

BÖLÜM 11

KRİZ YAŞAYAN ÜLKELERDE DIŞ BORÇ KIRILGANLIK GÖSTERGELERİNİN ANALİZİ: MEKSİKA, RUSYA, BREZİLYA, ARJANTİN VE TÜRKİYE ÖRNEĞİ¹

Mete DİBO²
Ahmet ULUSOY³

GİRİŞ

Kamu kesimi, özellikle de gelişmekte olan ülkelerde beşeri sermaye kalitesi ile istihdam olanaklarını arttırmak ve kalkınma hedeflerine ulaşmak gibi amaçlarla büyük yatırım projelerini üstlenmek, eğitim, sağlık, ulaştırma ve haberleşme gibi altyapı yatırımlarına katkı sağlamak gibi sorumluluklara sahiptir. Kişi başı gelirin düşüklüğü ve buna bağlı olarak yurtiçi tasarrufların yetersizliği, vergilerin etkin tahsil edilememesi gibi nedenlerle ihtiyaç duyulan fonların her zaman yurt içi kaynaklarla temini mümkün olamamaktadır. Böylece başta iktisadi büyümenin ve toplumsal refahın artırılması için gereken yatırımların dış kaynaklar yoluyla finansmanı kaçınılmaz olmaktadır.

Yine, döviz ihtiyacının karşılanması, ithalatın finanse edilmesi, milli paranın değerinin korunması, ülke içerisinde vergileme kapasitesine erişilmiş olması, devletin, kendi ülkesinde iç borçlanma yapamayacak olması, süreklilik gösteren bütçe açıkları ve yabancı ülkelerdeki faiz oranlarının düşmesi gibi nedenlerle de dış borçlanmaya başvurulabilir.

Söz konusu makroekonomik amaçlar doğrultusunda dış borçlanmada yaşanacak artışların sınırlılığının iyi belirlenmesi, ekonomik ve mali istikrar açısından önem taşımaktadır. Bu kapsamda Uluslararası Para Fonu (IMF) ve Dünya Bankası gibi uluslararası kuruluşlar bir ülkenin güvenilirliğinin ve riskliliğinin ölçülmesine ilişkin bazı borçluluk göstergelerinde sınırlar belirlemiştir. Bu göstergelerde bozulmaların olması, ülkede yatırım yapan aktörlerin davranışlarını

¹ Bu çalışma, Prof. Dr. Ahmet Ulusoy danışmanlığında Karadeniz Teknik Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü Maliye Anabilim Dalında Mete Dibo tarafından hazırlanan “Dış Borçlanma ve Finansal Kriz İlişkisi Bağlamında Türkiye’deki Krizlerin Analizi (1994-2001)” başlıklı yüksek lisans tezinden türetilmiştir.

² Dr. Öğr. Üyesi, Hitit Üniversitesi İİBF Maliye Bölümü, metedibo@hitit.edu.tr

³ Prof. Dr., YÖK Denetleme Kurulu Üyesi, ahmet.usulsoy@yok.gov.tr

olumsuz etkileyeceğinden söz konusu göstergeler ülke ekonomisi açısından önem arz etmektedir. Bir ülkede söz konusu oranların üst düzeylerde bulunması; piyasalarda güvenin azalmasına, ülkeden sermaye kaçışına ve rezervlerin azalmasına, dolayısıyla finansal zorlukların yaşanmasına yol açacaktır.

Bu bağlamda çalışmada dış borç stoku/GSYH, dış borç stoku/ihracat, dış borç faiz servisi/ihracat ve toplam dış borç servisi/ihracat oranları gibi bazı değişkenler ele alınarak ekonomik krizlerle etkileşimi değerlendirilecektir. Söz konusu dış borç kırılmalılık göstergeleri çerçevesinde Meksika, Brezilya, Rusya, Arjantin ve Türkiye’de yaşanan kriz dönemleri incelenmiştir.

BAZI KIRILGANLIK GÖSTERGELERİ VE ANLAMLARI

Ülkelerin aşırı borçlu durumda olmaları borç sürdürülebilirliği konusundaki endişeleri arttırmaktadır. Bir ülkenin aşırı borçlu olup olmadığının tespitinde bazı analitik ve finansal kriterlere ihtiyaç duyulmaktadır. İlgili kapsamda IMF ve Dünya Bankası dört temel göstergeye dikkat çekmektedir. Bunlar; dış borç stoku/GSYH oranı, dış borç stoku/ihracat oranı, toplam dış borç servisi/ihracat oranı ve dış borç faiz servisi/ihracat oranıdır (Ulusoy, 2017: 190).

Dış borç stoku/GSYH oranı, gelişmekte olan ülkelerde yaşanan ekonomik krizlerle etkileşimi olduğu düşünülen en önemli göstergelerden biridir. Oran genellikle bir ülkenin kredibilitesinin ölçülmesinde kullanılmakta, risk ve borç yükü analizleri için de genel bir ölçüt olarak dikkate alınmaktadır. Dış borç stoku/GSYH oranının değerlendirilmesinde, Dünya Bankası ve IMF tarafından da kabul edilen bazı eşikler mevcuttur. Buna göre oranın %30-50 arasında olması ülkenin orta borçlu, %50 ve daha fazla olması ülkenin aşırı borçlu olduğu anlamına gelmektedir (IMF, 2021). Bu oranın küçülmesi ödemeler dengesinde bir iyileşme göstergesidir.

Uluslararası borç yükünün bir sonucu olarak birçok gelişmekte olan ülkede yatırım seviyesi ve dolayısıyla büyüme oranları düşüktür. Borç/GSYH göstergesinin yüksekliği yatırımlara ayrılacak kaynakları azaltarak gelecek dönem milli gelir seviyesini olumsuz yönde etkilemektedir (Aklan, 2002).

Dış borç stoku/ihracat oranı dış borç ödeme kapasitesini göstermektedir. Bu gösterge kısaca mal ve hizmet ihracatı sonucu elde edilen gelirle dış borçların ne kadarının karşılanabildiğini göstermektedir. Oran yükseldikçe ülkenin dış borca olan bağımlılığının da arttığı ve ülkenin yurt içi üretimden ziyade yurt dışı tüketime ağırlık verdiği anlaşılmaktadır. Dünya Bankası ve Uluslararası Para Fonu’na göre bu oran %275’in üzerinde ise dış borç sınırı aşılmış olmakta ve ülke çok borçlu olarak değerlendirilmektedir (Dünya Bankası, 1990; akt. Opuş, 2002: 189).

Toplam dış borç servisi/ihracat oranı, borç servis oranı olarak da ifade edilmekte ve herhangi bir borçlu ülkenin kısa dönemli likidite değerliliğinin ölçülmesine olanak sağlamaktadır. Toplam dış borç servisi ise bir ülkenin bir yıl içindeki anapara ve faiz ödemeleri toplamını ifade etmektedir. Dolayısıyla bu oran yıllık ihracat gelirlerinin ne kadarının dış borç anapara ve faiz ödemeleri için kullanılacağını göstermektedir. Borç servis oranı ne kadar yüksek ise, borçlu ülke ekonomisi üzerinde o oranda bir baskı oluşmakta ve ülkenin likidite sorunu ağırlaşmaktadır. Bu baskı ödemeler dengesi üzerindeki dış borç yükü olarak anlaşılmaktadır (İnce, 2001; akt. Özkan, 2006: 51). Oranın %18-30 arasında olması orta borçluluğu, %30'un üzerinde olması ise çok borçluluğu ve borçların sürdürülemez boyuta ulaştığını göstermektedir (Ulusoy, 2017: 191).

Dış borç faiz servisi/ihracat oranı daha çok dış borçlanmanın maliyetini ölçmek amacıyla kullanılan bir göstergedir. Oran eğer %12 ile %20 arasında ise ülke orta derecede borçlu, %20'den fazla ise ülke çok borçlu olarak değerlendirilmektedir. Bu oranın yorumlanmasında ayrıca, dış borç faiz servisi ve ihracatın artış hızının da dikkate alınması gerekmektedir. Buna göre faiz servisi artış hızı, ihracat artış hızından daha yüksek ise dış borç kullanımlarının ağırlıklı olarak ülke yatırım ve ihracatını artırıcı faaliyetlerde kullanılmamış olduğu anlaşılmaktadır. Diğer bir ifadeyle, dış borçlanmadan elde edilen kaynaklar, ülke yatırımlarından çok dış borç geri ödemeleri gibi verimsiz alanlara yönlendirilmiş veya dış borçlanmadan elde edilen kaynakların ihracat geliştirme yönündeki katkısı dış borçlanma maliyetine oranla daha düşük gerçekleşmiştir (Sarı, 2004: 10).

Açıklanan dış borç kırılabilirlik göstergeleri çerçevesinde çalışmada Meksika, Brezilya, Rusya, Arjantin ve Türkiye'de yaşanan kriz dönemlerinin incelenmesi hedeflenmiştir. Genel değerlendirmelere göre kriz yaşayan ülkelerde bütün göstergelerin kriz öncesinde aynı anda bozulma göstermediği ancak bütün ülkelerde bir ya da iki gösterge kapsamında kritik seviyelerin üzerine çıktığı gözlemlenmiştir. Rusya harici ülkelerde dış borç servisi/ihracat oranının kriz öncesinde aşırı borçluluk düzeyinde seyreden ortak gösterge olduğu belirlenmiştir. Brezilya ve Rusya dışındaki ülkelerde kriz öncesi veya kriz yıllarında aşırı borçluluğa işaret eden diğer bir göstergenin de dış borç stoku/GSYH oranı olduğu tespit edilmiştir.

DIŞ BORÇ KIRILGANLIK GÖSTERGELERİ BAĞLAMINDA EKONOMİK KRİZ YAŞAYAN BAZI ÜLKELERİN İNCELENMESİ

Çalışma kapsamında özellikle çok sık kriz yaşayan ve krizle dış borçların doğrudan etkileşim içinde olduğu düşünülen bazı gelişmekte olan ülkeler (Meksika, Brezilya, Rusya, Arjantin ve Türkiye) ele alınmıştır. Bu başlık altında söz konusu ülkeler dış borç kırılabilirlik göstergeleri bağlamında ayrıntılı olarak incelenmektedir.

3.1 1994-1995 Meksika Krizi ve Dış Borçlanma

Meksika 1980’li yılların ortalarında kamu maliyesini iyileştirme programıyla birlikte özelleştirme ve büyük çapta finansal reformlar gerçekleştirmiştir. Aynı zamanda dış borçlarını yeniden yapılandırmış ve Kuzey Amerika Serbest Ticaret Anlaşmasını (NAFTA) imzalayarak dış ticaretini serbestleştirme yönünde önemli mesafeler kaydetmiştir. 1990’lı yıllarda iki sene gibi kısa bir sürede 1982 yılında kamulaştırılmış olan 18 kamu bankası özelleştirilmiştir. Ek olarak diğer Latin Amerika ülkelerine benzer biçimde Meksika da faiz oranlarını serbest bırakmış, kredi sınırlamalarına ve bankaların kasalarında likit tutma zorunluluğuna son vermiştir (Güloğlu & Altunoğlu, 2002: 113-114).

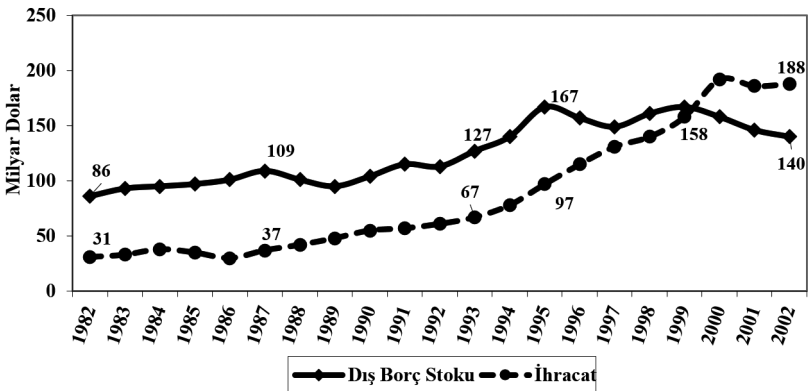
1991 ve 1992’de Latin Amerika’dan ihraç edilen tahvillerdeki artış, uluslararası piyasalarda arz fazlasına neden olmuş ve bu ülkelerde artan cari açıklar ve politik belirsizliklerle birlikte uluslararası yatırımcılar arasında tedirginlik baş göstermiştir. Bu durum karşısında Latin Amerika ülkeleri tahvil ihraçları için daha cazip getiri olanakları sunmuşlardır (Altinkemer, 1996; akt. Şenel, 2002: 73). Gelişmeler, 1994’te Meksika’da ve daha sonraki dönemde birçok gelişmekte olan ülkede tipik hale gelen ve ülkenin döviz rezervleri hakkındaki kuşku, sermaye çıkışları, ülkenin borçlarını erteleyememesi, yeniden sermaye çıkışları ve uluslararası mali kuruluşlardan yapısal değişimler taahhüt edilerek alınan resmi krediler şeklinde ortaya çıkan kriz döngüsünü başlatmıştır (Şenel, 2002: 73).

1990’lı yıllarda finansal serbestleşme ve büyük sermaye girişleriyle beraber kırılan bir yapı oluşmuştur. Buna ek olarak 1994 yılında ekonomide yaşanan iç ve dış şoklar, Aralık 1994’te bir ödemeler dengesi krizi ve finansal krizle sonuçlanmıştır. Cari işlemler açığı kısa vadeli sermaye yatırımları yoluyla finanse edilmiş, özel ve kamu sektörünün dış yükümlülükleri hızla yükselmiştir. Ülkenin ödeme gücünde bir sorun olmamasına karşın kamu borçlanmasının ağırlıklı olarak kısa vadeli bir yapıda olması finansal paniğe ve güven kaybına yol açmıştır (Türkiye Bankalar Birliği, 2001).

Ulusal paranın gelecekteki değeriyle ilgili belirsizlikler nedeniyle gelişmekte olan ülkelerde bankalar, finansal olmayan kuruluşlar ve hükümetler yabancı para cinsinden çok daha kolay borç temin edebilirler. 1994 yılında Meksika’da finansal kriz öncesinde mali piyasalarda kurumlar yabancı para cinsinden borçlanmaktaydılar. Ulusal para da öngörülemeyen bir devalüasyon veya değer kaybı durumunda yabancı paraya bağlı borç anlaşmaları nedeniyle yurt içindeki firmaların borç yükü artış göstermektedir. Aktiflerin de yabancı paralara bağlı olması firmaların bilançolarında bozulmaya ve net değerinin azalmasına neden olmaktadır. Böylece daha sonra ters seçim ve ahlaki risk problemleri artış göstermektedir. Asimetrik

bilgi sorunun artması yatırımların ve ekonomik faaliyetlerin azalmasına neden olmaktadır (Mishkin, 1999: 712-713).

1994-95 Meksika krizi birçok uluslararası sigorta kuruluşundaki uzmanları, hükümetleri, ulusla arası finansal kuruluşları, üniversiteleri dünya finans basınına şaşırtmıştır. Fakat bazı Meksikalılar, yabancı yatırımcılar ve spekülörler krize hazırlıklıydılar. Kamunun haberdar olması için herhangi bir uyarıları olmadı ve zamanın geldiğini düşündüklerinde sadece müşterilerinin paralarıyla ilgili işlemleri yaparak kendilerine ait pezo türünden varlıklarının dolar karşılığı satışını gerçekleştirmişlerdir. Bu kişiler devalüasyonu önceden görebilmişlerdi. Sınırlı bir kesim dışındaki ekonomistler sabit döviz kurunun başarısız olacağı ve bu başarısızlığın otoritelerin döviz kuru oranlarını kontrol edebileceği beklentisine sahip insanlar için ağır maliyetler oluşturacağı hakkında kamuyu aydınlatmadılar. Meksika ve dışındaki birçok ekonomist 1988 yılında sabitlenen döviz kuru oranlarının enflasyonu kontrol altına alacağı ve böylece tek politikayla iki sorunu birden çözebilecekleri fikrine kapıldılar. Bu ekonomistlere inanan yerli ve yabancı yatırımcılar, bankerler, yöneticiler ve tüketiciler pezonun dolara bağlanmasının kur riskini, enflasyon riskini ve temerrüt riskini⁴¹ önleyeceğini düşündüler. Ancak otoriteler kuru sabit tutmada başarılı olmadılar. Kasım 1994'te 1\$ = 3.44 pezo iken Kasım 1995'te 1\$ = 7.66 pezo oldu. Meksikalı ve yabancı yatırımcıların sahip oldukları fon varlıkları dolar bazında neredeyse yarı yarıya değer kaybetti. Yabancı kreditor ve yatırımcıların, hükümet ve özel sektörün dolar yükümlülüklerini yerine getiremeyeceği beklentisi 1995'in başlarında devalüasyonun yıkıcı etkisini ortaya çıkarmıştır (Meigs, 1998: 316-317).

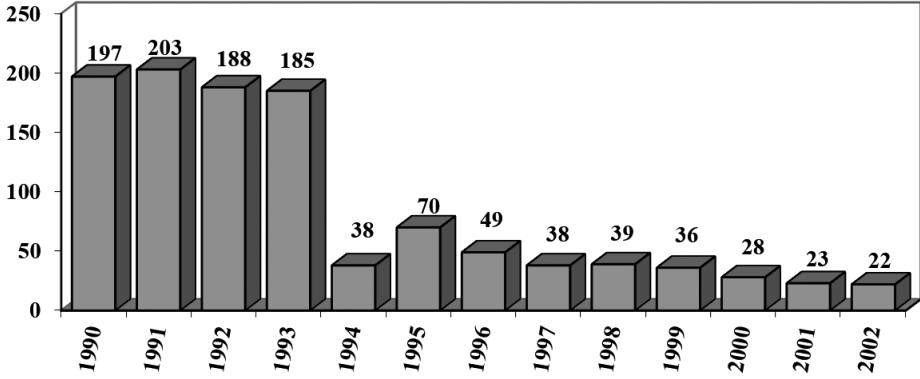


Grafik 1. Dış Borç Stoku ve İhracat Gelişimi- Meksika (1982-2002)

Kaynak: Dünya Bankası verilerinden yararlanılarak hazırlanmıştır.

⁴¹ Dolarla borçlanan kişi veya firmaların pezo/dolar kuru değiştiğinde süresi gelen borçlarını ödemek için yeterli doları elde edememesi riskidir.

Grafik 1, Meksika'nın dış borç stoku ve ihracat trendini göstermektedir. Grafiğe göre 1982'den kriz yılı olan 1994'e kadar dış borç stokunda %60 oranında artış meydana gelmiştir. Buna karşılık aynı dönemde ihracatı da %150 artış göstermiştir. Bu artış olumlu olmakla birlikte ülkenin dış borç stokunun ihracat gelirleriyle karşılanamayacağı açıkça görülmektedir. 1991 yılında Dış Borç Stoku/İhracat oranı %203 iken bu oran 1992'de %188 1993'te %185 ve kriz yılı olan 1994'te %178 olarak gerçekleşmiştir. Kriz sonrasında ise bu oranın düşmeye başladığı görülmektedir. Örneğin 1995 yılında %170.5 1996'da %135.9 ve 1997'de %112.8 olarak gerçekleşmiştir. 2001 yılına gelindiğinde bu oran %80 düzeyine gerilemiştir. Kriz öncesindeki oranlar ülkenin dış borca bağımlı hale geldiğini ve üretimden çok dış kaynaklı tüketime yöneldiğinin bir göstergesidir.



Grafik 2. Dış borç stoku/GSYH oranı-Meksika (1990-2002)(%)

Kaynak: Dünya Bankası verilerinden yararlanılarak hazırlanmıştır.

Grafik 2 incelendiğinde kriz öncesi 4-5 yılda DBS/GSYH oranının önemli miktarda yüksek seyrettiği gözlenmektedir. Değerlere göre ülke borçlarının tamamını ödeyecek olsa tüm milli geliri bile bu borçları karşılayamayacaktır. Çok borçluluk ve kırılabilirlik göstergesi olarak en fazla %50 olması gereken bu oran kriz öncesinde %200'lere yaklaşmıştır.

Tablo 1: Diğer Dış Borç Kırılabilirlik Göstergeleri-Meksika

	Dış borç stoku/ ihracat	Dış borç servisi/ ihracat	Dış borç faiz servisi/ ihracat
1990	200,8	21,76	14,03
1991	207,3	24,63	14,87
1992	193	35,65	12,89
1993	205,7	37,68	12,61

1994	187,6	27,04	12,13
1995	249,3	39,22	16,29
1996	198,4	51,04	14,66
1997	167,7	47,34	12,58
1998	119,4	21,9	8,33
1999	110	23,3	7,9
2000	82	31,87	7,68
2001	93,9	26,96	7,25
2002	88,4	21,19	5,84
2003	87,5	17,84	5,3
2004	79,8	19,1	4,98
2005	72,6	15,5	4,83

Kaynak: Dünya Bankası verilerinden yararlanılarak hazırlanmıştır.

Tablo 1’deki veriler incelendiğinde Meksika’da dış borç kırılabilirlik göstergelerinin kriz öncesi dönemde yüksek seviyelere ulaştığı gözlemlenmektedir. Dış borç servisi ve dış borç faiz servislerinin ihracata oranları kriz öncesinde kritik seviyelerin üzerinde iken dış borç stokunun ihracata oranı eşik değer olan %275’in altındadır.

3.2 1998 Rusya Krizi ve Dış Borçlanma

Sovyetler Birliği’nin dağılmasıyla birlikte kapitalist sisteme bir bir dâhil olan eski doğu bloku ülkelerinin yaşadıkları sıkıntıları Rusya da yaşamıştır. Fakat Rusya döviz kurlarını belirli bir bant içerisinde tutarak 1995’ten sonra kısa bir dönem için de olsa istikrarlı bir süreç yönetmiştir. Ancak politik karmaşa, mali dengesizlik ve dışsal alandaki bozulmalar Rusya’nın ekonomik kırılabilirlikle başa çıkabilme kabiliyetine yönelik şüpheleri arttırmış ve bu politikanın sürdürülemez olduğu anlaşılmıştır. Sonuçta 1998’in ortalarında mali problemleri gidermekteki başarısızlığın yol açtığı şiddetli finansal kriz patlak vermiştir.

1996 Nisan’ında Rusya dış borç ödemelerinin yapılandırılması için finansörlerle görüşmelere başlamıştır. Bu görüşmeler yatırımcıların güveninin yeniden kazanılması ve istikrarın tesisi için atılan önemli bir adımdı. Buna karşın ülkede problemler devam etmiştir. Paris Kulübüyle yapılan görüşmeler sonucunda kredi derecesinin artmasıyla Rus bankalar dış piyasalardan daha fazla borçlanmış ve dış yükümlülükleri 1994 yılında %7 iken 1997’de %17’ye yükselmiştir. Vergi gelirlerinin yeterli olmaması sebebiyle kamu sektörü açığı yüksek boyutlara ulaşmıştır. Faiz harcamalarının bütçe içerisindeki payının yüksek olması nedeniyle iç borçlanmaya gidilmesi tercih edilmiş ve vergi gelirleri arttırılmıştır. 1997 Ekim ayında

Rusya hükümeti borç artışını telafi etmek üzere %2 büyüme hedeflemiş olmasına karşın beklenen olmamış ve 1998'de %4,9 küçülme yaşanmıştır. 1997 Aralık ayında petrol ve demir dışı maden fiyatlarında yaşanan düşüşler Rus ekonomisini önemli ölçüde etkileyen bir diğer etken olmuştur. Ülkenin döviz kazançlarının üçte ikisinin söz konusu ürünlerden oluşması bu sonucun ortaya çıkmasında etkili olmuştur (Chiodo & Owyang, 2002: 7).

Rusya'nın ödemeler dengesi, petrol fiyatlarındaki düşmeye paralel olarak, bozulmaya başlamış, cari işlemler dengesinde 1996'da 11.6 milyar dolarlık fazla, 1997'de 3.3 milyar dolara gerilemiştir. Buna karşılık 15 milyar dolara ulaşan kısa vadeli dış borç ödemesi, Rusya'yı sıkıntıya sokmuştur (Karluk vd., 1999).

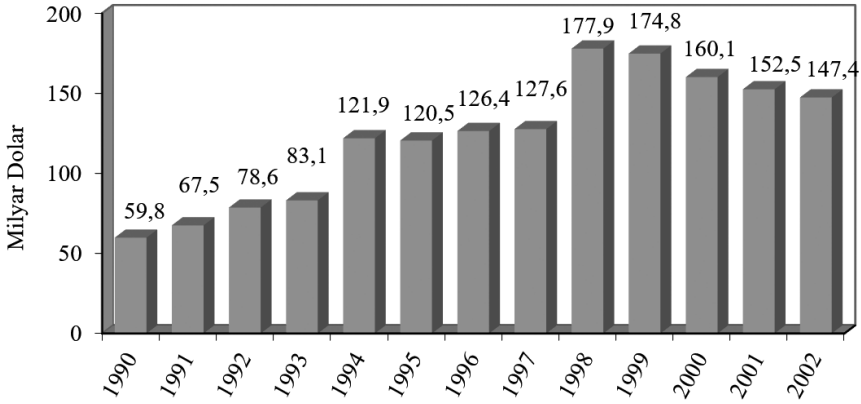
1998'lerin ortasında dış ticaret hadleri, Rusya'nın ana ihraç mallarının uluslararası fiyatlarındaki düşüşler sebebiyle, yaklaşık %18 oranında bozulmuştur. 1997'nin sonlarından itibaren ulusal faiz oranlarında, ödemeler dengesindeki bozulma sebebiyle, keskin bir yükseliş yaşanmıştır. Ruble 1998 Ağustos ortalarına kadar bant aralığında başarıyla kalmış, nihai mali düzenlemelerin olmayışı yabancı rezervlerde büyük kayıplara yol açmıştır. Devlet borç piyasasından yatırımcıların geri çekilmesi ve uluslararası rezervlerin belirgin biçimde azalmasıyla şiddetli nakit akış problemleri yaşanmış, Ağustos 1998'de otoriteler Ruble'ye bağlı devlet borçlarının yeniden yapılandırılacağını ve döviz kuru bandının genişletileceğini duyurmuşlardır. Eylül ayının başlarında ruble dalgalanmaya bırakılmıştır. Sovyet devri dış borç servisi durdurulmuş ve hükümet vadesi geçmiş borçların yeniden düzenlenmesi için kreditorlerle görüşmeler gerçekleştirmiştir (Baig & Goldfajn, 2006: 5).

Güneydoğu Asya krizi sonrasında 17 Ağustos 1998'de Rusya moratoryum ilan etmiştir. Böylece ülke 45 milyar dolar kadar borç ertelemeşi gerçekleştirmiştir. Ruble'nin %15 oranında devalüe edilmesiyle başlayan Rusya krizi, dünya ekonomisi ve borsaları üzerinde de negatif etkilere yol açmıştır. Rusya dış borçları için 90 günlük moratoryum ilan etmiş ve kısa vadeli borçlanma kağıtlarının paraya çevrilmesini ertelemiştir. Rusya'nın 140 milyar dolar dış, 70 milyar dolar iç borcu bulunmaktaydı ve bunun 20 milyar doları yabancıların elindeydi. Borç faizleri %240 civarındaydı. İç ve dış borçların GSYH'ya oranı %40'tan fazlaydı. Hükümet her ay ortalama 6 milyar dolar borçlanmak zorunda kalmıştır. Borçlanma yoluyla elde edilen kaynaklar verimli yatırımlar yerine maaş ödemeleri gibi cari harcamalar için kullanılmıştır. Dış borçlanmanın etkisini hafifletmek üzere yönetimin iç borçlanmaya başvurulması faizlerde artışa neden olmuştur (Karluk vd., 1999).

Rusya hükümetinin kısmi moratoryum ilan etmesi önceki iki yılda nispeten istikrarlı seyreden ekonomi üzerinde şok dalgaları yaratmıştır. Döviz kurları

%300 kadar düşüş göstermiş, enflasyon %70'lere ulaşmış, işsizlik %13.7'nin üzerine çıkmış, reel ücretlerde %30 azalma olmuş ve GSYH'da yaklaşık %5 kayıp yaşanmıştır. Bu yıkıcı etkiler sonucunda Rus halkının durumu iç karartıcı konuma gelmiştir. Fakat büyüme oranları Rusya ekonomisi için öngörülen kötü senaryolardan sapma göstererek 1999'da 5.4 ve 2000 yılında 8.3 oranında gerçekleşmiş ve böylece çıktı miktarı kriz öncesi düzeyin üstüne çıkmıştır (Gerry & A Li, 2002: 2).

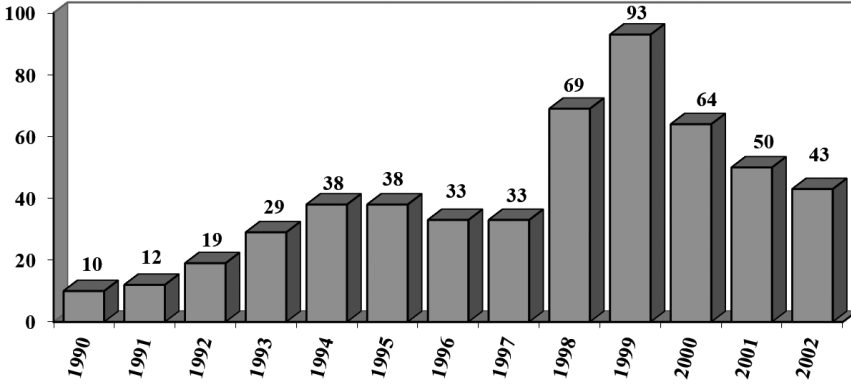
1990-2002 dönemine baktığımızda Rusya'da uzun vadeli özel kesim borçların kriz yılı olan 1997 yılından sonra artmaya başladığı ve dolayısıyla bu tür borçların krizde etkisi olmadığı söylenebilir. Kamu kesimi borçlarının ise 1990 yılından sonra artış gösterdiği ve bu yıldan kriz yılları olan 1997'ye kadar %122, 1998'e kadar ise %152 oranında artış gösterdiği anlaşılmaktadır.



Grafik 3. Dış borç stoku-Rusya (1990-2002)

Kaynak: Dünya Bankası verilerinden yararlanılarak hazırlanmıştır.

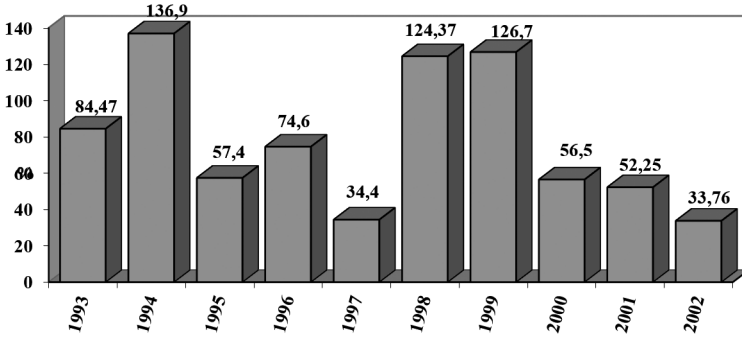
Grafik 3 Rusya'nın dış borç stokunu göstermektedir. Grafiğe göre 1990'dan 1997'ye kadar ülkenin dış borç stoku yaklaşık %113 oranında artmıştır. Krizin gerçekleştiği ve ülkenin borçlarını ödeyemeyeceğini açıkladığı 1998 yılında ise dış borç stokunun artış oranı 1990 yılına göre yaklaşık %200 olarak gerçekleşmiştir. Bu büyük oranlı artışın yanında Rusya'nın dış borç servisinde meydana gelen artış da dikkat çekmektedir. 1994 yılında ülkenin dış borç servisi 2.3 milyar dolar iken 1999 yılında 20.9 milyar dolara çıkmış, yani bu dönemde dış borç geri ödeme miktarı %800'den fazla artış göstermiştir. Bunun anlamı borçlanma maliyetlerinin geçmişe oranla önemli ölçüde artmış olduğudur. Sonuçta elde edilen yabancı kaynakların yapısal sorunların çözümünde verimli kullanılamamış olması ülkeyi mali sisteminin çökmesine kadar götürmüştür.



Grafik 4: Dış borç stoku/GSYH oranı- Rusya (1990-2002) (%)

Kaynak: Dünya Bankası verilerinden yararlanılarak hazırlanmıştır.

Grafik 4'te yer alan dış borçların GSYH içerisindeki payına bakıldığında krizin meydana geldiği 1998 yılında ve sonraki iki yılda kritik eşiği aştığı görülmektedir. Bu oran açısından kriz öncesinde Rusya'da kırılman kabul edilebilecek bir durum mevcut değildir. Kriz döneminde ise aşırı borçluluk seviyesinde olduğu gözlemlenmektedir.



Grafik 5. Kısa vadeli dış borç/rezerv oranı- Rusya (1993-2002)

Kaynak: Dünya Bankası verilerinden yararlanılarak hazırlanmıştır.

Rusya'da 1991 krizinin yaşanmasının ardından finansal serbestleşme ve piyasa ekonomisine geçiş oldukça hızlı gerçekleşmiştir. Bu hareket nedeniyle 1992 yılında kısa vadeli dış borç/rezerv oranı oldukça yüksek düzeydedir. Kısa vadeli borçlanmanın altında yatan temel neden bütçe gelirlerinin yetersiz olmasıdır. Gelirlerin düşük olması nedeniyle ücretlerin ödenmesi ve alınan borçların karşılanması için yeniden borçlanmaya başvurulmuştur. Bahse konu oranın %60 olması aşırı borçluluğa ve riskliliğe işaret etmektedir. Grafik 5'e bu gösterge açısından

bakıldığında 1997 yılında herhangi bir problem olmadığı görülmektedir. Kısa vadeli borçlanmadaki bu düşüşün sebebi olarak 1997 yılında yaşanan Güney Doğu Asya krizinin Rusya'ya da bulaşacağı endişesiyle yatırımcıların sermaye kaçışına başlaması gösterilebilir. 1998 kriz yılında ve devamında ise oran %100'ün üzerine çıkmıştır.

Tablo 2: Diğer Dış Borç Kırılganlık Göstergeleri-Rusya (1992-2005)

	Dış borç stoku/ ihracat	Dış borç servisi/ ihracat	Dış borç faiz servisi/ ihracat
1992	144,2	2,3	0,6
1993	171,7	3,1	1,1
1994	154,3	4,37	1,62
1995	125,5	6,33	2,96
1996	118,38	6,81	3,87
1997	122,75	6,73	4,91
1998	194,06	11,94	6,24
1999	212,73	14,26	6,08
2000	127,23	10,08	4,68
2001	121,6	14,31	6,21
2002	112,68	10,8	5,06
2003	117,25	13,73	4,31
2004	100,64	9,36	3,37
2005	87,24	14,19	2,83

Kaynak: Dünya Bankası verilerinden yararlanılarak hazırlanmıştır.

Tablo 2'ye göre 1998 krizi öncesinde ve kriz yılında kırılganlık göstergelerinde artışlar yaşanmasına karşın Rusya'nın dış borçlanma kritik eşiklerini aşmadığı görülmektedir. Dış borçlanmayla ilgili sorun yaratan iki göstergenin kısa vadeli borçların rezervlere oranıyla dış borç stokunun yurt içi hasıla içindeki payı olduğu ifade edilebilir.

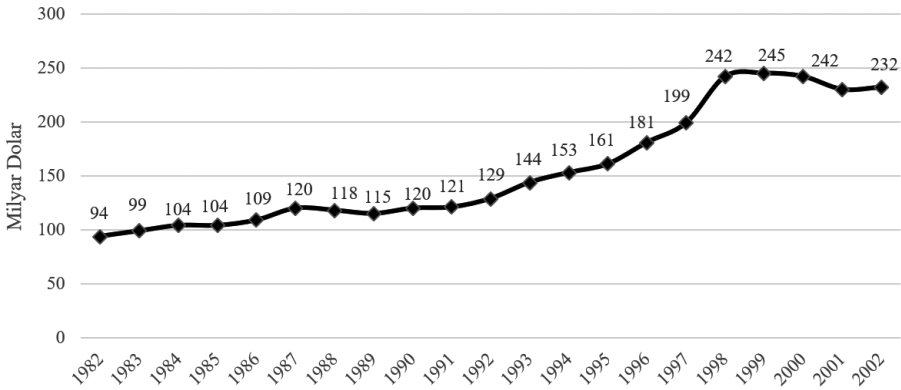
3.3 1998-1999 Brezilya Krizi ve Dış Borçlanma

Brezilya 1970'in başlarından itibaren sürekli artan enflasyonla karşı karşıyaydı. 1972'de yaklaşık %20 olan enflasyon 1994 yılının ortalarında %5000'den fazla gerçekleşerek doruğa ulaşmıştır. Geleneksel daraltıcı politikaların başarısızlığı, doğrudan fiyat ve ücret kontrolü içeren heterodoks planların benimsenmesine yol açmıştır. Bu durum 1986'nın başlarında, 1987'nin ortalarında ve 1989 ile 1990 yılının başlarında enflasyonun yükselişini geçici olarak durdurmuş olsa da hetero-

doks uygulamaların başarısız olmasından sonra enflasyon eski trendine dönmüş, hatta daha da yüksek düzeylere ulaşmıştır (Morais vd., 1999).

1979 petrol şokuna Brezilya'nın ilk politik tepkisi, enflasyonu düşürmek ve büyüyen cari açığını azaltmak amacıyla döviz kurunda düzenleme yapmak ve ulusal talebi daraltmak olmuştur. Fakat bu kısıtlayıcı politikalar yakın zaman sonra yabancı sermaye akışını teşvik etmek için terk edilmiştir. Bu durum çoğu kısa vadeli olan dış borcun artışına ve enflasyon baskısına yol açmıştır. 1980'lerin başında likidite şoku ortaya çıktığında Brezilya kırılğan bir yapıya sahipti ve dış borç yapılandırmasını sonlandırdı. Sonraki on yılda iki kez dış borç ödemelerinin gerçekleştirilemeyeceği ilan edilmiş ve ekonomiyi istikrara getirmek için sonuca ulaşmayan başarısız heterodoks politika yaklaşımları benimsenmiştir (Fraga, 2004: 95).

1991'den sonra Brezilya'ya sermaye akışı oldukça artmıştır. Sermaye hesabı fazlası 1991'de 4,148 milyon dolar iken 1995'te 29,820 milyon dolara çıkmış, kısa süreli sermaye akışı da 1991-1995 arasında eksi 2,9 milyon dolardan 17,554 milyon dolara yükselmiş ve bu durum dış borcun hızlı ve tehlikeli şekilde artışına yol açmıştır. 1990'da Brezilya'nın net dış borcu 90 milyar dolardan (GSYH'nın %28'inden) 1999'da 243 milyar dolara (GSYH'nın %47'sine) çıkmıştır. 1990'dan 1999'a kadar Brezilya yalnızca faiz ödemelerine 117 milyar dolar harcamıştır.



Grafik 6. Dış borç stoku - Brezilya (1982-2002)

Kaynak: Dünya Bankası verilerinden yararlanılarak hazırlanmıştır.

Brezilya'nın yıllara göre toplam dış borçları Grafik-6'daki gibidir. 1992'ye kadar eğri nispeten istikrarlı iken 1992'den sonra eğrinin eğimi yükselmiştir. Aslında 1992'den sonraki borç davranışlarının 1990-1992 yılları arasında Fernando Collor Hükümetinin yapısal reformlarla gerçekleştirdiği finansal serbestleşme hareketleriyle ilişkili olduğu söylenebilir. Bu reformlar genel olarak, ortalama ithalat tarifelerinin düşürülmesi, kısa vadeli spekülasyon sermaye akışının önündeki

engellerin kaldırılması yoluyla ticaretin arttırılması ve finansal serbestleşme olduğu görülmektedir. Sonuç olarak dışsal etkilere karşı savunmasız kalma maliyetine karşılık, sermaye akışı yabancı rezervlerin hızlı bir şekilde birikmesini sağlamıştır. Bu sebeple net dış borçlar Brezilya politikacılarının liberalleşmeyi pekiştirmek için dış sermayeye yönelik yeni kurallar uyguladığı 1998'deki Asya krizine kadar neredeyse durağan kalmıştır. Dış rezerv kayıplarının daha az olmasına karşın dış borçluluk artmıştır (Jayme, 2001: 12). 1990 yılında 120 milyar dolar olan dış borç stoku kriz yılı olan 1998'de 242 milyar dolara çıkmıştır. Bu miktarlar göstermektedir ki 1990-1998 yılları arasında dış borç stokunda yaklaşık %100 oranında artış gerçekleşmiştir.

Ülkenin bu kadar yüksek borca sahip olması finansal sıkıntılarının yaşanmasında önemli bir yere sahiptir. Çünkü 1998'de ihracat gelirlerinin %80'i ve 1999'da %117'si dış borç ödemelerinde kullanılıyordu. Bu oran ihracat gelirlerinin dış borçları karşılayamadığı anlamına gelmektedir. İhracat gelirlerinin yatırımlara dönüştürülmesi bir yana ülkenin sahip olduğu diğer gelirlerin de borçların karşılanmasında kullanılması gereği ülkenin gelişimini olumsuz etkileyen ve krize iten bir etken olmuştur.

Tablo 3: Dış Borç Kırılglanlık Göstergeleri-Brezilya (1990-2005)

	Dış borç stoku/ GSYH	Dış borç stoku/ ihracat	Dış borç servisi/ ihracat	DB faiz servisi/ ihracat
1990	31,6	331,19	22,63	6,27
1991	36,2	338,53	23,42	9,90
1992	40,2	315,94	21,24	9,32
1993	40,2	322,02	25,15	9,36
1994	29,5	298,56	31,24	12,13
1995	21,2	286,93	38,56	18,78
1996	21,9	314,21	43,69	18,09
1997	23,2	308,39	59,84	18,87
1998	29,3	380,01	80,75	24,29
1999	43,1	419,00	116,56	30,38
2000	38	360,14	87,00	25,46
2001	42,4	329,47	71,73	24,65
2002	47	321,08	72,04	20,71
2003	43,6	274,60	67,92	19,03
2004	33,9	198,49	48,35	13,27
2005	21,7	138,30	46,18	9,77

Kaynak: Dünya Bankası verilerinden yararlanılarak hazırlanmıştır.

Brezilya, Tablo 3'te yer alan dört kırılma göstergesinin üçü kapsamında kriz öncesi ve kriz döneminde yüksek borçlu ülke grubundadır. Dış borç stoku / ihracat oranı 2004 yılına kadar kritik eşik olan %275 oranının üzerinde seyretmiş, dış borç servisi/ihracat oranı 1994'ten itibaren kritik değer olan %30'un üzerine çıkmış ve 1999 kriz yılında %116,5 olarak gerçekleşmiştir. Dış borç stoku /GSYH göstergesi ise %50'in altındadır.

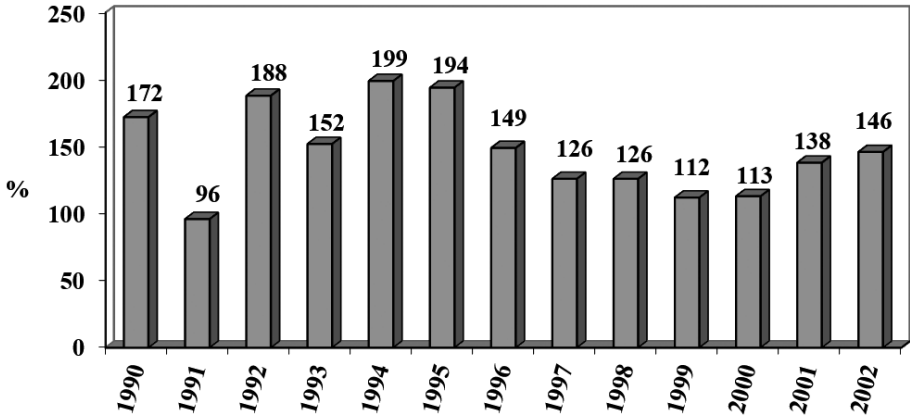
3.4 1994-2001 Arjantin Krizleri ve Dış Borçlanma

1980'lerin sonunda Arjantin hiperenflasyon yaşamış, fakat para kurulunca yürütülen piyasa odaklı reformlarla bu durumun üstesinden gelinmiştir. Reformlar 1990'ların başında yatırımların hızlı bir şekilde iyileşmesi şeklinde sonuçlar vermiştir. 1995 yılında yaşanan Tekila Krizi'nin bulaşıcı etkisiyle yurt dışı sermaye akımlarında meydana gelen gerileme yatırımların azalması dolayısıyla derin bir resesyona yol açmıştır. Yalnız kriz sırasında ihracatın reel oranlarla %30 artış göstermesi dikkat çekici bir durumdur. 1996-1997 döneminde ihracat ve yatırım odaklı büyüme gerçekleşmiştir. Bir yandan ülkenin rekabet gücüyle ilgili endişeler nedeniyle ekonomi geçici bir durağanlığa girerken diğer yandan kendini tekila krizinden kurtarmayı ve devalüasyona başvurmadan ihracatını artırma yoluyla yüksek büyüme oranlarına ulaşmayı başarmıştır. Bunlar Arjantin ekonomisiyle ilgili olumlu gelişmelerdir (Hausmann & Velasco, 2002: 65).

Arjantin'de 1990'ların ortasında ortaya çıkan iyimser tablonun aslında oldukça zayıf temeller üzerine inşa edildiği söylenilebilir. İlgili dönemde her ne kadar büyüme yüksekse de bunun suni bir yükseklik olduğu ve büyük ölçüde dış borçlanma ve özelleştirme gelirleriyle finanse edilen talep ağırlıklı bir büyüme sürecinin yaşandığı gözlemlenmektedir. Tüketimin ise ithalata dayalı olmasının da bir sonucu olarak, ithalatın gayri safi yurt içi hasılaya oranı 1990'da %12.6 iken 1998'de 23.3, 2000'de ise 22.2 olmuştur. İthalat hızlı bir biçimde artarken, ihracatın aynı oranda artmaması sebebiyle dış ticaret dengesi giderek bozulmuş ve ciddi tehlike sinyalleri vermeye başlamıştır (Öniş, 2002). Bu ticari dengesizlik ülkenin yabancı borçların faizini ödeyebilmesi için ihtiyaç duyduğu döviz kazanmasını imkânsız kılmıştır. Arjantin bu borç faizlerini karşılayabilmek için yeniden borçlanmak zorunda kalmıştır. Çoğunluğu merkezi ve yerel hükümetlere ait olan ülke dış borçları 2001 yılının sonlarında GSYH'nın %50'sine ulaşmıştı ve 2002 yılında ödenmesi gereken 30 milyar dolarlık bir borç mevcuttu. Sonuç olarak Arjantin'in borçlarını çevirebilmek ve faizlerini ödeyebilmek için daha fazla borçlanmaya çağrı açık hale gelmiş ve yükümlülüklerini yerine getiremeyecek duruma gelerek parasını devalüe etmiştir. 1991'den itibaren dolara bağlanmış olan pezonun aşırı değerlenmesi, dış borçların yüksekliği ve dış borcun büyük bölümünün, iç piya-

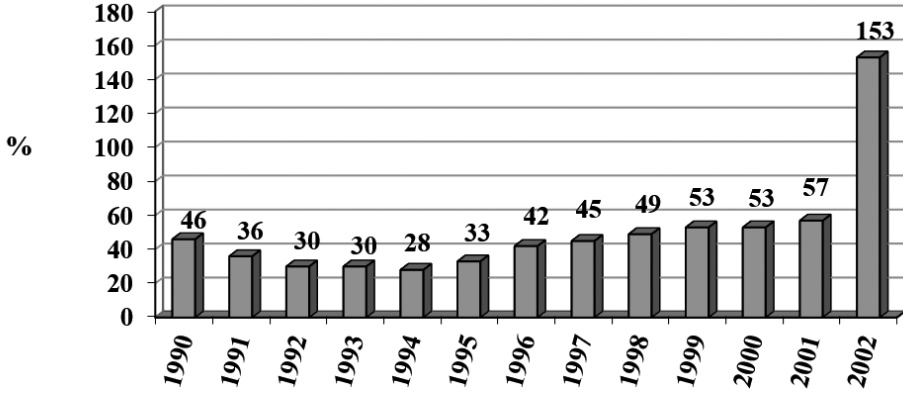
saya yönelik üretimin finansmanı ve tüketim mallarının satın alınması gibi döviz yaratmayan faaliyetlerde kullanılması Arjantin krizinin en temel sebepleri olmuştur (Bustelo, 2002: 12; Feldstein, 2002: 9).

Kısa vadeli dış borçların rezervler içindeki payının yüksekliği de Arjantin için önemli bir kırılganlık faktörü olmuştur. Grafik 7, kısa vadeli dış borçların rezervlere oranının gelişimini yansıtmaktadır. Söz konusu oran 1994 yılında yaşanan kriz öncesinde %152, 2001 krizinden önce %113 olarak gerçekleşmiştir ve bu oran açısından Arjantin sürekli olarak kırılganlığa sebep olan %60 düzeyinin üzerindedir. Büyük bir kısmı borç olarak giren yabancı sermayenin kredi, kambiyo ve likidite risklerini arttıran faaliyetlerde kullanılmak üzere banka kredileri şeklinde verilmesi büyüyen bir finansal kırılganlığı beraberinde getirmiştir. Buna ek olarak 1999'dan itibaren büyümede duraklama, cari açığın artışı ve dış borcun sürdürülemez durumu yatırımcılar ve spekülâtorler arasında güvensizlik ortamının doğmasına neden olmuştur. Ödemelerin durma riskindeki artış ve devalüasyon 2001'in ortalarından itibaren spekülâtif saldırıları ve sermaye kaçışını hızlandırmıştır (Bustelo, 2002: 12).



Grafik 7. Kısa vadeli dış borç/rezerv oranı - Arjantin (1990-2002)

Grafik 8 incelendiğinde 1990 sonrası dönemde toplam dış borç stokunun GS-YH'ya oranının 1996 yılından itibaren %40'ın üzerine çıktığı, 2001 krizinden önce de kritik eşik olan %50'nin az da olsa üzerinde gerçekleştiği anlaşılmaktadır.



Grafik 8. Dış borç stoku/GSYH oranı- Arjantin (1990-2002)

Kriz sonrasında kritik eşiğin üç katına ulaşan oranlara ulaşıldığı Grafik 8’de gözlemlenmektedir. Bu kapsamda dış borç stokundaki artışın krize sebep olması yanında krizin de dış borç stokunu beslediği anlaşılmaktadır. Dış borçlanmaya ait diğer kırılganlık göstergeleri Tablo 4’te aktarılmaktadır.

Tablo 4: Diğer Dış Borç Kırılganlık Göstergeleri-Arjantin (1990-2005)

	Dış borç stoku/ ihracat	Dış borç servisi/ ihracat	Dış borç faiz servisi/ ihracat
1990	375	37,13	16,37
1991	407	33,77	18,12
1992	386	27,67	15,96
1993	342	31,11	17,27
1994	328	25,29	16,82
1995	336	30,31	18,18
1996	338	39,44	18,75
1997	351	44,17	20
1998	378	51,8	23,82
1999	445	74,28	30,89
2000	388	64,28	30,73
2001	418	49,58	14,3
2002	462	16,59	6,58
2003	436	38,29	5,58
2004	386	29,67	5,56
2005	255	19,72	5,93

Kaynak: Dünya Bankası verilerinden yararlanılarak hazırlanmıştır.

Tablo 4'e göre dış borç stoku/ihracat oranı kapsamında Arjantin'in riskli bir ülke olduğu anlaşılmaktadır. Bu oran kriz sonrasında (2002) en yüksek düzeye ulaşmıştır. Kritik eşik olan %275'in aşıldığı her yılda ülke elbette krizde değildir fakat diğer ekonomik göstergelerin olumsuz seyriyle veya siyasi istikrarsızlıkların arttığı dönemlerle birleştiğinde oran ekonomi için daha tehlikeli bir konuma gelmektedir. Dış borç servisi/ihracat oranına göre Arjantin kriz öncesinde kritik eşik olan %30'un üzerinde bir değere sahiptir. Kriz öncesi 1999 ve 2000 yıllarında bu oranın en yüksek seviyeye ulaştığı anlaşılmaktadır. %20 eşik değerine göre dış borç faiz servisi/ihracat oranı da kriz öncesinde kritik değer üzerindedir ve kriz öncesi iki yıllık süreçte en yüksek seviyelere ulaşmıştır.

3.5 1994-2001 Krizleri ve Dış Borçlanma-Türkiye

Türkiye 1989 yılındaki sermaye hesabı liberalizasyonunun ardından 1994'ün ilk çeyreğine kadar büyük ve artan mali ve dış dengesizliklere maruz kalmıştır. Aynı dönemde reel döviz kurundaki değer artışı da %20'nin altına indirilememiştir. Bütçe gelir-gider farkı olarak ifade edilebilecek kamu kesimi borçlanma gereği yükselişini sürdürmüş ancak gereken tedbirler alınmamış ve finansal alanda yanlış politikalar uygulanmıştır. Hazine bonusu faizleri düşürülerek yüksek oranlı kamu borç stoku azaltılmaya çalışılmıştır. Bu politika nedeniyle 1993 yılının son aylarında açıkların finansmanı para basılarak finanse edilmeye çalışılmıştır. Yapılması planlanan kısa vadeli Hazine bonusu ihaleleri iptal edilmiş ve Merkez Bankası avansları Hazine'nin finansman kaynağı haline gelmiştir. Karşı karşıya olunan mali sorunlara karşın 1994 bütçesinde kısıtlamaya gidilmemiş ve bu durum finans sektöründe endişeleri arttırmıştır. Uluslararası kredi derecelendirme kuruluşlarının bir kısmı da ülkenin kredi notunu düşürmüşlerdir (Celasun, 1998: 2).

