

KAMUNUN DIŞ FİNANSMANI, DIŞ BORÇ STOKU VE ÜLKE RİSKİ

Borç insanlık tarihinin son 5000 yılında toplumların her geçen yıl artan sorunudur. Her borç alan, parayı alırken kendini zengin hissetmiştir. Bununla beraber geri ödeme zamanı geldiğinde haz yerini acıya bırakmıştır. Geri ödemek her zaman ve her yerde sorun olmuştur. Afrika’da, Hint yarımadasında yaşayan ilk toplumlarda borcunu ödeyemeyenlerin, cariyesini, kız çocuklarını alacaklılara verdiklerinden bahsedilir. Aynı örnekleri Avrupa’da da görmek mümkündür. “Gal hukukunda tazminat ödeme sığır olarak, İrlanda hukukunda sığır veya cariye olarak hesaplanıyordu...” (Graeber, 2015).

Zaman ilerledikçe, sonraki yıllarda devletler kendi egemenlik sınırlarında yaşamayan kişi ve kurumlardan, yabancı parayla borç almaya başlamışlar. Bunun sonucunda iç ve dış borçlanma farklılıklar ortaya çıkmakla beraber, olayın temeli yine de borç/alacak ilişkisidir. Dış borçlanma, diğer gelişmekte olan ekonomilerde olduğu gibi, ülkemizin tarihinde de ekonomik ve siyasi sonuçları olan bir ekonomik aktivitedir. Devletler kendi iç tasarrufları yetmediğinde, daha fazla borçlanmak için dış kaynaklara başvururlar.

Konuya çok yakın olmayanlar, iç ve dış borçlanmanın özünde bir kredilendirme işi olduğunu düşünürler. Oysa durum pek benzer değildir. “Kredi verenler, egemen bir ulusun aldığı borcu geri ödeme gücü yerine, onun geri ödeme isteğine güvenmektedir; bu olgudan, devlet iflasının şirket iflasından tümüyle farklı olduğu anlamı çıkmaktadır. Şirket iflası ya da bireysel iflas durumunda, kredi verenlerin, borçlunun birçok varlığına el koymasına ve onun gelecek gelirlerinin bir payı üzerine haciz koymasına tipik olarak izin veren, çok iyi tanınmış hakları vardır. Devlet iflasında kredi verenler kâğıt üzerinde aynı şeyleri yapabilirler ancak uygulamada bunu dayatma güçleri sınırlıdır.” (Carmen Reinhart, 2010). Ekonomik olarak dayatma gücü sınırlanan borç verenler bir süre sonra alacaklarını başka yollardan tahsil etmenin yöntemlerini aramaya başlarlar. Bu sonuçlar genellikle siyasi tavizler olmuştur. Dünya tarihi dış borçlanma ve bunun siyasi sonuçlarını içeren birçok örnekle doludur.

İlk örneği bu topraklardan verelim: Duyunu Umumiye (Genel Borçlar).

Konu aslında 1854 Kırım Savaşıyla başlar. Gelir yapısı ağırlıklı olarak savaşlara ve toplanan ganimetlere bağımlı olan Osmanlı, diğer alanlarda olduğu gibi silah teknolojisinde de Avrupa’dan geri kalmıştı. Avrupa ordularında yivli namlulu, çok mermili ve 200 metreden fazla menzili olan tüfek esas silah iken Osmanlı ağızdan dolmalı, tek mermi atan, menzili kısa tüfeklerle savaşıyordu. Yanı sıra kamusal harcamaları hızla artan Osmanlı dışarıdan borçlanma konusunda ilk adımlarını 1850’li yıllarda attı. Ancak Sultan Abdülmecit dış borçlanmaya sıcak bakmadı ve engelledi. Sonrasında artan harcama baskıları sonucunda 8 Nisan 1854 tarihinde dönemin en ünlü banker ailesi olan Rothschild’e, Londra ve Paris borsalarında borç senedi ihraç yetkisi verildi. Bugün olduğu gibi o yıllarda da yurt dışından alınan kredilere çeşitli teminatlar gösterildi. Osmanlı hükümetleri Şam ve İzmir gümrükleri hasılatı ve belli mahallerin zeytinyağı aşarı gibi gelirleri kaynak gösterirken yabancılar daha sağlam bir kaynak olan Mısır vergisinin teminat olarak gösterilmesini istediler (Şevket K. Akar, 2003).

Kırım Savaşından sonra, yeni silah alımları ve ordunun maaşını ödemek için ilk dış borçlanmasını yapan Osmanlı’nın bu hikâyesi Berlin Anlaşması ile kurulan ve 1881 ile 1939 seneleri arasında Osmanlı Devleti’nin diğer ülkelere olan borçlarını yani dış borçlarını takip eden ve düzenleyen kurum olan Duyunu Umumiye ile sonlandı.

II. Abdülhamit döneminde Muharrem kararnamesiyle faaliyet başlayan Duyunu Umumiye ‘in sözlükteki anlamı “Genel Borçlar” olarak geçmektedir. Beş yabancı iki Türk’ten oluşan bu

idareyle, Osmanlı topraklarındaki tütün üretimi gibi bazı kalemler bizzat yabancı devletler tarafından yönetilerek bunların gelirlerine el konulmuştur. Kurum 1881 yılında kurulduktan sonra, Osmanlı Devleti'nin siyasi, mali ve ekonomik birçok alanında etkisi olmuştur.

Lozan Antlaşması ile Duyunu Umumiye kurumunun vergi denetleme görevi son bularak yalnız borçların alacaklılara paylaşılması görevi devam etti. Osmanlı Devleti çöktükten sonra bu topraklarda kurulan yeni devletler ve Türkiye arasında bu borçlar paylaştırıldı. Ancak borcun büyük bir kısmı Türkiye'ye kaldı. Bu borçlar ancak Cumhuriyet döneminde ödenmiştir.

Dış borçların ülke kaderlerini etkileme gücüne ikinci örnek, I. Dünya Savaşı sonrasında Almanya'ya imzalatılan Versay Barış Anlaşması'dır (Versay Barış Anlaşması, 1918). Bu anlaşma ile galip devletler Almanya'yı 132 milyar mark savaş tazminatı ödemeye mahkûm ettiler (Kuruç, 2018). 1920'lerin sonlarına doğru, Büyük Dünya Buhranı yaygınlaşınca, borçları ödemekte zorlanan Almanlar, uzun müzakerelerden sonra, miktarı 36 milyar marka kadar düşürdüler.

Ancak savaştan yeni çıkmış Almanya'nın bu kadar büyük tazminatı ödeyecek gücü yoktu. Almanlar bu ödemeye şiddetle karşı çıktılar. Hatta Jonn M. Keynes, Britanya Hazinesi için hazırladığı bir Raporda tarihi uyarılarda bulundu (John. M. Keynes, 1919). Böylesi yıkıcı bir savaştan çıkmış Almanya'nın bu miktarı ödeyemeyeceğini ısrarla vurguladı. Buna rağmen başta Fransa olmak üzere galip devletler bu fikri kabul etmediler. Böylelikle Almanların ekonomik gücünü sınırlayabileceklerini, kendi hegemonyalarını genişletebileceklerini sandılar. Sonuç Alman ekonomisinin çöküşü oldu. Her zaman yüksek enflasyona örnek gösterilen Alman hiper enflasyonu bu dönemde yaşandı. Savaşa tazminatlarını ödemek için aşırı para basan Alman Merkez Bankası ekonomik yıkımın sorumlusu oldu.

Daha önemlisi, Hitler böylesi bir ortamda iktidara geldi. Almanlara gurur, istihdam ve gelecek vaat etti. Otoyol inşaatlarında çalıştırdığı insanlara ucuz araba dağıttı. Ama inşaat yatırımları ne vergi ne de döviz geliri sağlıyordu. Bütçe açığı ve dış borç sorununu çözemedi. Sonunda II. Dünya Savaşına neden oldu. Çözülmesi gereken sorun kalmadı.

Dolayısıyla, dış borçlanma sadece ekonomik değil siyasi etkileri nedeniyle çok dikkatli izlenmesi gereken bir olgudur. Ülkelerin egemenlik haklarını, bağımsız politika yeteneklerini dahası geleceğini doğrudan etkileyebilir.

Konunun önemini biraz daha açabilmek için dünyadaki borçlanma gelişmelerini de özetlemekte yarar var. Dünya borç rakamlarını derleyen Uluslararası Finans Enstitüsü'nün (IIF) verilerine göre son 50 yılda borçluluk çok hızlı artmaktadır. (Küresel Borç Verileri, 2020) Aşağıdaki tabloda, verilerin derlenmeye başlandığı 20 yıllık sürede borçların artışı çok net görülmektedir.

Tablo V.10: Dünyada Borçluluk

Trilyon ABD Doları	Haneler	Şirketler	Hükümetler	Finansal şirketler	TOPLAM
Mart 1999	15,6	22,1	20,1	21,7	79,5
Eylül 2023	57,9	91,1	88,1	70,3	307,4
Değişim (%)	272	314	340	224	287

Görüldüğü gibi dünyada borçlanan sadece devletler değil. Şirketler ve haneler de yoğun olarak borçlanıyorlar. Öte yandan yukarıdaki tablodaki borçların hepsi dış borç değil. İçeriden alınan borçlar da verilere dâhil edilmiş. Ancak bir kısım iç borç, finansal şirketlerin dışarıdan aldıkları dövizli yerel paraya çevirerek verdikleri krediler. Dolayısıyla gelişmiş ülkelerin kendi paralarıyla, az gelişmiş ülkelerin de hem yerel hem de yabancı para ile yaptıkları borçlanmalar tarihi zirvelerdedir. Artık böylesine büyüyen borçların ödenip ödemeyeceği tartışılmaktadır.

a) Hangisi dış borç?

Dış borçlar önemlidir dedik. Ama hangi borçlar iç hangisi dış borç? Bu ayrımı açıklığa kavuşturarak başlayalım.

Ekonomik olarak bu ayrım ödemeler dengesi tanımlarına dayanır. İleride üzerinde ayrıntılı olarak durulacağı üzere, ödemeler dengesi yurtiçinde yerleşikler ile yurtdışında yerleşikler arasındaki işlemlerin kayıdır. Burada esas alınan ne paranın cinsi ne de borç alanın pasaportudur.

Konuya daha yakında bakmak için aşağıdaki tabloya bakalım.

Tablo V.11: Hangisi Dış Borç?

	ULUSLARARASI PİYASALARDA İHRAÇ EDİLEN DÖVİZLİ TAHVİLLER	YURTIÇİNDE İHRAÇ EDİLEN TL BORÇ SENETLERİ
Yurtdışında yerleşikler	A	C
Yurtiçinde yerleşikler	B	D

Borçlanma işlemi hangi ülkede yapılıyorsa ve borç hangi ülkenin yasalarına göre işlem görüyorsa ona göre ayrım yapılır. Bu durumda A ve B dış borç olarak kabul edilir. Dolayısıyla, dış piyasalarda ihraç edilen ama yurtiçinde yerleşiklerin satın aldığı borçlanma senetleri (B) yasal olarak dış borçtur ama ekonomik olarak değildir. Buna karşılık yurtiçinde ihraç edilen fakat yurtdışı yerleşiklerin satın aldığı (C) borç senetleri, ekonomik olarak dış borçtur ancak yasal olarak değildir.

1) Amacına göre dış borçlar

Alınış amacına göre dış borçlar ikiye ayrılır.

Program finansmanı: Hazine tarafından ülkenin makroekonomik programları çerçevesinde, doğrudan veya Hazine garantisi altında, kamunun finansman ihtiyacının karşılanması amacıyla herhangi bir dış finansman kaynağından sağlanan finansman imkânıdır. Bu borçların kullanımı bir faaliyete bağlı değildir. Dolayısıyla genel amaçlı yapılan dış borçlanmadır. Diğer bir deyimle, daha çok bütçe açığının finansmanı için yapılır.

Kendi içinde tahvil borçlanması ve diğer olarak ikiye ayrılır.

a) Tahvil (ve kira sertifikası) ihracı

Tahvil ihraçlarında amaç bütçe açığının finansmanıdır. İhraç edildiği piyasaya göre isimlendirilir. Herhangi bir ülkenin sermaye piyasasına kote (kayıt) olmayan tahvil ihraçları Euro Bond adını alır. Buna karşılık ABD piyasasında ihraç edilenlere Yankee, Japon piyasasında ihraç edilenlere Samurai, İngiltere’de ihraç edilenlere ise Bulldog ismi verilir.

1982 yılındaki Latin Amerika Krizine kadar devletler, dövizle borçlanmalarını ya devletten devlete ya da uluslararası yatırım bankalarından sendikasyon kredisi olarak yaparlardı. O yıllarda Meksika’nın Amerikalı bankalara olan borçlarını ödememesiyle başlayan kriz sonrasında ABD finansal sistemi krize girdi. Çözüm, zamanın Amerikan Hazine Bakanı Brady tarafından bulundu. O zamana kadar yapılmayan bir şey gündeme geldi. Yabancı bir devletin, Meksika’nın, New York tahvil piyasasında, ABD Hazinesi garantili tahvil ihraç edip borçlanmasının önü açıldı. Meksika, ABD bankaları yerine New York tahvil piyasalarından yeniden borçlanarak, ABD bankalarına olan borçlarını kapattı. Bu kurtarma planıyla devletlerin Londra, New York ve Tokyo piyasalarında tahvil ihraçları başladı. Böylelikle, FED’in, 2000’lerde (somut olarak 2008’den sonra) küresel merkez bankasının, Amerikan Hazinesi’nin de “dünya hazinesi” olmasının ön adımı atıldı. Ardından tahvil piyasalarının toplamı onlarca trilyon dolarlık büyüklüğe erişti.

Uluslararası tahvil ihracı (Euro Bond) işlemleri tahvili çıkaran ülkenin/bankanın/şirketin kendi ülkesinin para birimi dışında ihraç edilir. Bu ihraçlara uluslararası bankalar aracılık ederler. İhraç tek bir ülkede veya çeşitli ülkelerdeki geniş bir yatırımcı bazına sunulur. Euro Bondlar nadiren iskontolu, genelde değişken faizli olurlar. Faizler ABD Hazinesi, Alman Bundesbank faizlerine endekslenerek primli faiz yapısı ile satılırlar.

İhracın hazırlık aşamasında ilk olarak, ihracın yapılacağı piyasaya kayıt işlemleri (SEC, Tokyo Maliye Bakanlığı) yapılır. Ardından izahname (prospectüs) hazırlığı gelir. Şirket ise şirket hakkındaki tüm bilgilerin yer aldığı izahname, ülke tahvili söz konusu olunca, ülke hakkında çok geniş bir bilgi demetini içerir. Sonraki aşama, kredi derecelendirme kuruluşları ile ilişki kurulmasıdır. İleride detaylı bilgi verilecek olan, uluslararası kredi değerlendirmeleri alındıktan sonra yatırımcılarla ilişki kurulması aşamasına geçilir.

Euro Bondların vadesi uzundur. Çok sıkışık şirketler/ülkeler için zaman zaman 5 yıl vadeli ihraçlar yaptıkları görülür. Ancak çoğunluk 10 – 20 yıl vadeli. Bu kadar uzun vadeli fon kaynağı dünyada bireysel emeklilik fonlarında, sigorta şirketlerinde ve özel fonlarda bulunur. Dolayısıyla, Euro Bondların en sadık yatırımcıları bu kuruluşlardır.

Bu bağlamda uzun vadeli fonların yaklaşık yüzde 70’i, bireysel emeklilik fonlarının ve sigortacılığın en çok geliştiği ABD, Britanya, Japonya, Kanada ve Hollanda gibi ülkelerdedir. Doğal olarak, tahvil yatırımcıları ile aracılık eden lider banka ve diğer kuruluşlar da bu ülkelerde faaliyet göstermektedir.

Aracı/lider banka yatırımcıların görüşlerini ve yatırım iştahlarını değerlendirdikten sonra piyasaları izlemeye başlar. Yatırımcıların vade ve döviz tercihlerini anlamaya çalışır. Burada amaç aynı anda, birbirine benzeyen birden fazla tahvilin piyasada talep toplamamasını sağlamaktır. Böyle bir durumda, piyasada arz yönlü bir rekabet oluşacağından, faizlerin yükselmemesi amaçlanır. Durumu Hazine’ye bildirir. Ardından Hazine teklif değerlendirme aşamasında para birimi ve vadeye karar verir. Karar alınmasında çoğunlukla talep edenlerin tercihleri belirleyicidir. Bununla beraber zaman zaman Hazine şartların çok kötü olduğunu anlarsa ihraçtan vaz geçebilir.

Türkiye kamu borçlanma otoritesi Hazine, genellikle yılda 4-6 defa tahvil ihracı yapar. Ekonomini döviz sıkıntısı çektiği yıllarında bu sayının artması normaldir. Yeterli talep

olduğunda ihrac sorunsuz gerçekleşir. Ardından Hazine talebin kimlerden geldiğini tahlil eder. Bireysel, kurumsal yatırımcı veya emekli fonlarının ilgisinin ne kadar olduğunu anlamaya çalışır. Farklı ülke kuruluşlarından talep gelmesi durumunda, yatırımcı tabanını yaygınlaştırmaya çalışır.

İhrac sonrasında lider banka/kuruluş, dış borçlanma senedinin piyasalardaki durumunu izlemeye alır. Bundan amaç, eğer aşırı talep varsa yeni bir ihraca olanak olup olmadığını anlamaktır. Varsa o zaman aynı vadeli tahvil tekrar ihrac edilir.

b) Diğer program kredileri

Çoğunluğu IMF, Dünya Bankası gibi uluslararası kuruluşlardan alınan kredilerdir. Çok bilinen IMF İstikrar Programları ve Dünya Bankası Yapısal Uyum Kredileri doğrudan bütçe finansmanı için kullanılır.

Diğer dış borçlanma çeşidi olan proje finansmanında Hazine kamu borç otoritesi olarak, kamu kuruluşlarının büyük kamu projelerinin finansmanına yönelik olarak borçlanır. KİT'ler, Karayolları, DSİ gibi altyapı projelerinin sorumlusu kuruluşların proje finansmanını Hazine yapar. Proje sahibi kuruluşlar borçlanabilmek için ilk olarak Cumhurbaşkanlığı Strateji ve Bütçe Bakanlığı'na (eski Devlet Planlama Müsteşarlığı) başvururlar. Başkanlık projeleri değerlendirir. Yıllık yatırım programına alır. Bu arada finansmanın bütçeden mi yoksa dış kaynaklardan mı sağlanacağına karar verir. Dış finansman kararlarının alınmasında çoğunlukla projenin ithalat ihtiyacı etkin olur. Eğer projede ithal girdi kullanılacaksa dövizle borçlanarak ithal edilecek parçaların sağlanması normaldir.

2) Borç erteleme

Borç ertelemeleri, dış borçlanmada, özellikle dünya krizlerinden sonraki yıllarda sık rastlanan bir durumdur. Bankaların şirketlerle veya bireysel müşterileriyle yaşanan kredi geri ödeme sorunlarının benzeri, ülke dış borçlanmalarında da görülür. Borç otoriteleri, özellikle aşırı borçlanmanın ardından gelen kriz dönemlerinde, dövizli borçlarının yeniden yapılandırılmasını isterler. Kutu 2'de özetlendiği üzere, dünya borç yükü her geçen yıl daha büyük bir sorun olmaya devam ettiğinden, borç erteleme konusunda bazı tanımlara bakmakta yarar var.

Bu alandaki ilk tanım konsolidasyondur. Konsolidasyon; vadesi gelen bir borcun ödenememesi halinde anapara ve faizi ile yeni borç olarak, vadesi eskisine oranla uzatılarak ve faizi yükseltilecek yeni bir ödeme planına bağlanmasıdır. Gönüllü olabileceği gibi zorunluluk sonucu da uygulanabilir.

Diğer tanım olan konversiyon ise, borç yükünün azaltılması amacı ile borcun anaparasının tutar ve vadesi değiştirilmeden faizi düşürülerek yeni borca dönüştürülmesidir. Konsolidasyondan farkı anaparanın değişime uğramamasıdır.

Bu bağlamda diğer normal dışı borç ödeme yöntemlerinden birisi "Refinancing"dir. Bu yöntem borç ertelemesinin özel bir şeklidir. Süresi dolan belli bir borç için o krediteden veya bir başkasından daha uygun koşulla alınan yeni bir borçla ödeme yapılmasıdır. Borcun adı ve türü de değişmiş olur.

Görüldüğü gibi, borç erteleme hem borcun hem de vadesinin koşullarının daha uygun hale getirilmesi işlemidir. Buna karşılık "Swaplar" daha çok risk yönetimi açısından yapılırlar. Bugün için borç yönetimi açısından uygun olan bir borçlanma ileriki yıllarda risk taşımaya

başlayabilir. Swaplar borcun alındığı döviz yerine başka döviz ile yapılabileceği gibi faizin ifade edildiği yapının değişimi ile değişken faiz sabit faiz dönüşümü ile de yapılabilir. Swap yapılabilmesi için borç anlaşmasında hüküm olmalıdır. Bu işlemlerde en dikkat çeken “Debt equity” swaplarıdır. Bu işlem ile borcunu ödeyemeyen ülkenin o borcu karşılığında o ülkenin madenleri, sanayi tesisleri gibi varlıklarına ortak veya sahip olunur.

Cumhuriyet tarihinde ilk borç erteleme Temmuz 1958 tarihinde yapılmıştır. O tarihte alacaklılarla masaya oturulmuş ve Ağustos 1958’de Türkiye moratoryum ilan etmiş, borçlarını ödeyemeyeceğini belirtmiştir. Aynı tarihte OEEC (Avrupa Ekonomik İşbirliği Örgütü), IMF ve Amerikan Hükümeti ile Türkiye arasında ekonomik koşulların düzeltilmesi ve gerekli istikrar önlemlerinin alınması hakkında bir “İstikrar Programı” yapılması konusunda anlaşmaya varılmıştır. Yukarıda belirtildiği gibi, istikrar programları özünde mali uyum programlarıdır.

Üçüncü borç erteleme 20 Mayıs 1978 tarihinde OECD ile 1,3 milyar \$’lık borç için yapılmıştır. Bunu 19 Temmuz 1979 tarihinde IMF ile yapılan stand-by anlaşmasının ardından 25 Temmuz 1979 tarihinde yine OECD üyesi ülkeler arasında yapılan erteleme izlemiştir. Bu ertelemede 1 Temmuz 1979 tarihinden sonra vadesi dolan 1,2 milyar dolarlık devlet ve devlet garantili ticari borçlar konsolide edilmiştir.

Dördüncü borç erteleme, Döviz Çevrilebilir Mevduat (DÇM) hesaplarının erteleme sidir. Döviz kıtlığı yaşayan Türkiye, o yıllarda, yurtdışında yerleşik özel ve tüzel kişilere, ilk olarak 1967 yılında ticari bankalarda, TC. Merkez Bankasınca kur garantisi verilmek suretiyle döviz üzerinden hesap açılmasına izin verilmişti.

Beşinci borç erteleme garantisiz ticari borçların tasfiyesine yöneliktir. 1977-1980 yılları arasında Türkiye’nin içinde bulunduğu döviz dar boğazı nedeniyle vadesi gelmiş ve ödenememiş kısa vadeli ticari borçları vardı. Bu borçlar, ithalatçı şirketlerin, ithalatı finanse etmek, mal bedellerinin ödenmesi için ithalatın yapıldığı ülkenin ihracat kurumunun (Türkiye ithalatçı iken karşı ülke ihracatçı olduğu için onun ihracat sigorta kurumu) sigortası bulunmayan ve 31 Aralık 1979 tarihine kadar fiilen ithal edilmiş mallara ait ithalat işlemlerinin tasfiyesine yöneliktir. Bu işleme yönelik olarak çıkarılan Bakanlar Kurulu Kararı (BKK)¹ uyarınca tasfiyeye tabi tutulan işlemlerin tutarı ABD doları cinsinden ifade edildiğinde yaklaşık olarak 1,4 milyar dolardı. Bu tutar BKK’nın öngördüğü geri ödeme planına göre 21 Şubat 1994 tarihine kadar ödenmiştir.

Diğer bir borç erteleme devlet garantili ticari borçlar için yapılmıştır. Bu işlemle Türkiye’nin OECD üyesi ülkelere 1980, 1981 ve 1982 yıllarında vadesi dolan 3 milyar dolarlık devlet garantili ticari borçlarının ertelenmesiyle ilgili anlaşma 23 Temmuz 1980 tarihinde imzalanmıştır.

Görüldüğü gibi 1980 yılından sonra borç erteleme yapılmamış. Buradan dış borç ödemelerinde sorun kalmadığı gibi bir sonuç çıkarılmamalı. O yıllarda başlayan Küreselleşmeyle beraber gerek Türkiye’de gerek diğer az gelişmiş ekonomilerde “Watch dogs”² IMF ve Dünya Bankası’nın rolü artmaya başlamıştır. Borç sorunu olanlar yeni borç almak veya borçlarını ertelemek istediklerinde karşılığında önce “mali uyum” içerikli yapısal uyum programlarını dizayn eden IMF ve Dünya Bankası çıktı. Buna bağlı olarak dış borçlanma talepleri kabul edildi.

¹ 30 Mayıs 1980 tarih ve 17002 sayılı Resmî Gazete ’de yayımlanan 8/911 sayılı BKK.

² Uluslararası literatürde borç verenlerin çıkarlarını öne çıkardığı için IMF ve Dünya Bankası gibi kuruluşlara “Bekçi köpeği” anlamında kullanılan takma ad.

3) Ülke riski deęerlendirmesi

Dış borçlanmanın en önemli kurumlarından birisi kredi riski derecelendirmesidir. Borç verenler için, şirket veya ülke hangi düzeyde olursa olsun, en önemli konu borcunu geri alıp alamayacağıdır. Kredi verenler, başkalarından aldıkları parayı borç olarak verdikleri için, eğer kredi geri ödenmezse, sermayelerinden mevduat sahibine ödeme yapmak zorunda kalacaklardır. Sermayeleri de verdikleri kredilerin çok küçük bir bölümü kadar olduğu için, geri ödeme yaygınlaşırsa, bankanın batması söz konusu olabilir.

Riskler ne kadar az olursa, borç verenlerin talep ettikleri faiz o kadar az olacağından derecelendirme önemlidir. Her yatırımcı öngörülebilir piyasalardan, hesaplanabilen risklerden hoşlanır. Onun için önemli olan hesaplama değildir. Böylelikle risk primini düşük veya yüksek tutar ve bilançosunun elverdiği kadar yatırım yapar. Ama hesaplanamayan riskleri almak istemez. Örneğin bir ABD’li yatırımcı için Çinli yöneticilerin komünist olmasının önemi yoktur. Piyasalara müdahale etmedikleri sürece şeriatçı yöneticiler bile onları ilgilendirmez. Bu durum yatırım yapacakları ülkede yaşayanların sorunudur.

Peki, ülke riski bir ülkenin borçlarını ödeyerek iflas etmesi midir? Yoksa politik ve/veya etnik grupların liderliğinde başlayan bir iç savaş mı? Soruyu herhangi bir yeraltı kaynağı ve üretimi olmayan bir ülkenin başka ülkelere ekonomik ve dolayısıyla politik olarak bağımlı olması olarak da sorabiliriz. Aslında cevap “hepsi ve daha fazlasıdır”. Çünkü ülke riskini politik ve/veya ekonomik olarak sınırlamak mümkün değildir. Küreselleşme dönemi, özellikle 2008 sonrasında ülke risklerini artıran, jeopolitik boyutun dünya politikalarında artışı ile bir “yeni zamana” kapı açıyor.

Ülke riskinin tanımına bakacak olursak iki temel bileşenden, direkt risk ve dolaylı risk, oluştuğunu görürüz.

A- Direkt Risk

Direkt risk, bir finansal kurum veya tüzel kişinin kurulduğu ülkenin makroekonomik ve/veya siyasi koşulları nedeniyle iflas etme olasılığıdır. Sistemik risk, transfer riski, siyasi risk, yayılma riski, makroekonomik risk ve kur riskini içerir.

a) Sistemik Risk

Sistemik risk özünde piyasalardaki değişkenlere yönelik risklerdir. Bu nedenle piyasaya bağımlı ayırımlarla açıklamak gerekir.

1) