

## Azgelişmiş Ülkelerde Borç Açıma<sup>1</sup>

**Nilgün Erdem**, Bağımsız Araştırmacı, e-posta: nilerdem@ttmail.com

1970'lerin sistemik krizi akabinde neoliberal programlar çerçevesinde *istikrar* ve *yapısal uyum* programlarıyla yönetilen, daha sonra bu politikalarla uyumlu olarak kapitalist sistemin tıkanıklıklarını finansal kazançlarla aşmaya dönük merkez kapitalist ekonomilerin ihtiyaçlarına yanıt verecek şekilde piyasaya-dayalı finansal sistemin gereklerini tümüyle veya büyük ölçüde yerine getiren, sermaye hareketleri üzerindeki kontrolleri hafifleten veya tamamen kaldırın çevre ekonomilerinde dönem dönem ağır finansal krizler yaşandı. 1970'li yıllarda başlayan borç krizleri 1980'li yıllarda derinleşirken, 1990'lı yıllar finansal krizlerin ortaya çıkmaya başladığı yıllar oldu, 2000'li yıllarda itibaren ise finansal krizler yoğunlaştı. 2007 sonunda başlayan ve 2008 yılında derinleşen ABD finansal krizi, bütün dünya ekonomilerine sırayet etti. Çevre ekonomilerinin finans ve/veya reel sektörlerinde krizlerle sonuçlandı. Hem kendi ekonomik problemleri hem de dış dünyadaki gelişmeler karşısında kırılganlaşan azgelişmiş çevre ekonomileri, içerisinde geçikleri bu krizler sonucunda ağır dış borç problemleriyle karşı karşıya kaldılar.

Kısaca belirttiğimiz süreçten geçen ekonomiler arasında, Türkiye ekonomisi de dış sermaye girişlerine yüksek bağımlı yapısı ile sadece kendi ekonomik dengesizlikleri nedeniyle değil, aynı zamanda dış dünyadaki olumsuzluklardan yoğun bir şekilde etkilenen yapısıyla da en kırılgan ekonomiler arasında yerini almış ve yüksek dış borç sorunuyla karşı karşıya kalmıştır.

Bu nedenle bu çalışma, Türkiye'nin içinde bulunduğu dış borç problemini, benzer bazı ülkelerin temel verileri ile karşılaştırarak değerlendirmeyi amaçlamaktadır. Burada özellikle söz konusu ülkelerin ancak kimi verilerine ulaşılabildeği için, çok ayrıntılı inceleme ve gözlemlere değil, Türkiye'nin borç yapısına ilişkin bazı göstergelere değineceğiz.

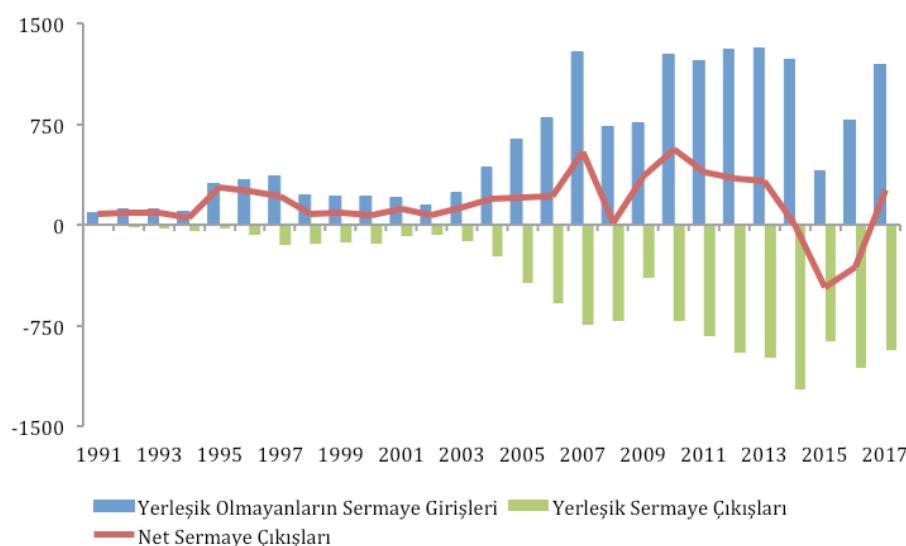
Son yıllarda çok fazla olmasa da borç problemine ilişkin olarak borçların ödenmemesi, moratoryum ilanı gibi istisnai uygulamalara tanık olduk. Rusya 1998'de, Arjantin keza 2002 krizinde benzer bir adım attı. İkinci olarak da ağır borç problemi ile karşılaşan ülkelerin önündeki seçenekleri/seçeneksizlikleri, kısmen literatürdeki tartışmalar üzerinden kısaca özetlemeye çalışacağız.

## “Yükselen” Ekonomilere Dair...

Kapitalizmin 1970’lerde sürüklendiği krizi “finansallaşarak” aşma çabasının yarattığı likidite bolluğu nedeniyle, özellikle bizimki gibi ülkelere büyük sermaye girişleri oldu. İster spekülatif sıcak para veya uzun vadeli portföy akımlarından oluşsun, ister doğrudan yabancı yatırımlar şeklinde olsun büyük sermaye hareketleri gerçekleşti.

Yükselen piyasa ekonomilerine dönük yerleşiklerin ve yerleşik olmayanların sermaye hareketlerine ilişkin büyülükler Akyüz’ün 2018 tarihli makalesinde aşağıdaki grafikle gösterilmektedir. Grafikte yerleşik olmayanların<sup>2</sup> sermaye girişleri, yerleşiklerin sermaye çıkışları ve her ikisinin toplamından oluşan net hareket gözlenmektedir. Özellikle 2000’li yıllarda itibaren “yükselen piyasa ekonomileri”ne dönük yabancılardan kaynaklanan sermaye girişlerinin nasıl hızla arttığı ve yerlilerin sermaye çıkışlarının da buna paralel bir artış sergilediği görülmektedir. Net değerlere baktığımızda ise, ABD finansal krizinin etkisinin yansısı 2008 yılı ve merkez ülkelerdeki para ve faiz politikalarının “normalleşmesi” bekleyişleri ile yükselen ekonomilere dönük endişelerin söz konusu olduğu 2015 ve 2016 yılları dışında, bu ekonomilere net sermaye girişleri gerçekleştiği izlenmektedir.

