1,5	1,3	1,2	1,0	-	-
Japon Yeni	0,0	4,0	12,1	21,9	18,6	15,7	14,8	12,7	9,4	8,4
İngiliz Sterlini	6,0	3,8	0,8	1,0	0,9	1,0	0,9	0,8	0,7	0,6
İsviçre Frangı	1,6	8,6	5,2	2,0	1,6	1,1	0,7	0,3	0,2	0,3
ABD Doları	49,3	43,5	40,0	41,6	49,2	51,5	51,7	57,3	63,1	64,9
Özel Çekme Hakları (SDR)	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Diğer Bütün Paralar	21,4	17,5	22,9	15,1	7,0	6,7	11,5	13,5	0,9	0,8

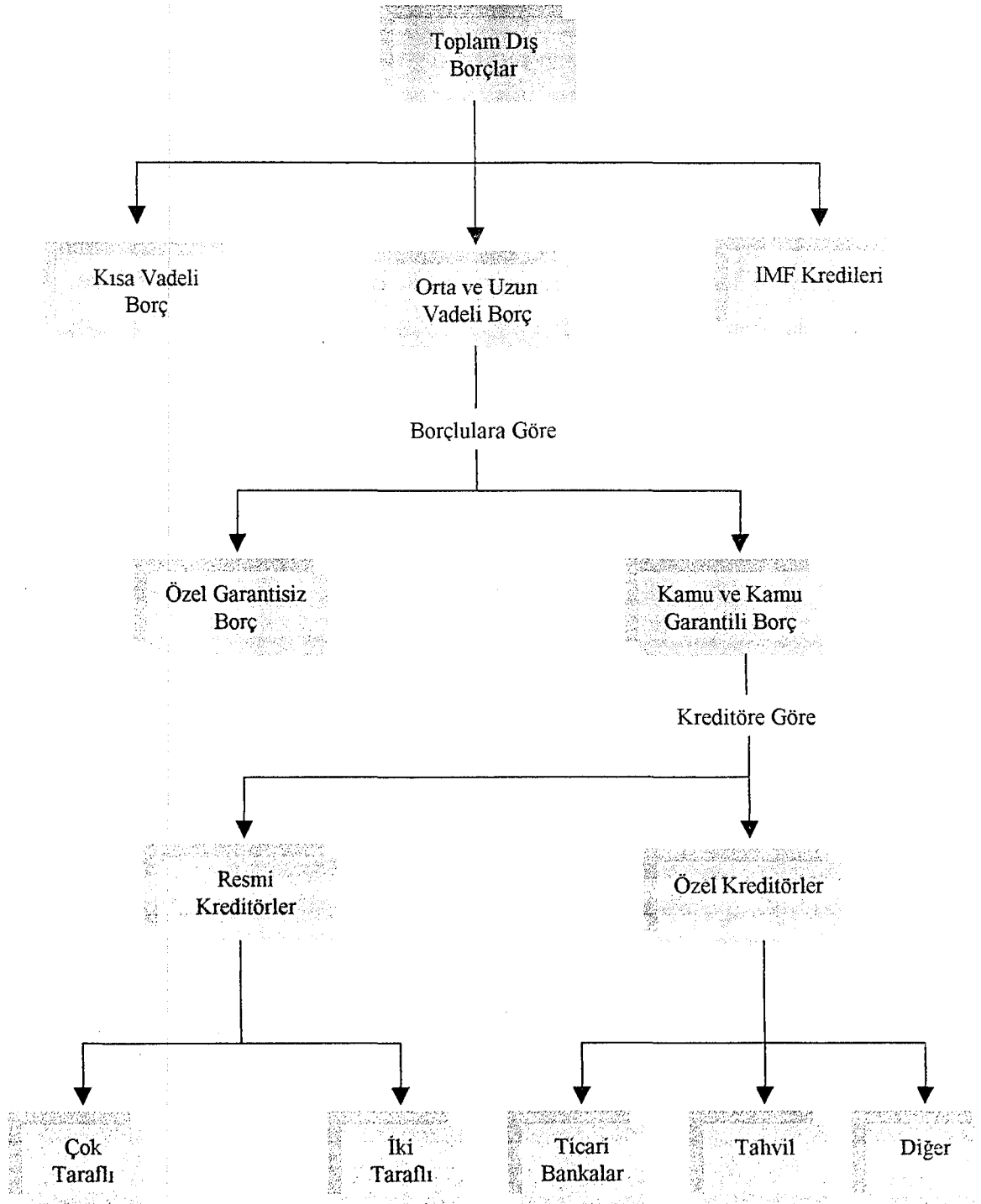
Kaynak: Global Development Finance, Washington DC, 2004.

**TABLO-4: ÇOK TARAFLI VE UYGUN KOŞULLU BORÇLARIN TOPLAM
BORÇ İÇİNDEKİ PAYI (%)**

	1970	1980	1990	1996	1997	1998	1999	2000	2001	2002
Çok Taraflı Dış Borç	13,9	11,2	19,5	9,7	7,8	6,7	5,3	4,8	5,4	5,1
Uygun Koşullu Dış Borç	52,4	20,4	15,1	8,2	6,7	6	5,4	4,3	3,7	3,5

Kaynak: Global Development Finance, Washington DC, 2004.

EK-2: ŞEKİL-1: DÜNYA BANKASINA GÖRE DIŞ BORÇ STOKU VE UNSURLARI



Kaynak: Global Development Finance, 2002, s. XX, World Bank 2002.

KAYNAKÇA

KİTAPLAR

- Açba, Sait . **Devlet Borçlanması**. Adım Yayıncılık, Afyon, 1995.
- Agenor, Pierre- Richard and Peter J. Montinel. **Development Macroeconomics**. New Jersey : Princeton University Press, Princeton, 1996.
- Avramovic, Dragoslav. **Economic Growth and External Debt**. Baltimore: The John Hopkins Press, 1964.
- Bunchanan, James M.. **Public Principles of Public Debt**. Richard D. Irwing, Inc. Homevood, Illinois, 1958.
- Bunchanan, James M.. **The Public Finances**, Illinois : Richard D. Irving Inc, Homewood –1970.
- Erdem, Metin. **Devlet Borçları**. Bursa: Ekin Kitabevi Yayınları, 1996.
- Erol, Ahmet. **Ekonomik Etkileri Açısından Türkiye’de Devlet Borçları**. Ankara: Maliye ve Gümrük Bakanlığı APK Kurulu Başkanlığı Yayın No: 324, Başbakanlık Yayınevi, 1992.
- Gujarati, Damodar N. **Basic Econometrics**. Newyork: McGraw-Hill, Inc., International Third Edition, 1995.
- Herrick, Bruce and Charles F. Kindleberger. **Economic Development**. 4 th Edition, New York, McGraw Hill, 1983.
- İnce, Macit. **Devlet Borçları ve Türkiye**. Altıncı baskı. Ankara: Gazi Kitabevi, 2001.
- Karluk, S. Rıdvan. **Uluslararası Ekonomik Mali ve Siyasal Kuruluşlar**. 4. Baskı. Ankara: Turhan Kitabevi, 1998.
- Karluk, S. Rıdvan. **Türkiye Ekonomisi, Tarihsel Gelişim, Yapısal ve Sosyal Değişim**. Gözden Geçirilmiş 7. Baskı. İstanbul: Beta Yayınevi, 2002.
- Kural, Vural. **Issues in Public Financing**, Ankara, Bilkent Üniversitesi, 2003.
- Parasız, İlker ve Kemal Yıldırım. **Uluslararası Finansman, Teori ve Uygulama, Dışa Açık Makro Ekonomiye Giriş**. 1. Baskı. Bursa: Ezgi Kitabevi Yayınları, 1994.
- Seiber, Marilyn J. **International Borrowing By Developing Countries**. Pergoman Press, New York, 1982.
- Seyidoğlu, Halil. **Uluslararası İktisat, Teori Politika ve Uygulama**. Geliştirilmiş 13. Baskı. İstanbul: Güzem Yayınları, 1999.

Töre, Nahit. **Gelişmekte Olan Ülkelerin Dış Borç Sorunları (1973 Sonrası Gelişmeleri)**. Türkiye Bankalar Birliği Yayınları No:110, 1980.

Uludağ, İlhan. **İzlenen Politilalar Işığında Türkiye Ekonomisi (Teori-Politika-Değerlendirme)**. Marmara Üniversitesi Bankacılık ve Sigortacılık Enstitüsü Yayın No: 2. Eylül -1990.

Ulusoy, Ahmet. **Devlet Borçlanması**. Trabzon: İber Ofset ve Matbaacılık Ltd. Şti. 2001.

Walter Enders. **Applied Econometrics**. Wiley Series in Probability And Mathematical Statistics. John and Wiley Sons Inc. Newyork, 1995.

Yaşa, Memduh. **Devlet Borçları**, İkinci baskı, Sermet Matbaası, İstanbul, 1971.

Yıldırım, Kemal ve Doğan Karaman. **Makroekonomi**, Eğitim, Sağlık ve Bilimsel Çalışmaları Vakfı, Yayın No:145, Eskişehir, 2003.

TEZLER

Bal, Harun. **Uluslararası Finansman, Dış Borç Yönetimi ve Türkiye**. İstanbul: Türkiye Bankalar Birliği Yayın No: 222, 2001, Doktora Tezi.

Derdiyok, Türkmen. **Türkiye’de Dış Borç Yönetimi**. Ankara: T.C. Başbakanlık Hazine ve Dış Ticaret Müsteşarlığı Araştırma- İnceleme Dizisi :21, Doktora Tezi, 1993.

Diñç, Zahide.”Dış Borçlar Üzerine Bir İnceleme” Yayınlanmamış Doktora Tezi, Anadolu Üniversitesi SBE, 1990.

Okumuş, Mehmet Önder. “Dış Borçlanmada Ekonomik Etkinlik ve Türkiye Örneği” Yayınlanmamış Doktora Tezi, Uludağ Üniversitesi SBE, 1990.

Yılmaz, Orhan.” Yap-İşlet- Devret Modeli ve Türkiye Uygulaması”. Uzmanlık Tezi, Yayın No: DPT:2493, Nisan-1999, Ankara.

MAKALELER

Abel, Andrew B., N.Gregory Mankiw, Lawrence Summers and Richard J. Zeckhauser “Assesing Dynamic Efficiency: Theory and Evidence”. **Review of Economic Studies**, 56.

Ahmed, Shaghil and John H. Rogers. “Government Budget Deficits and Trade Deficits Are Present Value Constraints Satisfied In Long-Term Data?,” **Journal of Monetary Economics**, 36 , 1995.

- Baglini, Angelo and Umberto Cherubini. "Intertemporal Budget Constraint and Public Debt Sustainability: Case of Italy" **Applied Economics**, 25, 1993.
- Bohn, Henning. "Behavior of U.S. Public Debt and Deficits". **Quarterly Journal of Economics**, Vol: 113 August –1998.
- Caporale, Guglielmo Maria. "Bubble Finance and Debt Sustainability: A Test of The Government's Intertemporal Budget Constraint," **Applied Economics**, 1995, 27.
- Cippolini, Andrea, "Testing For Government Intertemporal Solvency: A Smooth Transition Error Correction Model Approach", **The Manchester School**, Vol. 69 No. 6 (1998).
- Cohen, Daniel. "Large External Debt and (Slow) Domestic Growth A Theoretical Analysis." **Journal of Economic Dynamic and Control**". (19)1995.
- Corden, W. Max, "Theory of Debt Relief: Sorting Out Some Issues", **Journal of Development Studies**, Vol 28, Issue 2, 1991.
- Craig, Burnside and David Dollar. "Aid, Policies And Growth". **American Economic Review**, Vol. 90, No. 4, 2000.
- Çakman, Kemal ve Umut Çakmak. "1989 Sonrası Türkiye Ekonomisinde Kriz Dinamikleri" **İktisat, İşletme ve Finans**, Sayı: 213, Aralık- 2003.
- Çankay, Lale. "Türkiye'de Dış Borçların Gelişimi". **İktisat, İşletme ve Finans Dergisi**, Şubat 1993, Sayı 83.
- Daseking, Christina. "Debt: Much Is Too Much?", **Finance and Development**, Vol 39, No 4, December 2002.
- Demir, Gülten. "Dış Borçlanma ve Türkiye'nin Dış Borçları Üzerine Bazı Gözlemler," **Anadolu Üniversitesi İ.İ.B.F. Dergisi**. Sayı 2: 219-237, (Kasım-1998).
- Enç, Ercan. "Dış Ticaret, Cari Açık ve Kriz" **G.Ü.İ.İ.B.F. Dergisi**, 2, 2001.
- Eroğlu, Ömer and Stephen Heycock. "The Requirements of Foreign Borrowing and Two-Gap Theory :a Case of Turkey" **H.Ü. İktisadi ve İdari Bilimler Fakültesi Dergisi**, Cilt 15, Sayı 2, 1997.
- Erol, Turan. "Short- Term Macroeconomic Adjustment Process in A Developing Economy: The Turkish Case, 1960-80 and 1981-86" **Metu Studies in Development**, 19(1) 1992.

- Ertuğrul, Ahmet and Faruk Selçuk. "A Brief Account of the Turkish Economy: 1980-2000", **Russian and East European Finance and Trade**, Vol. 37 No 6, November-December-2001.
- Fischer, Stanley. "Real Balances, The Exchange Rate, and Indexation: Real Variables in Disinflation", **Quarterly Journal of Economics**, Vol 103, Issue 1, 1988.
- Frenkel, Jacop A. And Assaf Razin. "Government Spending, Debt and International Interdependence" **Economic Journal**, Vol. 95. September 1985.
- Hakkio, Craig.S. and Mark Rush. "Is the budget deficit 'too Large?'" **Economic Inquiry**, No:29, 1991.
- Hamilton, James D. and Marjorie A. Flavin. "On The Limitations of Government Borrowing: A Framework for Empirical Testing". **The American Economic Review**, Vol. 76, No. 4, September-1986.
- Hjertholm, Peter, "HIPC Debt Sustainability Thresholds: Revisiting The Case For A Uniform Formula For Debt Relief", **Journal of Restructuring Finance**, Vol. 1, No. 1, (2004).
- Hjertholm, Peter, "Theoretical and Empirical Foundation Of HIPC Debt Sustainability Targets", **Journal of Development Studies**, Vol 39, No 6, (August- 2003).
- Kenen, Peter B., "Organizing Debt Relief: The Need For A New Institutions", **Journal of Economic Perspectives**, Vol. 4, No. 1, (Winter 1990).
- Krueger, Anne O. "Debt, Capital Flows And LDC Growth" **American Economic Review**, Vol. 77, No. 2, 1987.
- Leachman, Luri L. and Michael Thurpe, "Intertemporal Solvency In The Small Open Economy of Australia", **The Economic Record**, Vol 74 No 226, (September 1998).
- Lucas, Robert E.. "Why Doesn't Flow Rich To Poor Countries?", **American Economic Review**, Vol. 80, No. 2, 1990.
- Özmen, Erdal and Çiğdem İzgi Koğar. "Sustainability of Budget Deficits in Turkey with a Structural Shift" **METU Studies in Development**, 25(1), 1998.
- Sach, Jeffrey D. "External Debt And Macroeconomic Performance in Latin America And East Asia". **Brookings Papers on Economic Activity**, 2, 1985.
- Sakal, Mustafa. "Türkiye'de Kamu Açıkları ve Borçlanmanın Sürdürülebilirliği Sorunu: 1980-2000 Dönem Analizi" **D.E.Ü.İ.İ.B.F. Dergisi**, Cilt 17 Sayı 1, 2000.

- Sawada, Yasuyuki. "Are the Heavily Indebted Countries Solvent?: Tests of Intertemporal Borrowing Constraints" **Journal of Development Economics**. Vol. 45, 1994.
- Selçuk, Faruk. "Consumption Smoothing and the Current Account: Turkey's Experience, 1987-1995" **METU Studies In Development**, 24(4) 1996.
- Şen, Hüseyin, "The IMF And World Bank Approaches To Macro Economic Management In Developing Countries", **Journal of Economics and Administrative Sciences**, Celal Bayar University, 1999, No 5.
- Taffler, R.J. and B. Abassi. "Country Risk: A Model for Predicting Debt Servicing Problems In Developing Countries". **Journal of the Royal Statistical Society**. Series A (General), Volume 147, Issue 4, 1984.
- Tandırcıoğlu, Haluk. "Türkiye'de Dış Borç Sorunu, Dış Borçların Sürdürülebilirliği ve Dış Borçların Sınırlandırılması" **Dokuz Eylül Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü Dergisi**, Cilt 2, Sayı 2, 2000.
- Tanner, Evan and Peter Liu, "Is The Budget Deficit 'Too Large?': Some Further Evidence," **Economic Inquiry** 32, 1994.
- Tanner, Evan. "Intertemporal Solvency And Indexed Debt: Evidence From Brazil, 1976-1981", **Journal Of International Money And Finance**, 41(4), 1995.
- Trehan, Brahat and Carl E. Walsh "Testing Intertemporal Budget Constraints: Theory and Applications To U.S. Federal Budget And Current Account Deficits." **Journal of Money, Credit and Banking** Vol 23 Issue 2, 1991.
- Türkan, Ercan. "Alternatif Kamu Açığı Tanımları: İşlevsel Kamu Açığı". **ODTÜ Gelişme Dergisi**, 24(4), 1997.
- Utkulu, Utku. "Are The Turkish External Deficits Sustainable? Evidence From The Cointegrating Relationship Between Exports and Imports" **D.E.Ü.İ.İ.B.F.Dergisi**. Cilt 13, Sayı 1, 1998.
- Uygur, Ercan. "Cari Açık Tartışmaları" **İktisat, İşletme ve Finans**, Sayı 222, Eylül-2004.
- Ünsal, Hilmi, "Kamu Finansman Aracı Olarak Dış Borçlanma ve 1994 Sonrası Türkiye Uygulaması", **İktisat, İşletme ve Finans**, Sayı 219, (Haziran-2004).

- Wickens, M.R. And Merih Uctum. The Sustainability of Current Account Deficits: A Test Of The U.S. Intertemporal Budget Constraints.” **Journal of Economic Dynamic and Control**, Vol 17 Issue 3, 1993.
- Wilcox, David W. “The Sustainability of Government Deficits: Implications of the Present -Value Borrowing Constraints”. **Journal of Money, Credit and Banking**, Vol. 21, No. 3, August-1989.
- Yıldırım, Jülide. “Current Account Imbalances and International Approach to the Balance of Payments”. **Dokuz Eylül Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü Dergisi**, Cilt 2, Sayı 4, 2000.

DİĞER KAYNAKLAR

- Akçay, Mehmet. “Türkiye’nin Dış Borç Yönetim Sistemi”. **TCMB Üç Aylık Bülteni**, (Ekim- Aralık), 1988.
- Ateş, Gürkan. **Borç Yönetim Ofisi ve Türkiye Uygulaması Üzerine Bir Çalışma**. Ankara: T.C. Başbakanlık Hazine Müsteşarlığı Araştırma ve İnceleme Dizisi No. 31, Ekim –2202.
- Callen, Tim and Paul Cashin.. “Assessing External Sustainability in India”. **IMF Working Paper,WP/99/181**, 1999.
(<http://www.imf.org/external/pubs/ft/wp/1999/wp99181.pdf>)
- Chalk, Nigel and Richard Hemming. “Assessing Fiscal Sustainability in Theory and Practice”, **IMF Working Paper,WP/00/81**, 2000.
(<http://www.imf.org/external/pubs/ft/wp/2000/wp0081.pdf>)
- Clements, Benedict, Rina Bhattacharya and Toan Quoc Nguyen, “External Debt, Public Investment and Growth in Low_Income Countries”, **IMF Working Paper, WP/03/249**, December 2003.
- Cohen, Daniel. “The HIPC Initiative :True and Promises”, **CEPR Discussion Papers**, No: 2632, 2000.

- Cuddington, John T.. "Analysing the Sustainability of Fiscal Deficits in Developing Countries". **World Bank Policy Research Working Paper, #1784**, Washington D.C., 1996,
<http://www.worldbank.org/html/dec/Publications/Workpapers/WPS1700series/wps1784/wps1784.pdf>
- DPT. "Borçlanma, İç ve Dış Borç Yönetimi." **Özel İhtisas Komisyonu Raporu**, Ankara-2001.
- DPT. **Ekonomik ve Sosyal Göstergeler (1950-2003)**, Ankara-2004.
- Drazen, Allan. "Towards A Political Economic Theory of Domestic Debt". (Guilormo Calvo And M. King , **The Debt Burden and Its Consequences For Monetary Policy**) Mc Millan, London, 1998.
- Edvard. Epstein and Herbert Gintis. "International Capital Markets and The Limits of National Economic Policy", (T. Banuri and J. B. Schor. **Financial Openness National Autonomy**), Clarendon Press, Oxford, 1992.
- Edwards, Sebastian. "Debt Relief And Fiscal Sustainability" **Working Paper 8939**, Cambridge, 2002 (<http://www.nber.org/papers/w8939>)
- Edwards, Sebastian."Debt Relief and Current Account: An Analysis of The HIPC Initiative" University of California , Los Angeles ,**National of Economic Research**, 2002.
(<http://www.anderson.ucla.edu/faculty/sebastian.edwards/Crden.pdf>)
- Esquivel, Gerardo, Felipe Larrarin B. And Jeffrey D. Sachs. "The External Debt Problem In Central America: Honduras, Nicaragua, And The HIPC Initiative", **Development Discussion Paper No. 645**, 1999.
<http://www2.cid.harvard.edu/hiidpapers/incae/final.pdf>
- Evgin, Tülay. **Dünden Bugüne Borçlarımız**. Ankara: T.C. Başbakanlık Hazine Müsteşarlığı Araştırma ve İnceleme Dizisi: 26, Haziran-2000
- Guillermo, A. Calvo and Carlos A. Vegh, "Inflation And Bob Crisis in Developing Countries", **NBER Working Paper**, No: 6925, February- 1999,
<http://papers.nber.org/papers/w6925>

Hanmer, Lucia And Ruth Shelton. "Sustainable Debt: What Has HIPC Delivered".

Discussion Paper, London, 2001,

http://www.wider.unu.edu/conference/conference-2001-2/parallel%20papers/1_1_Hanmer.pdf

Hjertholm, Peter, "Debt Relief and The Role of Thumb: Analytical History of HIPC Debt Sustainability Targets", **Wider Conference on Debt Relief**,

Helsinki, (August-2001), http://www.wider.unu.edu/conference/conference-2001-2/parallel%20papers/4_5_Hjertholm2607.pdf

Hjertholm, Peter. Analytical History of Heavily Indebted Poor Country (HIPC) Debt Sustainability Targets, **World Bank/Nordic Working Seminar: Review of the HIPC Initiative**, Oslo, March-1999.

<http://www.econ.ku.dk/DERG/papers/DSTHisto-marts99.pdf>

IMF And World Bank. "The Challenge of Maintaining Long-Term External Debt Sustainability". Staff Paper, World Bank, Washington D. C., 2001.

(<http://www.imf.org/external/np/hipc/2001/lt/042001.pdf>)

IMF And World Bank. **Debt Sustainability Analysis For The Heavily Indebted Poor Countries Technical Report**, IMF And World Bank, Washington D.C. , 1997.

IMF. "Debt Sustainability in Low- Income Countries- Towards a Forward Looking Strategy". **IMF Staff Paper**, 2003.

(<http://www.imf.org/external/np/pdr/sustain/2003/052303.pdf>)

IMF. "Assessing Sustainability", **Staff Paper**, , Washington D.C., 2002.

(<http://www.imf.org/external/np/pdr/sus/2002/eng/052802.pdf>)

Krugman, Paul. "Financing vs. Forgiving A Debt Overhang". **NBER. Working Paper No:2486**, Cambridge, January-1998, <http://papers.nber.org/papers/w2486.pdf>

Lindert, Peter H. And Peter J. Morton. "How Sovereign Debt Has Worked?"

Developing Country Debt and The World Economy, (edited by Jeffrey D. Sach) NBER, 1989.

Loko, Boileau, Montfort Mlachila, Raj Nallari And Kadima Kalonji. "The Impact of External Indebtedness on Poverty in Low- Income Countries". **IMF Working Paper**, WP/03/61, 2003,

<http://www.imf.org/external/pubs/ft/wp/2003/wp0361.pdf>

- M. Saiegh, Sebastian. "Do Countries Have A 'Democratic Advantage'? Political Institutions, Multilateral Agencies, And Sovereign Borrowing". New York University, June-2002
http://www.utdt.edu/cei/papers/papers_gobernabilidad/saiegh.pdf
- Marchesi, Silvia. "Adoption of An IMF Programme and Debt Rescheduling: An Empirical Analysis" University of Warwick,
<http://www2.warwick.ac.uk/fac/soc/economics/research/papers/twerp542.pdf>
- Milesi, Gian Maria - Feretti And Assaf Razzin. "Current Account Sustainability: Selected East Asian and Latin American Experiences" **NBER Working Paper 5791**, October-1996. (<http://papers.nber.org/papers/w5791.pdf>)
- Milesi, Gian Maria - Feretti and Assaf Razzin. "Sustainability of Persistent Current Account Deficits". NBER, Working Paper No:5467, Cambridge, February- 1996.
(<http://www.nber.org/papers/w5467.pdf>)
- Milesi, Gian Maria - Feretti And Assaf Razzin."Current Account Sustainability". **Princeton Studies in International Finance No. 81**, October- 1996.
- Miyau, Ryuzo. "Another look at the Asian Crisis: Tests of External Borrowing Constraints" **ESRI Discussion Paper Series No:11**, Economic and Social Research Institute, Tokyo, 2002
http://www.esri.go.jp/jp/archive/e_dis/e_dis020/e_dis011a.pdf
- OECD, "Arrangement on Guidelines for Officially Supported Export Credit", Paris-2004, http://www.ceb.cz/files/consensus_y04.pdf.
- Önel, Gülcan. An Analysis of Turkish Debt Sustainability: Test Intertemporal Sustainability Borrowing Constraints". **METU Conference in Economics, Discussion Paper**, Dokuz Eylül University, Faculty of Business, İzmir, Turkey, 2003.
- Patillo, Catherine, Helene Poirson and Luca Ricci. "External Debt And Growth". IMF Working Paper, WP/02/69, 2002.
(<http://www.imf.org/external/pubs/ft/wp/2002/wp0269.pdf>)
- Taylor, Alan M.. "A Century of Current Account Dynamics". **NBER Working Paper Series**, Working Paper 8927, May 2002
(<http://papers.nber.org/papers/w8927.pdf>)

Tiryaki, S.Tolga. "Cari İşlemler Hesabına Çeşitli Yaklaşımlar, Sürdürülebilirlik ve Türkiye Örneği" **TCMB Araştırma Genel Müdürlüğü Çalışma Tebliğ No:8**, Temmuz 2002.

Vertova, Pietro and Marianna Belloc. "On Foreign Debt Sustainability of Developing Countries: Towards A Long Run Approach For Development", **Discussion Paper**, University of Siena, 2001.

(<http://www.druid.dk/conferences/winter2003/Paper/Vertova.pdf>)

World Bank, **Global Development Finance**, Washington.D.C. - 2002.

World Bank, **Global Development Finance**, Washington.D.C. - 2004.