1994 krizine giden yolda diğer önemli bir gelişme bankalar arası para piyasasında faiz oranlarının çok yüksek düzeylere çıkmış olmasıdır. Kriz öncesi yıllarda ağır yabancı borca ve yerli para cinsinden varlığa sahip ticari bankalar açık döviz pozisyonlarını kapatabilmek üzere döviz alımlarını hızlandırmışlardır. Bu noktada Merkez Bankası yerli parayı korumak ve döviz rezerv kayıplarını önlemek amacıyla bankalar arası para piyasasına müdahale ederek gecelik faiz oranlarını rekor düzeylere çıkartmıştır. Bu süreçte ticari bankalara döviz satması nedeniyle Merkez Bankası rezerv kaybına uğramış, diğer taraftan yüksek fiyatla döviz satın alan ticari bankalar ise yerleşiklerin döviz mevduatlarını çekmesiyle rezerv kayıplarıyla karşı karşıya kalmışlardır. 1994 yılının ilk çeyreğinde toplam döviz rezervlerinde ortaya çıkan kayıplar dolar kurunun iki mislinden fazla artmasına yol açmıştır. 1994 Ocak ayında 1 dolar=15.000TL iken Nisan 1994'te 1 dolar=35.000TL'ye yükselmiştir (Celasun, 1998: 2).

1994 krizinin öne çıkan en önemli özelliği yoğun bir finans kriziyle patlak vermiş olmasıdır. Kriz öncesinde bankacılık kesimi, banka dışı özel kesim ve hane halkı borçlu durumdadır. Dış borç faizlerindeki artış ve kredi olanaklarının daralması nedeniyle bu borçların ödenmesinde iç borçlanmaya yönelimin artması ülkede iç borç baskısını arttırmıştır. Kamu kesiminde ortaya çıkan aşırı borçlanma ve borcun sürdürülemez boyutlara ulaşması 1994 krizinde rol oynayan önemli faktörler olmuştur (Ekinci, 2001; akt. Işık vd., 2006: 254).

Bütün bu açıklamalar 1994 krizinin kendisini öncelikle finansal alandaki bozulmalarla ortaya çıkardığını göstermektedir. Uygur(1995)'a göre kriz öncelikle finans sektöründe ortaya çıkmıştır. Artan cari açığa karşılık döviz kurları rezerv satışlarıyla baskı altına alınmaya çalışılmış fakat döviz kurunun mevcut düzeyinin korunamayacağına dair olumsuz beklentiler döviz talebini hızla arttırarak istikrarsızlığa yol açmıştır. Eşiyok (2004)'a göre de 1994 krizinin nedeni 1989 yılından itibaren her tür sermaye hareketinin serbestleştirilmesi ve bunun sonucunda makro ekonomik dengelerde ortaya çıkan olumsuz etkilerdir. Sonuçta yaşanan kriz bir finansal sektör krizi şeklinde ortaya çıkmıştır.

1994 yılının başında yaşanan krizle Türkiye ekonomisi daralma sürecine girmiş, GSYH %5'in üzerinde düşüş göstermiş, enflasyon oranı yaklaşık %150'ye fırlamış ve işsizlik rakamı 600.000'e ulaşmıştır. 1994'ün sonlarında borç stoku, GSYH'nın %20'sine denkti ve bu oran 4 yıl öncesinde yalnızca %2.4 kadardı. 1995 yılında GSYH oranlarında iyileşme olmuş ve krizin etkileri nispeten giderilmiş olmasına karşın 1997'nin ortalarında krizin etkileri hala hissedilmekteydi. Yıllık bazda enflasyon oranı %85-90 arasında seyretmiştir ve bu oran OECD ülkelerinin içerisinde en yüksek düzeydir. Ticaret açığı 20 milyar dolara ve kamu kesimi borçlanma gereği GSYH'nın %7'sine ulaşmıştır (Yeldan, 1998: 397).

1999 Aralık ayında "Döviz Kuruna Dayalı İstikrar Programı" uygulaması devreye sokularak döviz kuru nominal çapa olarak belirlenmiştir. Ancak bankacılık sistemi bu rejimi uygulayabilecek güce sahip değildi. Bu durum Türk Lirası'nın aşırı değerlenmesine, cari işlemler açığının artmasına ve açık döviz pozisyonunun artmasına yol açmıştır. Söz konusu gelişmeler finansal sistemin dış şoklara karşı oldukça kırılgan bir yapıya kavuşmasına neden olmuştur. Diğer yandan vade uyumsuzlukları bankaların faiz oranlarına karşı hassasiyetini arttırmıştır. Kasım 2000 ve Şubat 2001'deki şiddetli bankacılık ve para krizleri uluslararası rezerv ve yüksek sermaye kayıplarıyla, iflaslarla ve ödenmeyen borçlarla sonuçlanmıştır (Keyder, 2003). Bu krizlerin arkasında temel olarak kırılgan bankacılık sektörünün yattığı söylenebilir. Kasım 2000'de bankacılık sektöründe ortaya çıkan yolsuzluklar bankacılık sektörüne duyulan güveni azaltmıştı. İnsanlar paralarını bankalara yatırmak yerine yastık altına koyduklarından bankacılık sektörü mali

güçlüğe düştü. Bu olumsuz ortamı gören yabancılar sermayelerini ülkeden çektiler ve Merkez Bankasından 27-28 Kasım'da 3 milyar dolar çekilmiştir. Uluslararası rezervlerde meydana gelen ve önlenemeyen kalıcı düşüş krizin önemli bir nedenidir.

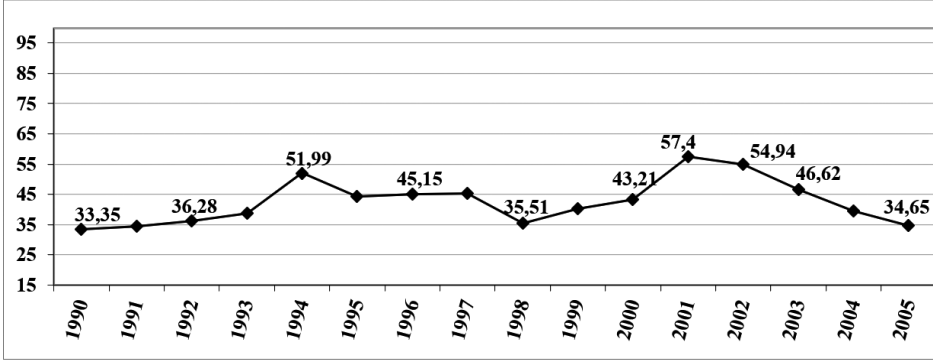
2000 yılının ilk üç çeyreğinde faiz oranlarıyla sermaye akımları arasında iyi bir denge mevcuttu. Sermaye akışı faiz oranlarının düşmesine yardımcı olmuş fakat yine de uluslararası arbitraj fırsatı yaratacak kadar yüksek düzeyde kalmıştır. Sonuçta özel sermaye girişi ve büyük ölçekteki Hazine dış borçlanması artan cari işlemler açıklarını karşılama yanında uluslararası rezervlerin programın hedeflerini aşarak yaklaşık 24 milyar dolara ulaşmasını sağlamıştır. Kamu borçlarının bu şekilde iç piyasalardan dış piyasalara yönelmesi, döviz kuru çapası ve sıkı maliye politikalarıyla risk değerlerindeki düşüş faiz oranlarının da düşmesine destek olmuştur. 2000 yılının ilk 10 ayında 12.5 milyar dolar net sermaye girişi nedeniyle ülke ekonomisi iyi bir durumdaydı. Sermaye aylık cari açığı ve yerleşiklerin ülkeden çıkışlarını finanse etmesinin yanında rezervleri de arttırmıştır. Bu sermayenin %90'ı borç yaratan uluslararası yabancı bono ihracıdır ve banka kredileri borçların %80'ini oluşturmuştur. Yerleşik olmayanların ulusal para ile yapılan yatırımlar ve verilen borçlarda küçük bir paya sahip olması nedeniyle kur riskleri büyük ölçüde borcu alanlar tarafından karşılanmıştır. Bu risklerin önemli bir kısmı ticari bankalara aittir. İstikrar programının uygulanmasından hemen önce hükümet bankaların açık döviz pozisyonlarının üst sınırını öz sermayelerinin %20'sine kadar düşürmüştür. Bankalar bu sınırı merkez bankasındaki mevduat munzam karşılığının %8'i oranında arttırabileceklerdi. Munzam karşılıkları açık pozisyonları karşılamak amacıyla Haziran 2000'de %100'e çıkmıştır. Bankaların açık pozisyonları Kasım 2000'de 22 milyar dolara çıkmış ve 2001'in sonlarında 12 milyar dolara düşmüştür (Akyüz & Boratav, 2003).

2000 yılında para değerinde meydana gelen artış ve petrol fiyatlarındaki yükselmeye birlikte ithalat %35 büyümüş, ihracat büyümesi ise %7'lerde kalmıştır. Ticaret açığı iki kat artarak 20 milyar dolara çıkmış, bu nedenle cari işlemler açığı daha önce görülmemiş bir orana (GSYH'nın %5'ine) ulaşmıştır (Akyüz & Boratav, 2003).

Kasım ayında yaşanan krizin etkileri devam ederken 19 Şubat 2001'de cumhurbaşkanı ve başbakan arasında Milli Güvenlik Kurulunda yaşanan tartışmalar kamuoyuna yansımış ve mali piyasalar bu gelişmelerden bir darbe daha almıştır. Oluşan güven bunalımı Türk lirasından kaçışı hızlandırmış, yabancı yatırımcıların piyasadaki kaçışı başlamış, bankalar ve tasarruf sahiplerinin döviz talebi artmıştır. Bunun bir sonucu olarak Merkez Bankası rezervleri 5.3 milyar dolar azalmıştır. Bankalar arası para piyasasında gecelik faizler %7500 gibi inanılması

güç bir düzeye yükselmiş, Hazine ise %144 faiz oranıyla borçlanmaya gitmiştir (Tokgöz, 2004; Kumcu, 2001; Alp, 2002; akt. Işık vd., 2006: 254).

1990-2000 döneminde dış borç stoku yaklaşık 2,5 kat artarak 49,1 milyar dolardan 118,3 milyar dolara çıkmıştır. 1990 yılından 1994 kriz yılına kadarki dönemde dış borç stokunda %35 oranında artış gerçekleşmiştir. Başka bir kriz yılı olan 2001 yılında aynı yıla göre dış borç stoku yaklaşık %57 artmıştır.

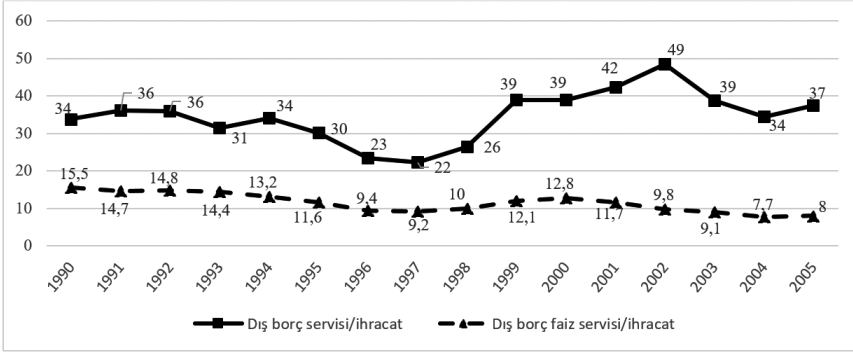


Grafik 9. Toplam dış borç stoku gelişimi-Türkiye (1990-2007)

Kaynak: Dünya Bankası verilerinden yararlanılarak hazırlanmıştır.

1999 istikrar programı kapsamında enflasyon hedeflerinin gerçekleştirilemez olması nedeniyle Türk Lirası 2000 yılı süresince aşırı değerlenmiştir. Bu durum bankaların kısa vadeli dış borçlarının yaklaşık %28 oranında artmasına yol açmıştır. Devlet dış borçları kısıtlamak için ciddi girişimlerde bulunmadığı gibi dış pozisyonu için gerekli rezerv ihtiyacı sebebiyle önceden belirlenmiş borç tavanını genişletmiştir (Dufour & Orhangazi, 2009: 105-106). 1998 yılında toplam dış borçların GSYH'ye oranı %35,5 iken 2000 yılının sonunda bu oran %43,2'ye yükselmiştir. Grafik 10 bu oranın yıllara göre durumunu aktarmaktadır. Buna göre 2001 krizi öncesinde eşik değer aşılmamışken kriz yılı olan 2001'de ve kriz sonrası 2002'de eşğin aşıldığı gözlemlenmektedir.

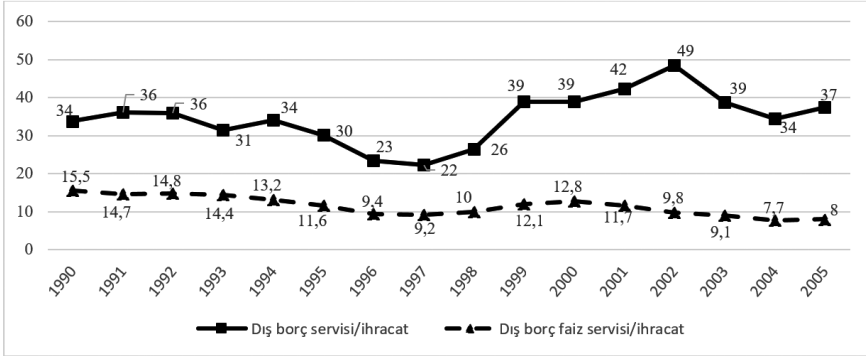
Türkiye'nin borçlanmasının altında yatan temel neden kalkınmayı hızlandırabilmek için yatırım yapma gereğidir. Finansmanın dış borçlanmayla yapılmasının temel nedeni Türkiye'ye yabancı sermaye yatırımının yeteri kadar gelmemesi ve yabancıların Türkiye'de uzun vadeli yatırımlara girmek yerine Türkiye'ye borç verip kısa dönemde yüksek getiri elde edip gitmek istemeleridir (Eğilmez, 2001).



Grafik 10. Dış borç stoku/GSYH oranı-Türkiye (1990-2007)(%)

Kaynak: Dünya Bankası verilerinden yararlanılarak hazırlanmıştır.

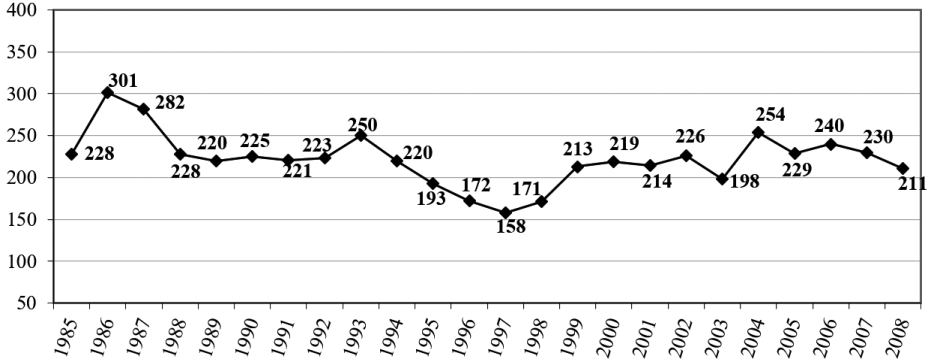
Dış borç servisi/ihracat oranı ile dış borç faiz servisi/ihracat oranının yıllar itibariyle görünümü Grafik 11’de yer almaktadır. Gösterge kapsamında Türkiye’nin 1990 sonrası neredeyse (1996, 1997, 1998 dışında) bütün yıllarda kritik eşiğin (%30) üzerinde olduğu görülmektedir. 1994 krizi öncesinde kayda değer bir yükseliş gözlemlenmemektedir. 2001 krizi öncesinde ise %40 düzeyine çıktığı ve son on yılın en yüksek seviyesine ulaştığı anlaşılmaktadır. Dış borç faiz servisi/ihracat oranı kapsamında 94 ve 2001 krizleri öncesinde Türkiye orta borçludur.



Grafik 11. Dış borç servisi/ihracat oranı-Türkiye (1985-2007) (%)

Kaynak: Dünya Bankası verilerinden yararlanılarak hazırlanmıştır.

Grafik 12, dış borç stoku/ihracat oranı gelişimini göstermektedir. Söz konusu oranın genellikle %200’ün üzerinde seyrettiği anlaşılmaktadır. Buna göre 1994 krizi öncesinde ülke ekonomisinin kırılgan yapıya sahip olduğunu gösteren %275 değerine yakın bir değere (%250) sahip olduğu gözlemlenmektedir. 2001 krizi öncesinde de %200 üzerinde olmasına karşın kritik değerin aşılmadığı görülmektedir.



Grafik 12. Dış borç stoku/ihracat oranı-Türkiye (%)

Kaynak: Dünya Bankası verilerinden yararlanılarak hazırlanmıştır.

Türkiye'nin de içinde yer aldığı gelişmekte olan ülkelerde dış borçlanmanın krize yol açma süreci dikkate alındığında ilk aşamada finansal serbestleşme sonrasında yabancı sermaye girişlerinin hızlandığı görülmektedir. Söz konusu sermaye akışı genellikle borçlanma şeklinde olmaktadır. Yaşanan döviz artışıyla birlikte yaşanan parasal genişleme talep patlamasına ve sonuçta enflasyon artışına neden olmaktadır. Döviz bolluğuyla beraber yerli paranın değerlenmesiyle ithalatın artması söz konusudur. Borçlanma şeklindeki yabancı kaynak girişi, ülkede yaşanacak bir güven bunalımı sebebiyle hızlıca kaçmakta ve ekonomiyi finansal kaynaklı bir krize sürüklemektedir (Eroğlu & Albeni, 2002: 208).

Benzer şekilde kurlar üzerinde uygulanan kontrollerin aniden kaldırılmasının ardından da bu ülkeler krize sürüklenebilmektedirler. Türkiye'de yaşanan krizler ele alındığında da finansal liberalizasyon, dolar kurunun nominal çapa olarak belirlenmesi ve borç düzeyinin yüksek seyretmesi gibi faktörlerin önemli bir payı olmuştur.

SONUÇ

Gelişmekte olan ülkeler iç tasarruflarının yetersizliği nedeniyle ekonomik büyümelerini sağlayacak yatırımların finansmanında uluslararası kuruluşlardan, bankalardan ve yabancı yatırımcılardan dış borç kullanmaktadırlar. Dış borçlar gerçek amacının dışında kullandığında, yani gelir sağlayıcı yatırımlar yerine ithalat ağırlıklı tüketim harcamalarına kanalize edildiğinde, ülkeler vadesi gelen borçlarını ödemekte dönemsel olarak problem yaşayabilmektedirler. Bu durumda ülkelerin kredibilitesi düşmekte, borç servisini gerçekleştirmek ve yükümlülüklerini karşılayabilmek için daha yüksek faizden borçlanmaya razı olmaktadır. Kimi zaman ülkeler borç servisi için milli gelirinden daha fazla bir pay ayırmak

pahasına borçlanmaktadır. Milli gelirini ihracata yönelik üretim ve yatırımlarla arttıramayan ülkeler yurt içerisinde vergileri arttırma yoluna gidemezler. Bunun en önemli nedenleri arasında tüketici veya üreticilerin tepkisiyle karşılaşılması ve vergi mükelleflerinin gelirlerinde bir azalmaya yol açarak refah düzeyini düşürmesi ihtimalleri sayılabilir.

Gelişmekte olan ülkelerin önemli bir kısmı ulusal piyasalarının yetersiz kalması, vergi ve benzeri düzenlemelere atfedilen önemin azalmasıyla birlikte söz konusu ülkeler temel finansman kaynakları olan vergileme yerine borçlanmaya, özellikle de dış borçlanmaya yönelmektedirler. Bu ülkelerin toplam borç tutarlarında zaman içerisinde önemli artışlar yaşanmaktadır. Borçların gelir arttırıcı faaliyetlerde kullanılmaması; kaynakların karşılıksız transferine yol açmakta, iç tasarrufları ve gelir düzeyi yetersiz olan ülkeleri gelir kaybına uğratarak fakirleştirmekte, kimi zaman vadesi gelen borçlarının faizini bile ödeyemez duruma düşürebilmektedir. Yükümlülüklerin zamanında yerine getirilememesi yabancı yatırımcıların ülkeden sermayelerini çekmelerine ve ülkenin istikrarsızlığa sürüklenmesine neden olmaktadır.

Meksika, Brezilya, Rusya, Arjantin, Türkiye ve diğer birçok gelişmekte olan ülke, uyguladıkları ya da uygulamaya zorlandıkları dış açılma ve liberalizasyon politikalarıyla dış sermayeye bağımlı hale gelmiş, artan dış borçların servisi problemiyle karşılaşmışlardır. Bahse konu ülkelerde dış borçların milli gelir ve ihracat içerisindeki paylarının artması likidite sıkıntısına ve borç geri ödeme risklerine neden olmuştur.

Bu çalışmada, kriz yaşayan ülkeler dış borç kırılma göstergeleri kapsamında değerlendirilmiştir. Yapılan değerlendirmelerde Meksika'nın 1994 krizi öncesinde dış borç/GSYH oranına göre aşırı borçlu olduğu görülmüştür. Rusya, 1998 kriz yılında aşırı borçludur. Arjantin'in 1994 kriz yılında ve öncesinde orta borçlu, 2000-2001 krizleri öncesinde ve esnasında ise aşırı borçlu olduğu gözlenmiştir. Brezilya 1994 kriz yılında orta borçlu, 98-99 krizinde aşırı borçluluk sınırına yakın durumdadır. Türkiye'de ise 1994 ve 2001 krizleri öncesinde aşırı borçluluk söz konusu değildir. Ancak, kriz yıllarında %50 düzeyi aşılmış ve aşırı borçlu ülke kategorisine girilmiştir. Özetle, bu gösterge kapsamında Rusya ve Brezilya dışındaki ülkeler kriz öncesi yıllarda veya kriz yılında aşırı borçludurlar.

1990 sonrasında Arjantin ve Brezilya'da dış borç stoku/ihracat oranı sürekli olarak kritik sınır olan %275'i aşmıştır. Türkiye bu gösterge kapsamında 1994 krizi öncesinde %250 ile yüksek borçluluk sınırına yakın durumdadır. Meksika ve Rusya dış borç stoku/ihracat oranı açısından başarılı ülkeler olarak gözükmektedir ve 1990 sonrasında kritik değerin altında oranlara sahip olmuşlardır.

Rusya dışarıda tutulduğunda, çalışmaya dahil edilen tüm ülkelerde kriz öncesinde aşırı borçluluk düzeyinde seyreden ortak göstergenin dış borç servisi/ihracat oranı olduğu belirlenmiştir.

2001 krizi öncesinde Arjantin’de ve 1994-1998 kriz yıllarında Brezilya’da dış borç faiz servisi/ihracat oranı çok borçluluk sınırı olan %20’nin üzerindedir. Arjantin dışında kriz öncesinde sınırı aşan ülke bulunmamaktadır. Kriz yıllarında ülkelerin bu oranlarında birtakım artışlar olsa da ortaya çıkan rakamlar ülkelerin kritik sınırı genel olarak aşmadıklarını göstermektedir.

Ülkelerin yalnızca kendi kaynaklarıyla gelişimlerini sürdürmeleri her zaman beklenemez. Özellikle de birbirine her geçen gün entegre olan piyasalar sebebiyle ekonomilerin içe kapanarak kendilerini dış dünyadan soyutlaması da düşünülemez. Ancak bu durumu kendi lehine kullanmak isteyen uluslararası kurumlar ve ülkeler, dış ekonomilerle bütünleşmek ve ekonomik kalkınmalarını sağlamak amacıyla olan ülkelerin ihtiyaçlarını karşılamak için önce ülkelere borç şeklinde finansman sağlamakta, daha sonra bu borçlara karşı aldıkları yüksek faizlerle bu ülkelerin milli gelirlerinden giderek daha fazla pay almaktadırlar. Ülkelerin elde ettikleri borçları yurt içinde gelir arttırıcı faaliyetlerde kullanıp dış borç ödeme kabiliyetlerini arttırmamaları ve borçları tüketim amaçlı kullanmaları (kamu yönetimi başarısızlığı) finansal sıkıntıların yaşanmasına yol açmaktadır.

Dış borçların kritik seviyeleri aşmaması amacıyla borç şeklindeki sermaye girişinin birtakım kontrollerle sınırlandırılması birçok ekonomist tarafından önerilen bir yöntemdir. Bu kontroller arasında finansal vergilendirme, döviz tevdiat hesaplarında tutulan veya repoya yatırılan paralardan yüksek vergi alınması ve bu yolla uzun vadeli yatırımların özendirilmesi gösterilebilir. Ancak böyle bir durumda kontrol uygulamayan diğer ülkelerdeki yüksek faizlerin sermaye akışını bu ülkelere yönlendirmesi sermaye kontrolü uygulayan ülkelerin ihtiyaç duyduğu yabancı sermayeye ulaşmasını güçleştirecektir. Ayrıca, borçlanmanın uzun vadeye yayılması, borç faiz oranlarında indirimlere gidilmesi ve uygun para ve maliye politikalarıyla kurlar üzerindeki baskının azaltılması gibi yaklaşımlar dış borçlanmanın olumsuz etkilerini azaltabilecektir. Ancak ülkemizin ve borç sıkıntısına sahip diğer ülkelerin öncelikle önem vermesi gereken hususlar; kendi iç tasarruflarını arttırmaları, bu kaynakları gelir arttırıcı faaliyetlerde kullanmaları, ihracatın ve tasarrufların arttırılması için kamu desteği sağlamaları ve bu yolla hem dış ödeme açıklarını kapatmaları hem de dış bağımlılığı azaltmaları olmalıdır.

KAYNAKLAR

- Aklan, N. A. (2002). Dış Borçlanma Gelişmekte Olan Ülkeler İçin Etkin Bir Finansman Yöntemi midir? *Dış Ticaret Müsteşarlığı Dış Ticaret Dergisi*, 7(25), 1–29.
- Akyüz, Y., & Boratav, K. (2003). The Making of the Turkish Financial Crisis. *World Development*, 31(9), 1549–1566.
- Baig, T., & Goldfajn, I. (2006). *The Russian Default and the Contagion to Brazil* (00/160; IMF Working Paper).
- Bustelo, P. (2002). Los Orígenes de la Crisis Financiera de Argentina: Una Comparación con las Crisis Asiáticasuna Comparación con las Crisis Asiáticas. *Boletín Económico de Información Comercial Española*, 2715, 9–14.
- Celasun, O. (1998). *The 1994 Currency Crisis in Turkey* (No. 1913; Policy Research Working Paper).
- Chiodo, A. J., & Owyang, M. T. (2002). A Case Study of a Currency Crisis: The Russian Default of 1998. *Review*, 84(6), 7–18.
- Dufour, M., & Orhangazi, O. (2009). The 2000-2001 Financial Crisis in Turkey: A Crisis for Whom? *Review of Political Economy*, 21(1), 101–122.
- Eğilmez, M. (2001). Türkiye'nin Borçları. *Radikal Gazetesi*. 02.12.2001
- Eroğlu, Ö., & Albeni, M. (2002). *Küreselleşme, Ekonomik Krizler ve Türkiye*. Isparta: Bilim Kitabevi.
- Feldstein, M. (2002). Argentina's Fall: Lessons from the Latest Financial Crisis. *Foreign Affairs*, 81(2), 8–14.
- Fraga, A. (2004). Latin America since the 1990s: Rising from the Sickbed? *Journal of Economic Perspective*, 18(2), 89–106.
- Gerry, C. J., & A Li, C. (2002). *Vulnerability to Welfare Change During Economic Shocks: Evidence from the 1998 Russian Crisis* (No. 541; Economic Discussion Paper).
- Güloğlu, B., & Altunoğlu, E. (2002). Finansal Serbestleşme Politikaları ve Finansal Krizler: Latin Amerika, Meksika, Asya ve Türkiye Krizleri. *İstanbul Üniversitesi Siyaset Bilgiler Fakültesi Dergisi*, 27, 107–134.
- Hausmann, R., & Velasco, A. (2002). Hard Money's Soft Underbelly: Understanding the Argentine Crisis. *Brookings Trade Forum*, 2002, 59–104.
- International Monetary Fund (2021). *Joint World Bank-IMF Debt Sustainability Framework for Low-Income Countries*, (21.02.2022 tarihinde <https://www.imf.org/en/About/Factsheets/Sheets/2016/08/01/16/39/Debt-Sustainability-Framework-for-Low-Income-Countries> adresinden ulaşılmıştır)
- Işık, N., Alagöz Mehmet, & Yıldırım, M. (2006). 1990 Sonrası Türkiye'de Yaşanan Krizler: 1994, 2000 ve 2001 Krizleri. In H. Seyidoğlu & R. Yıldız (Eds.), *Ekonomik Kriz Öncesi Erken Uyarı Sistemleri* (pp. 237–262). İstanbul: Arıkan Yayınevi.
- Jayme, F. G. (2001). *External Debt Sustainability: Empirical Evidence In Brazil* (No. 154; Texto Para Discussao). (26.11.2008 tarihinde <http://www.cedeplar.ufmg.br/pesquisas/td/TD%20154.pdf> adresinden ulaşılmıştır).
- Kalenderoğlu, M. (2007). *Kamu Maliyesi, Bütçe ve Borçlanma*. Ankara: Agon Bilgi Akademisi.
- Karagöz, K. (2007). Türkiye'de Dış Borçlanmanın Nedenleri Ekonometrik Bir Değerlendirme. *Sayıştay Dergisi*, 66–67, 99–110.
- Karluk, R., Tonus, Ö., & Çatalbaş, N. (1999). *Güneydoğu Asya ve Rusya Krizi Karşısında Türkiye*. (13.02.2022 tarihinde file:///C:/Users/Pc/Downloads/Guneydogu_Asya_ve_Rusya_Krizi_Karşısında.pdf adresinden ulaşılmıştır).
- Keyder, N. (2003). *The Story of a Stabilization Effort: Turkey (2000-2002)* (03/05; ERC Working Papers in Economics).
- Meigs, A. J. (1998). Lessons for Asia from Mexico. *Cato Journal*, 17(3), 315–322.
- Mishkin, F. S. (1999). Lessons from the Asian Crisis. *Journal of International Money and Finance*, 18(4), 709–723.
- Morais, L., Filho, A. S., & Coelho, W. (1999). Financial Liberalisation, Currency Instability and Crisis in Brazil: Another Plan Bites the Dust. *Capital & Class*, 23(2), 9–14.

- Öniş, Z. (2002). *Neo-Liberal Küreselleşmenin Sınırları: Türkiye Açısından Arjantin Krizi ve IMF'ye Karşılaştırmalı Bir Bakış*. (13.02.2022 tarihinde <http://file.setav.org/Files/Pdf/neo-liberal-kuresellesmenin-sinirlari-ziya-onis-2002.pdf> adresinden ulaşılmıştır).
- Opuş, S. (2002). Dış Borçlanmanın Sınırı ve Türkiye. *Erciyes Üniversitesi İktisadi ve İdari Bilimler Fakültesi Dergisi*, 19, 183–206.
- Özkan, H. (2006). *Dış Borçların Sürdürülebilirliği ve Türkiye Örneği*. Çukurova Üniversitesi SBE Maliye Anabilim Dalı Yüksek Lisans Tezi, Adana.
- Sarı, M. (2004). *Dış Borç Yönetimi ve Türkiye Uygulamaları*. TC Merkez Bankası Dış İlişkiler Genel Müdürlüğü Uzmanlık Yeterlilik Tezi, Ankara.
- Şenel, A. (2002). Dış Borç-Kriz Döngüsünde Yeniden Yapılandırma Çalışmaları: Türkiye Deneyimi. *Mülkiye Dergisi*, 26(236), 69–95.
- Türkiye Bankalar Birliği. (2001). *1994 Yılı Krizi Sonrası Meksika'da Uygulanan Para Politikaları*. (18.11.2008 tarihinde [http://www.tbb.org.tr/turkce/dergi/dergi36/Meksika.%20\(s.37\).doc](http://www.tbb.org.tr/turkce/dergi/dergi36/Meksika.%20(s.37).doc) adresinden ulaşılmıştır).
- Uçak, S. (2006). Dış Borçlar, Gelişmekte Olan Ülke Deneyimleri ve Türkiye. *Üniversite ve Toplum*, 6(4), 1–14.
- Ulusoy, A. (2017). *Devlet Borçlanması*. Kocaeli: Umuttepe Yayınları.
- Yeldan, E. A. (1998). On Structural Sources of the 1994 Turkish Crisis: A CGE Modelling Analysis. *International Review of Applied Economics*, 12(3), 397–414.