**Şekil 1. “Yükselen” Ekonomilere Dönük Sermaye Akımları**



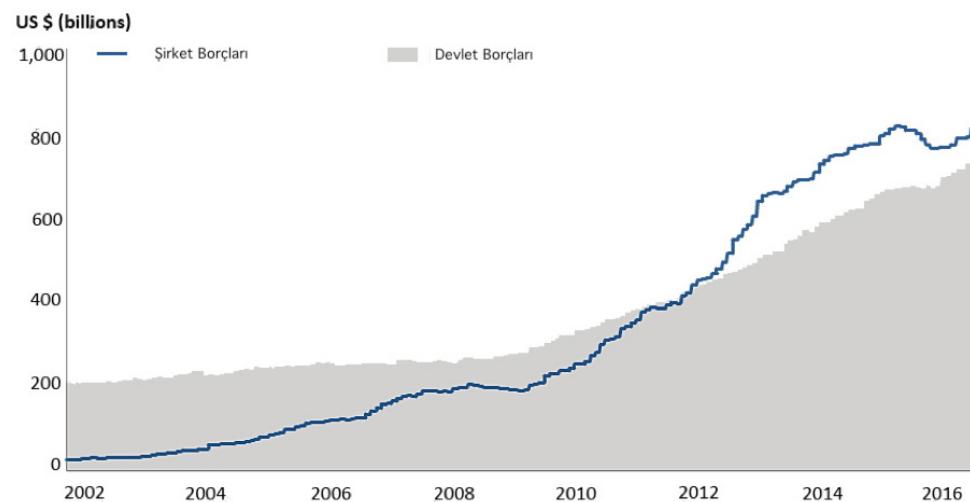
Kaynak: Akyüz (2018).

Burada bizi ilgilendiren temel soru şudur: Sermaye girişlerinin yaşanan borç problemlerine katkısı nedir? Yabancılardan kaynaklı sermaye girişlerinin çok

sınırlı bir kısmı borç yaratmayan sermaye hareketlerinden oluşmaktadır: portföy hareketleri içerisinde yalnızca *hisce senetlerine* dönük yabancı sermaye girişleri ile yurtiçine dönük *doğrudan yabancı yatırımlar*. Yükselen ekonomilere dönük doğrudan yabancı yatırımların, borç krizine doğrudan katkısı olmazken, kriz sonrası ucuza mal kapatmak için gerçekleşir esas olarak bu girişler. Bunların dışında yabancılardan kaynaklanan bütün sermaye girişleri, söz konusu ülkelerin dış borçlarına doğrudan katkı anlamına gelir, yani bu girişler dış borcu oluşturur. Bu nedenle 2000'li yıllar sonrasında "yükselen" ekonomilere dönük yabancıların sermaye girişlerinde gözlenen çok büyük artışlar, bu ekonomilerin dış borç problemini de neredeyse aynı ölçüde ağırlaştırmıştır.

Ağırlaşan borç tablosunda "yükselen" ekonomilere ilişkin bir başka önemli bulgu ise, dış borcun devlet ve özel şirketler arasındaki dağılımında meydana gelen değişimdir. Son yıllarda, özellikle 2000'li yılların ortasından itibaren, belirgin biçimde özel kesimin borçlarında hızlı bir artışın ortaya çıktığı görülmektedir. Aşağıdaki grafik, özel kesim borçlarında gözlenen artışın sadece bize özgü olmadığını, "yükselen" ekonomilerde de benzer bir eğilimin ortaya çıktığını gösteriyor. Neoliberal politikalar eşliğinde kamunun yatırımcı misyonunu terk etmesi, yerli sermayeyi geliştirmek için verilen destek ve teşviklerin kaldırılması gibi politikalar, sermaye hareketlerinin serbestleştirilmesi sonucu şirketlerin ve bankaların dış borçlanmaları önündeki engellerin de kalkması demekti. Böylece özellikle 2008 sonrasında dünya ekonomisi büyük bir daralma yaşarken, özel kesim borcunun dış borç içerisindeki payı da hızla arttı. Özel kesimin dış borçları içerisinde ise kısa vadeli olanların payının arttığı bilinmektedir.

**Şekil 2. "Yükselen" Ekonomilerde Devlet ve Şirketlerin Dış Borçları**



Kaynak: Bell'den (2017) aktaran Akyüz (2018).

Finansal sistemin yapısındaki değişimler, yaşanan ekonomik krizler, borçlanmanın 1970'li yıllarda ve 1980'li yılların başlarında olduğu gibi artık devletler arasında ya da devletlerle çokuluslu kuruluşlar arasındaki resmi krediler yerine özel sermaye piyasalarından kontrolsüzce borçlanmaya dönüşmesine zemin hazırladı. Aynı zamanda bankalar ile şirketlerin doğrudan doğruya bu piyasalardan borçlanmaları üzerindeki engellerin kaldırılması da özel kesimin, bunun içerisinde de özellikle şirketler kesiminin borçlarının hızla artmasına neden oldu. Böylece hem kamunun hem de özel kesimin özel sermaye piyasalarından borçlanması öneMLİ artışlar meydana geldi.

Sermaye girişlerinin farklı coğrafyalardaki ülkelere özgü koşullarla birleşerek farklılaşan araçlarla birlikte çeşitlendigini söyleyebiliriz ama bütün bu çeşitlenmelere rağmen, yani hangi tür krediler verilirse verilsin, kimler borçlanırsa borçlansın bu ekonomilerin eninde sonunda krize sürüklenmeleri kaçınılmaz olmuştur.

*1980 sonrası kriz deneyimlerinde gözlemlenen öneMLİ farklılaşmalardan biri, sermaye girişlerinin şeklidir.* Latin Amerika'nın güneyinde Arjantin, Uruguay, Şili üçlüsündeki krizde esas olarak banka kredilerinin ağırlığı söz konusuydu. 1982 borç krizinden sonra banka kredileri hemen hemen yok oldu, yerini tahviller aldı. Bu süreç Brady tahvillerinin çıkarılması ile başlatıldı; 1989'da önerilen bu planla, borç ödemelerinin yeniden düzenlenmesi ile bankalara ikincil piyasalardaki tahvillerin ticaretinden kâr elde etme olanağı sağlandı. Meksika krizinde girişler temel olarak, hisse senetleri ve kamu borçlarına dönük portföy yatırımlarından oluşmaktadır. Asya krizinde ise, sermaye girişleri kısa vadeli krediler ile banka kredilerinden oluşmaktadır (UNCTAD,1998).

*Borçlular arasında da çeşitlilik* vardı. Gerçekte borçluğun niteliğinin bir kriz olasılığını öneMLİ ölçüde değiştirmemiTir gorülmektedir. 1970'lerin sonları 1980'lerin başlarında Latin Amerika'nın Güney Ucu'ndaki kriz, Doğu Asya kriziyle hem benzer hem farklı özelliklere sahipti. Her ikisinde de dış borçluluktaki büyümeye neredeyse tümüyle özel kesimden (özel bankalar ve firmalar) kaynaklanmaktadır. Buna karşılık 1982 Latin Amerika borç kriziyle ilgili olarak, krizin devlet borçları nedeniyle farklılığı sıklıkla vurgulanmasına rağmen, bu tam olarak doğru değildir. Bu durum, krizin patlaması sonrasında, özel kesim borçlarının hükümet garantileri ile yeniden yapılandırılması sonucu ortaya çıkmıştır. Latin Amerika borç krizinin, özel yabancı borçların kamulaştırılmasının ilk örneği olduğu belirtilmektedir (Felix, 1998). 1986 yılında Meksika'nın tek taraflı moratoryum korkusu ile karşılaşan uluslararası ticari bankalar, ABD ile işbirliği yapmak için gönülsüzce anlaşarak Baker Planı olarak bilinen adımı atmışlardır. Daha sonra Brady Planı ile Meksika, ABD sponsorluğunda 1990'da

ticari bankalarla bir borç anlaşması imzalayan ilk ülke oldu (Lustig ve Ros, 1999).<sup>3</sup> 1982 Meksika borç krizinde, kamu kesiminde önemli bir mali açık vardı ve özel sektörün net tasarruf fazlası söz konusuydu, oysa 1990'lardaki dış borçlanma çoğunlukla özel şirketler ve bankalar tarafından gerçekleştirildi. 1994'te az da olsa mali fazla vardı ve cari işlemler açığının hepsi pratik olarak özel kesim net tasarruf açığından kaynaklanıyordu.

Arjantin'de 2001 yılında kriz derinleştiğinde, özel kreditörlere olan yurt içi ve yurt dışı borçların yeniden yapılandırılması düşünülüyordu. Ancak bu düzenlemelere geçilemeden durum daha da kötüleştiği için moratoryum ilan edildi. Sonraki yıllarda alacaklılarla çeşitli görüşmeler yapıldı, fakat ilerleme sağlanamadı. Belli sayıda alacaklı ise New York ve Avrupa'da bazı davalar açmaya başladılar. Bu davalar gerçek kreditörler veya esas yatırımcılar tarafından değil, zor durumdaki devletlerin tahvillerini düşük değerlerden toplayıp, vadesi gelenleri nominal değeri üzerinden tahsile çalışan ve ödenmediği durumlarda ise borçlu devlete ait yurt dışı varlıklar haciz ederek büyük kazançlar sağlayan "akbaba yatırımcılar" tarafından açıldı. Rusya da 1998 yılında moratoryum ilan ettiğinde benzer bir tehditle karşılaştı. Rusya yalnızca dış borçlarını değil, çoğu yabancılar tarafından tutulan yurt içi bonolarını da ödemeyeceğini, şiddetli bir devalüasyondan sonra Ruble'yi dalgalandırmaya bıraktığını ve borçların vadelerini düzenleyeceğini açıkladığında, yabancı bankalar Rusya'yı yurt dışı bankalarındaki varlıklara el koymakla tehdit ettiler.

Dış borçlara ilişkin bu gelişmeler ışığında, kimi az gelişmiş çevre ekonomisinin ilgili verileri ile Türkiye verilerini karşılaştırarak, dış borç probleminin Türkiye ekonomisi için ne anlamına geldiğini değerlendirmeye çalışalım.

### **Dış Borçlanmaya Dair...**

Türkiye'nin dış borç probleminin mahiyetini anlamak için Arjantin, Brezilya, Hindistan, Güney Kore ve Meksika'nın, 2008 yılı<sup>4</sup> sonrasındaki bazı dış borç verileri ile Türkiye'nin verilerini karşılaştırmaya çalışacağız. Bu ülkeleri seferken 2000'li yıllar boyunca cari işlemler dengesindeki açık ve fazlaların ülkelerin milli gelirlerine oranları ve büyümeye oranlarındaki seyre baktık.<sup>5</sup> Böylece bu ekonomilerin bazlarının cari işlemler dengesi ılımlı açık verirken büyündüğünü, ekonomiler küçülürken açığın cari fazlaya dönüştüğünü; diğerlerinde büyümeye yüksek cari işlemler dengesi açıkları eşlik ederken, negatif büyümeye değerleri söz konusu olduğunda da cari açık vermeyi sürdürdüğünü; bu ekonomilerden birinde ise pozitif ve oldukça istikrarlı büyümeye değerlerine cari fazlaların eşlik ettiğini gözledik. Kısacası bu benzerlik ve farklılıkların söz konusu ekonomilerin borçlanma düzeyinde ve yapısında önemli değişikliklere neden olup olmadığını bazı temel göstergeler üzerinden değerlendirmeye çalışacağız.

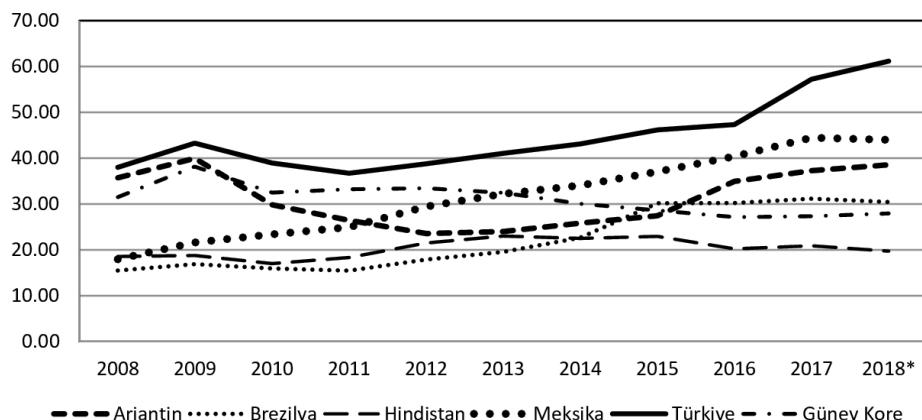
Arjantin, 2001 yılı krizinden sonra moratoryum ilanı ile de uyumlu olarak 2010 yılına dek cari işlemler dengesi fazlası vermiştir. 2009 yılında merkezdeki krizin yansımاسının katkısı ile % 6 küçülmüş ve sonrasında, pozitif ve negatif değerler arasında dalgalanan büyümeye oranlarına sahip olmuştur. Brezilya, 2003 ve 2007 yılları arası dönemde cari işlemler dengesi açığı vererek 2015 yılına dek istikrarsız da olsa pozitif büyümeye değerleri sergilemiştir. 2009 ve 2015 yıllarında ise küçülmesine karşın cari işlemler dengesi açık vermemi sürdürmüştür. Hindistan ekonomisi sermaye kontrollerinden uzun yıllar vazgeçmediği ve serbestleştirme uygulamalarına daha geç başladığı ve bunları sınırlı tuttuğu için farklı gerçekleştirmelere sahiptir. Pozitif ve görece istikrarlı büyümeye rakamlarını -2008-2009 ABD krizinin etkisine rağmen 2009 yılında da pozitif büyümeye söz konusudur-, 2011 ve 2012 yılları hariç ılımlı cari işlemler dengesi açıkları ile sürdürilmiş görünülmektedir. Bu anlamda hızla serbestleşmeye ve finansal sistemde piyasaya dayalı yapıya geçen diğer ekonomilerden farklılaşmaktadır. Oldukça müdahaleci yapısı ile diğer çevre ekonomilerinden önemli ölçüde farklılaşan Güney Kore ekonomisi de, 1997-98 finansal krizinden sonra cari işlemler dengesi sürekli fazla verirken, pozitif büyümeye değerlerini sürdürmemiştir. Merkezdeki krizin etkisi ile büyümeye oranı 2009 yılında % 0,7 değerine düşmesine karşın pozitif değerini korumuş ve diğer yıllarda seyrinden de gözlendiği gibi krizden geçerken büyümeye rakamları negatif değerlere dönüştüğü için cari işlemler dengesi fazla veren tipik çevre ekonomilerden farklılaşmıştır. Meksika 1990'lı yıllarda günümüze dek cari işlemler dengesi sürekli açık veren bir ekonomi olarak daha çok Türkiye'ye benzemektedir. Üstelik 2008-2009 krizinin etkisi ile Türkiye ekonomisi kadar daralmış (% 4,7) ve yine Türkiye ekonomisi gibi cari açık vermemi sürdürmüştür.

Tüm bu ülkeler arasında Türkiye ekonomisinde, cari işlemler dengesi 2000'li yılların başından itibaren, çok yüksek açıklar vermiş, 2011 yılına gelindiğinde milli gelirin % 9'una yaklaşarak rekord bir seviyeye ulaşmıştır. Merkezdeki krizin etkisiyle negatif büyümeye oranları kaydederken dahi cari işlemler dengesi açık vermemi sürdürmüştür. Bu durum açısından Meksika'nın yanı sıra Brezilya da 2009 yılında benzer bir durum sergilemiştir. Ancak cari açık veren ekonomiler arasında Türkiye ekonomisi, çok yüksek açıklarla ilk sıraya yükserek ayrışmaktadır. Sermaye hareketleri üzerindeki tüm sınırlandırımların kalkması nedeniyle büyük ölçüde yabancı sermaye girişlerine bağımlı bir ekonomiye dönüştüğü için, sermaye çıkışları hatta girişlerin yavaşlaması dahi ekonominin büyümeyi olumsuz etkilemektedir. Bu nedenle örneğin borsadan kaçış, kimi ülkede sadece hisse senedinden kaçış anlamına gelirken, Türkiye'de ağırlıklı olarak yabancıların tuttuğu borç senetlerinden kaçış anlamına gelmektedir. Üstelik Hindistan gibi diğer çevre ekonomilerinde merkez bankası döviz

kurunu kontrol ederek, bu tür hareketlerin iç piyasaya yansımalarını da kontrol altında tutmaktadır. Türkiye'de ise bu hareketler, döviz piyasasına ve dolayısıyla ağır döviz borçlusu iç piyasa ajanlarına da olumsuz yansımaktadır.

Bu çerçevede, bazı dış borç göstergelerinin söz konusu ekonomiler açısından seyrine bakalım.<sup>6</sup> Aşağıdaki grafikte söz konusu ülkeler için toplam dış borcun gayri safi milli hasılatındaki payını görüyorsunuz.

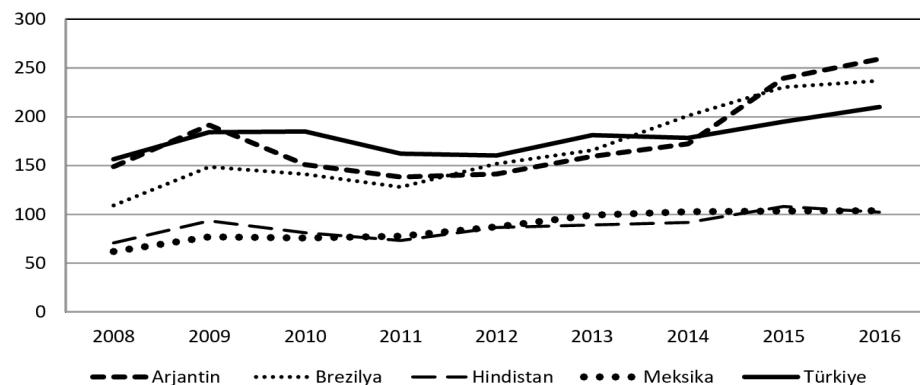
**Şekil 3. Toplam Dış Borç/GSYH**



Türkiye'de dış borcun GSYH içindeki payı, Yeni Ekonomi Programı'nda (YEP) açıklanan 763 milyar dolarlık milli gelir rakamını dikkate alduğumda yüzde 60'ın üzerine çıkıyor. İncelediğimiz ülkeler arasında en yüksek dış borç oranı Türkiye'ye aittir. Dış borcun milligelirdeki payının % 40'lara yaklaştığı Arjantin'in borç krizine sürüklendiğini ve yakın zamanda IMF ile anlaşmaya gittiğini hatırladığımızda, Türkiye açısından bu oranın ne kadar yüksek olduğu açıklık kazanmaktadır. Güney Kore'de oran azalarak % 30'ların altına gerilemiş, Hindistan'da ise % 20'ler seviyesinde kalmıştır. Literatürde geçmiş kriz deneyimlerine bakıldığında, Dünya Bankası tanımıyla orta gelirli azgelişmiş ekonomilerin, oldukça düşük dış borç/GSYH oranına sahipken krizlere sürüklenebildiği belirtilmektedir. 1970 ve 2001 arasındaki dönemde yaşanan krizlere bakıldığından, toplam krizlerin % 13'ünde bu oran % 40'in altındadır; 1982 borç krizinde ise Meksika'da dış borcun milli gelire oranı %47'dir (Reinhart vd, 2003). Bu nedenle dış borcun milli gelire oranı için sıkılıkla % 60'lık bir seviye vurgulansa da, literatürde kritik borç eşigine ilişkin tahminlerin, farklı kriterlere göre çeşitlendiği görülmektedir (Tran, 2018). Türkiye'nin dış borcunun her hâlukârda oldukça yüksek seviyelerde olduğunu söyleyebiliriz.

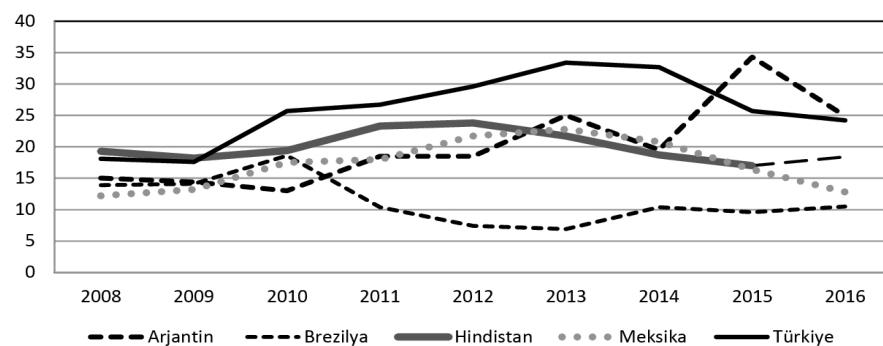
Dış borç stógunun ihracata oranı dış borcun yapısına ilişkin standart göstergelerden biridir. Burada Türkiye'nin söz konusu ülkeler arasında yine Arjantin ve Brezilya'yla birlikte ve onlarla neredeyse paralel hareket ettiğini söyleyebiliriz. Arjantin'in durumu son yıllarda çok daha hızlı bir şekilde bozulurken, Türkiye'de dış borcun ihracata oranı son yıllarda sürekli artış sergileyerek 2016 yılında % 210'lara ulaşmıştır.

**Şekil 4. Dış Borç Stoku/İhracat (%)**



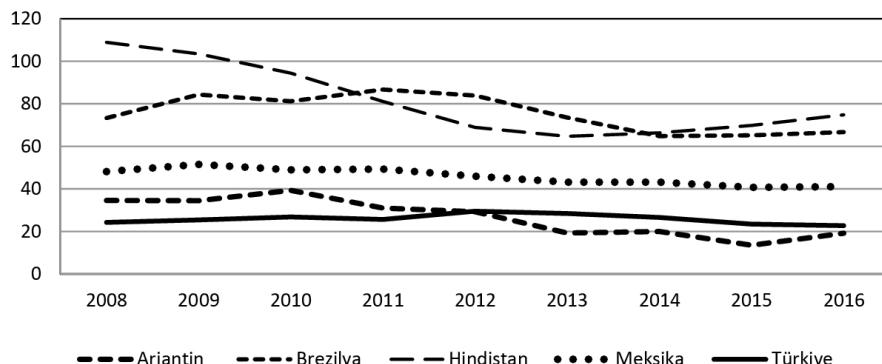
Kısa dönemli borçların toplam dış borç stokundaki payı açısından da Türkiye neredeyse en bozuk yapıya sahip ekonomi olarak öne çıkmaktadır. Türkiye'den sonra ise Arjantin kısa vadeli borçların toplam borçlar içindeki oranının en kötü olduğu ikinci ekonomidir. Son yıllarda düşüş sergilese de kısa dönemli borçların toplam borçlar içindeki payının 2012 ve 2014 yılları arasında yüksek olduğu bir diğer ekonomi Meksika'dır. En düşük dış borç/GSYH oranına sahip Hindistan ekonomisinde ise, kısa vadeli borçların toplam içerisindeki payı Meksika'ya benzer bir eğilim sergilemektedir.

**Şekil 5. Kısa Dönemli Borçlar/Toplam Dış Borç Stoku (%)**



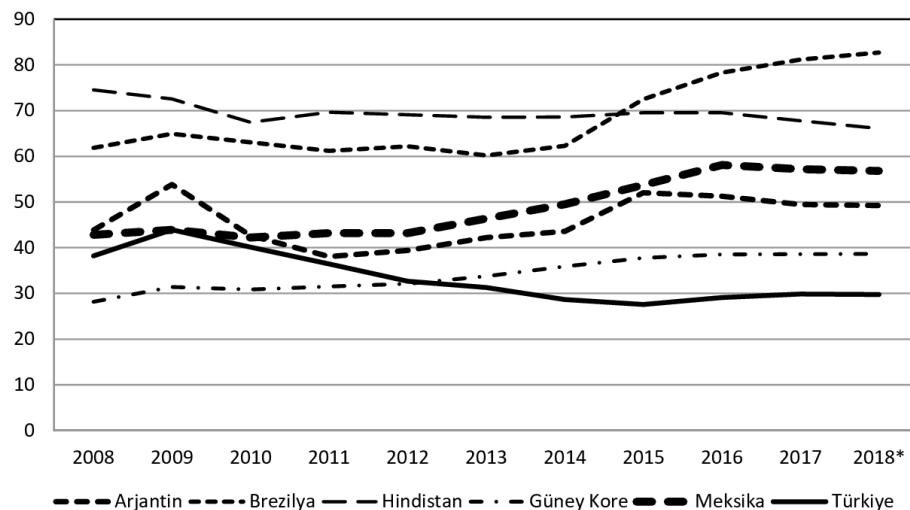
Bir diğer önemli gösterge rezervlerin dış borca oranıdır<sup>7</sup>. Beklendiği gibi petrol gelirleri ile en yüksek oranlara Brezilya ekonomisi sahipken, onu Hindistan takip ediyor. Meksika açısından bu oran % 50'lere % 40'lara gerilemiştir. Rezervlerin toplam dış borca oranı düşük olan ekonomiler yine Arjantin ve Türkiye; söz konusu oran bu ülkeler için son yıllarda yaklaşık % 20'ler seviyesindedir.

**Şekil 6. Rezervler/Toplam Dış Borç Stoku (%)**



Krizler sonrasında kamunun kurtarma paketleri ya da Türkiye ekonomisindeki gibi özellikle seçim dönemlerinde hükümetlerin çeşitli teşvikler vererek yaptıkları harcamalar dikkate alınarak genel hükümet borçlarının milli gelire oranınadabıkılması önemarzettirmektedir. Yabancıkreditörler, derecelendirme kuruluşları bu oranı, mali sürdürülebilirliği değerlendirebilmek açısından da takip etmektedir. Türkiye açısından genel hükümet borçlarının milli gelirdeki payı burada baktığımız göstergeler içerisinde düşük değerlere sahip olan tek “olumlu” göstergedir. Ancak düşük oranlara sahip ülkelerin de krizlere girdiği ve hemen krizler sonrasında ise özel sektörde dönük kurtarma paketlerinin hükümet borçlarında hızlı artışlarla sonuçlandığı unutulmamalıdır. Arjantin ve Brezilya gibi kırılgan ülkelerde bu oranın 2013 sonrasında nasıl hızla arttığı görülmektedir. Ayrıca sermaye hareketleri üzerindeki kontrolleri kaldırılmış ekonomilerin, uluslararası finans kapitalin talepleri doğrultusunda kamu kesimi dengeleri açısından faiz dışı fazla koşulu ile sınırlandırıldıkları da hatırlanmalıdır. Bu açıdan Hindistan ekonomisi sermaye hareketleri üzerindeki kontrollerinden tümüyle vazgeçmediği için farklılaşmaktadır, bu nedenle hükümet borçlarının payının yüksek olması beklenebilir.

**Şekil 7. Genel Hükümet Borçları/GSYH (%)**



Türkiye'nin dış borç büyüklüklerine biraz daha ayrıntılı bakalım. Dış borç stoku günümüzde artık yaklaşık 460 milyar dolara ulaşmış durumda. Türkiye ekonomisinde kamunun dış borç içindeki payı 1980'lerin başında yaklaşık % 70'ler seviyesindeydi. Günüümüzde ise bu tablo çok farklılaşmış ve tam tersine dönmüştür. Özel kesim borcunun toplam içerisindeki payı özellikle 2000'li yılların başından itibaren hızla % 70'lere yükselirken, kamu kesiminin toplam borç stokundaki payı gerilemiştir. 2008 yılında özel sektörün borcunun % 40'ı finans dışı kuruluşlara ait iken, son yıllarda bu oran yaklaşık % 35 seviyesindedir. Banka ve bankacılık dışındaki şirketlerin döviz cinsinden borçlanmasının böylesi düzeylere ulaşması, kur hareketlerinin real kesimi doğrudan ve hızla etkilemesi anlamına gelmektedir. Türkiye'nin özel kesim borç stoku ve finans dışı özel kesim borçlarının özellikle 2000'lerin ikinci yarısından sonra değişikliğe uğradığını ve ciddi bir bozulma sergilediğini de söyleyebiliriz.

<b>Tablo 1. Dış Borçlar</b>											
<b>Yıllar (Milyar ABD Doları)</b>	<b>1989</b>	<b>1990</b>	<b>1999</b>	<b>2000</b>	<b>2001</b>	<b>2002</b>	<b>2003</b>	<b>2004</b>	<b>2005</b>	<b>2006</b>	<b>2007</b>
Toplam Dış Borç Stoku	44	52	103	119	114	130	144	161	171	208	250
Kısa-Vadeli Borçlar	6	10	23	28	16	16	23	32	39	43	43
Kamu	0	0	2	3	1	1	1	2	2	2	2
Özel	5	9	21	25	15	14	19	27	34	39	39
Finansal Kurumlar	3	5	12	15	7	5	8	13	18	21	17
Bankalar	3	5	12	15	7	5	8	13	17	20	16
Banka-dışı Finansal Aracılar	0	0	0	0	0	0	0	0	1	1	1
Finans-dışı Kurumlar	2	3	9	10	8	8	11	14	16	18	22
Uzun Vadeli Borçlar	38	43	80	90	97	113	121	129	132	166	207
Kamu	29	33	43	48	46	64	70	74	68	70	71
Özel	2	2	28	29	28	29	30	37	51	83	122
Finansal Kurumlar	1	1	7	8	5	7	7	11	21	37	51
Bankalar	1	1	5	5	3	3	3	6	12	22	31
Banka-dışı Finansal Aracılar	0	0	3	3	2	4	4	5	9	15	21
Finans-dışı Kurumlar	1	1	20	22	23	22	23	26	30	45	70
Kamu+MB/Toplam Borç Stoku (%)	84,9	79,4	53,2	54,1	62,9	66,8	66,1	60,3	50,3	41,9	35,7
Özel/Toplam Borç Stoku (%)	15,1	20,6	46,7	45,9	37,1	33,2	33,9	39,7	49,7	58,1	64,3
Finans-dışı Özel Borçlar/Toplam Borçlar (%)	6,0	8,6	28,1	26,4	26,8	23,7	23,1	24,9	26,8	29,8	36,7

Tablo (Devam): Dış Borçlar												
<b>Yıllar (Milyar ABD Doları)</b>	<b>2008</b>	<b>2009</b>	<b>2010</b>	<b>2011</b>	<b>2012</b>	<b>2013</b>	<b>2014</b>	<b>2015</b>	<b>2016</b>	<b>2017</b>	<b>2018 C1</b>	<b>2018 C2</b>
Toplam Dış Borç Stoku	281	269	291	304	340	390	402	396	404	455	467	457
Kısa-Vadeli Borçlar	53	49	77	82	100	130	132	102	98	118	122	120
Kamu	3	4	4	7	11	18	18	15	16	22	24	24
Özel	47	44	71	73	88	112	113	87	82	96	98	96
Finansal Kurumlar	24	22	48	47	57	77	79	52	43	48	48	45
Bankalar	24	22	47	46	55	75	77	50	41	45	45	43
Banka-dışı Finansal Aracılar	0	0	1	2	2	2	2	2	2	3	3	2
Finans-dışı Kurumlar	23	22	24	27	31	35	34	35	39	48	50	51
Uzun Vadeli Borçlar	229	220	214	222	239	259	270	294	306	337	344	337
Kamu	75	80	85	87	93	98	100	99	104	114	117	115
Özel	142	129	120	127	140	157	168	194	202	222	227	222
Finansal Kurumlar	51	44	41	48	57	73	85	105	105	113	115	111
Bankalar	30	28	29	35	42	55	66	86	87	96	97	95
Banka-dışı Finansal Aracılar	22	17	12	13	15	18	19	19	19	18	18	16
Finans-dışı Kurumlar	89	83	78	79	83	84	84	89	97	108	112	111
Kamu+MB/Toplam Borç Stoku (%)	32,8	35,9	34,6	34,1	33,4	31,1	29,9	28,9	29,8	30,2	30,3	30,6
Özel/Toplam Borç Stoku (%)	67,2	64,1	65,4	65,9	66,6	68,9	70,1	71,1	70,2	69,8	69,7	69,4
Finans-dışı Özel Borçlar/Toplam Borçlar (%)	40,0	39,0	35,1	35,0	33,8	30,5	29,4	31,5	33,5	34,4	34,7	35,3

## **Çözüme/Çözümsüzlüğe Dair...**

Ağırlaşan borç krizleri üzerine literatürde yapılan tartışmalara bakıldığından, iki öneri dikkat çekmektedir:<sup>8</sup>

Borç krizindeki ülkeler için ilk öneri, 2001 yılında UNCTAD tarafından geliştirildi. UNCTAD (1998:85) borçlu bir ülkenin parasına büyük bir atak olduğu zaman teorik olarak dört savunma hattı olduğunu belirtmektedir: i) Kaçış durdurmak ve piyasa güvenini yeniden oluşturmak üzere yurtiçi politikaların uygulanması, ii)yeterli döviz rezervleri ve kredilerin sürdürülmesi yoluyla korunma, iii) ihtiyaç duyulan likiditeyi sağlamak için uluslararası son başvuru merciini harekete geçirmek, iv) döviz kontrolleriyle birlikte borcun tek taraflı askıya alınması ve borçların yeniden yapılandırılması için görüşmelerin başlatılması.

IMF'nin krizler sonrasında genellikle kredi koşulu olarak talep ettiği standart sıkı para politikası ve yüksek faiz uygulamasından oluşan ilk opsiyon, Asya krizi sonrasında belirgin bir şekilde ortaya çıktı gibi iflasları yaygınlaştırarak, pek çok ülkede durumu daha da kötüleştirdi. İkinci opsiyon ise, hem rezerv tutmanın maliyeti yüksek olduğu hem de büyük bir para ve/veya banka krizi olduğunda ne kadar yüksek rezervler tutulursa tutulsun genellikle yetersiz kalındığı için çözüm olmadı. Üçüncü opsiyona gelince, krizle karşılaşmış ülkelerin başvurabilecekleri bir son başvuru mercii henüz yoktur. Dolayısıyla UNCTAD ilk üçünün teorik olarak söz konusu olduğunu ancak pratikte çalışmadığını belirtmektedir. Bu nedenle geriye döviz kontrolleriyle birlikte borcun tek taraflı askıya alınması ve görüşmelerin başlatılması opsiyonu kalmaktadır.

UNCTAD'ın önerisi, esas olarak borçlu ülkelerin borçlarını dondurarak onlara borçlarını yeniden yapılandırmaları için bir nefes alma alanı yaratmaya ve alacaklıların söz konusu ülkelerin varlıklarına dönük “yağmacılık yarışı”nı durdurmaya dönük bir öneriydi. Borçlar geçici bir süre askıya alınacak, böylece söz konusu ülkelerin borçlarına ilişkin olarak vadelerin uzatılması, borç-hisse senedi takası ya da borcun tamamen silinmesi, ödenmemesi seçenekleri de dahil tüm seçeneklerin düşünülebileceği bir düzenelemedir esasen önerilen. Bu öneri görüldüğü gibi, bir tasfiyeden çok bir yeniden düzenlemeyi öngörmektedir. Bu anlamda, UNCTAD tarafından yapılan öneri, iflasa sürüklenen bir firma için iflas mahkemesinin varlıkları satıp alacaklılara ödemek üzere bir yediemin belirlemesi sürecinde olduğundan çok farklıdır. Öneride de referans olarak gösterilen ABD İflas Yasası 11. maddeye göre ise, firma mevcut yöneticilerin kontrolü altında kalır ve çalışmaya devam eder, üstelik çeşitli kolaylıklar ile faaliyetlerini sürdürmesi için desteklenir.

Bu yasaya başvuran bir örnek olarak, Macy's Department Store adındaki firmaya ilişkin uygulama ilgi çekicidir. Macy's Department Store Ocak 1992'de 11. maddeye başvurduğu gün, firma hiçbir zarar görmeden borçları kanunla tümüyle askiya alındı ve iki hafta sonra faaliyetlerini sürdürübilmesi için işletme sermayesi olarak 600 milyon dolarlık bir kredi sağlandı. Aynı günlerde yükümlülüklerini yerine getiremeyen Rusya ise, borçlarını yeniden yapılandırmaya dönük görüşmeler sonucunda ancak 18 ay sonra borçlarını kısmen askiya alabildi ve Dünya Bankası'ndan işletme sermayesi olarak 600 milyon dolar alması da yine 18 ayda gerçekleşebildi (Sachs'tan akt. Cui, 2002). Bu gözlem uluslararası borçların yeniden düzenlenmesi süreci açısından oldukça çarpıcıdır. Çünkü buradaki asimetri örneği borçlu ve alacaklılar arasında çok daha kapsamlı bir şekilde çeşitlenmekte ve dış borçların yeniden düzenlenmesine ilişkin kimi öneriler ve uygulamada derinleşerek devam etmektedir.

Aslında 1990'lardan bu yana ağırlaşan finansal krizlere, tartışmalara rağmen uluslararası düzeyde finansal düzenlemeye ilişkin atılmış hiçbir adım yoktur. Rusya 1998 yılında ve Arjantin 2001 yılında moratoryum ilan ederek, borçlarını tek taraflı olarak ödemeyeceklerini açıkladılar. Ancak UNCTAD'ın önerisinde olduğu gibi sermaye kontrolleri ile desteklenen ve dışa bağımlılığı azaltmak üzere iç tasarrufları artırmaya dönük ekonomi politikalarının uygulandığı alternatifler olamadı bu deneyimler. Dolayısıyla borçlanmanın esas olarak uluslararası özel sermaye piyasalarından gerçekleştirilmesi, borçlu devletlerin ekonomik politika tercihlerini büyük ölçüde uluslararası sermayenin ihtiyaçları doğrultusunda şekillendirmiş ve sermaye girişlerine artan bağımlılık, pazarlık gücünü olumsuz etkilediği gibi yeni krizlerin de sürekli habercisi olmuştur.

İlk öneri borç probleminin çözümünü, borçları gözetecek şekilde ve onların lehine geliştirmeye çalışırken, IMF'nin geliştirdiği ikinci öneri daha çok kreditörlerin alacaklarını kolay tahsil etmelerini sağlayacak ve kriz nedeniyle herhangi bir zarara uğramalarını önleyecek bir düzenleme öneriyordu.

2002 yılında IMF'nin birinci başkan yardımcısı Anne Krueger borçların yeniden yapılandırmasına ilişkin mekanizmayı açıklarken, borç enstrümanlarının ve türevlerinin çeşitlendiği, alacaklı sayısının arttığı, durumun çok daha karmaşık hale geldiği bir ortamda herkesi memnun edecek bir çözüm bulmanın 1980'li yıllardaki yapı ile karşılaşıldığında çok daha zor olduğunu vurgulamaktadır. 1990'lı yıllarda devletler tahvil çıkararak özel kreditörlerden borçlanmaya yöneldiği için, kamunun dış borcu içerisinde bunların payı artmaktadır. Krueger (2003), devlet borçlarının yeniden yapılandırılmasına ilişkin iki tip öneriden bahsetmektedir: ilki, alacaklıların birlikte hareket etmesini gerektiren, eksiksiz borç sözleşmelerinin kullanımını teşvik edecek *sözleşme yaklaşımı*. İkincisi ise,

borç probleminin yeniden yapılandırılması için anlaşmaya-dayalı bir mekanizma yaratacak çerçeveyin sağlanması iliskin, daha genel bir *yasal yaklaşım*dır. Finansallaşma sürecinin doğal sonucu olarak alacaklılar sermaye piyasalarındaki fon yöneticilerindenoluştugu için, öneri esas olarak, bu dağınık kreditörlerin birbirleriyle anlaşarak, uzlaşarak krize sürüklenmiş bu ülkelerden alacaklarını garantiye almalarının mekanizmasını oluşturmayı amaçlamaktadır.

Uluslararası likiditenin ve buna bağlı fon akımlarının bollaşlığı koşullarda sadece borçluları disiplin altına almaya dönük politikalar esas olarak kreditörlerin olası kayıplarını önlemeye dönüktür. Bu nedenle uluslararası düzenlemelere ilişkin geliştirilen öneriler genellikle, sermaye akımlarının arz-yanlı istikrarsızlıklarını ihmali ederek borçluların dış finansal disiplinine vurgu yaparken; kısa vadeli sermaye girişlerinin çevre ekonomilere sağladığı olanaklar nedeniyle, bu ülke hükümetleri de yalnızca iç “yapısal reformlar”a yoğunlaşarak sistemsel riskleri azaltmak yerine artırılmışlardır. Mevcut yapı özel borç yükünün de örtük garantiler ve kriz sonrasında uluslararası piyasalardan likidite sağlayabilmek için hükümetlerin ödeme garantileri vermeleri nihai olarak borçlu çevre ekonomilerinin, esas olarak sabit gelirli emekçileri veya işsizleri tarafından ödenmesi ile sonuçlanmaktadır.

1990’lı yıllarda günümüze kadar az gelişmiş çevre ekonomileri ağır borç krizleri ile karşılaşmalarına rağmen, uluslararası düzeyde hemen hemen olumlu hiçbir adım atılmamıştır. Merkez ekonomilerin ihtiyaçlarına göre bollaşan kredileri ile uluslararası finans kapital, çevre ekonomiler yoğun finansal akımlara maruz kaldıkları zaman kur-faiz arbitrajları ile yüksek kazançlar sağlarken, sermaye girişlerinin kaçışlara dönüştüğü ve söz konusu ülkelerin borç yüklerinin ağırlaştığı dönemlerde, alacaklarını hiçbir maliyete katlanmaksızın hükümet garantileri ile güvenceye almaktadırlar. Kisacası çevre ekonomilerin sermaye çekerken yaşadıkları genişleme dönemlerinin de, sermaye çıkışlarına maruz kaldıkları kriz ve daralma dönemlerinin de asıl kazananı, uluslararası finans kapital, başka bir ifade ile kreditörler/alacaklılardır. Kriz ve ağır borç yükü ile karşı karşıya kalan söz konusu ekonomilerin, yeniden sıkıştırıcı para ve maliye politikalarıyla standart “uyum” süreçlerine zorlanması ise esas olarak, şirketlere, bankalara ve devletlere ait olan borçların emekçi sınıflar ve işsiz kalanlar tarafından yoksullaşarak ödenmesidir.

Türkiye ekonomisi günümüzde, 1994 ve 2000-2001 krizlerinde yaşadığından çok daha ağır bir borç krizi ile karşı karşıyadır ve ciddi bir ekonomik daralma içerişindedir. AKP hükümeti uyguladığı ekonomi politikaları ile özel kesimin aşırı borçlanmasının ve bu ağır ekonomik tablonun sorumlusudur. Buna ilave olarak, giderek işsizleşen emekçi sınıfları, “uyum”un ve borç yükünün altında bırakmaktadır.

Özetle, yurtiçi tasarruflar ile desteklenen, istihdam yaratan bir üretim yapısına gelecek, özel sermaye piyasalarından borçlanma ihtiyacını azaltacak ve adil bölüşüm ilişkilerini kuracak köklü politika değişiklikleri olmadıkça, yakın gelecekte borç açmazından kurtulmak olası görünmemektedir.

Ek\*:



\* Cari işlemler dengesinin (açık veya fazla) milli gelirdeki payı (CA/GSYH (%)) ve büyümeye değerleri verilmektedir (sabit fiyatlarla % değişme olarak GSYH). IMF, *World Economic Outlook* veri tabanından derlenmiştir.

## Sonuçlar

<sup>1</sup> Bu yazı, 6 Ekim 2018 tarihinde, Mülkiyeliler Birliği MİSAM ve Türk Sosyal Bilimler Derneği tarafından düzenlenen “Türkiye’nin Krizini Anlamak” başlıklı sempozyumda yapılan konuşmanın düzeltilmiş halidir.

<sup>2</sup> Yerleşik olmayanlar terimi yurtdışında yerleşik ülke vatandaşlarını kapsasa da esas olarak yabancılardan olduğu için, bu terim yerine bundan sonra “yabancılar”; yerleşikler için de benzer nedenlerle “yerliler” terimini kullanacağız.

<sup>3</sup> Daha sonrasında da yabancıların büyük oranlarda çok kısa vadeli hazine kağıtları (*cetes; peso* cinsinden hazine bonosu) almalarına izin verildi. Dolayısıyla 1990’larda biriken dış borçlar, 1994’té dolar cinsinden varlıklarla (*tesebonos*; dolara endeksli hazine kağıtları) dönüştürülen çok kısa-dönemli borçlardı (Griffith-Jones, 1999).

<sup>4</sup> Bu verilere söz konusu ekonomiler için ancak 2008 ve 2018 yılları arasındaki dönem için ulaşılabilmiştir. 2018 yılı verileri de geçicidir.

<sup>5</sup> Grafikler ek olarak yazının sonunda verilmiştir.

<sup>6</sup> Söz konusu ülkelere ait buradaki gözlemlere *Joint External Debt Hub (JEDH)* başlıklı veri tabanından ulaşıldı, bu nedenle veri tabanının sınırlandırması altında, göstergelere dair istenen bütün oranlar henüz hesaplanamadı.

<sup>7</sup> Aslında rezervlerin kısa dönemli borçlara oranına bakıldığından çok daha çarpıcı sonuçlar ortaya çıkmaktadır.

<sup>8</sup> Bu tartışmalar için bakınız: Erdem, Nilgün (2004), “Dış Borç Çıkmazı: Dış Borç Sorunu Çözülür mü?”, *Iktisat, İşletme ve Finans*, Eylül.

## Kaynakça

Akyüz Y (2018). External Balance Sheets of Emerging Economies: Low-Yielding Assets, High-Yielding Liabilities.

Cui Z (2002). An International Chapter 11: Bakruptcy and Special Drawing Rights. İçinde W Bello, N Bullard ve K Malhotra (der) *Global Finance New Thinking on Regulating Speculative Capital Markets*, London New York: Zed Books.

Felix D (1998). *Asia and the Crisis of Financial Globalization*, Dean Baker. İçinde G Epstein ve R Pollin (der), *Globalization and Progressive Economic Policy*, UK: Cambridge University Press.

Griffith-Jones S (1999). Stabilising Capital Flows to Developing Countries. *IDS Bulletin*, vol.30, no.1.

Krueger A (2003). Sovereign Debt Restructuring: Messy or Messier?. *AEA Papers and Proceedings*, May (93), no.2.

Lustig N ve Ros J (1999). Economic Reforms, Stabilization Policies, and “Mexican Disease”. İçinde L Taylor (der), *After Neoliberalism What next for Latin America*, The University of Michigan Press.

Reinart C. M vd. (2003). Debt Intolerance. *National Bureau of Economic Research*, (1), 1-62.

Tran N (2018). Debt Threshold for Fiscal Sustainability Assessment in Emerging economies. *Journal of Policy Modeling*, (18).

United Nations Conference on Trade and Development (UNCTAD) (1998). *Financial Instability, Growth in Africa*. New York and Geneva: United Nations.

United Nations Conference on Trade and Development (UNCTAD) (2001). *Global Trends and Prospects Financial Architecture*. New York and Geneva: United Nations.

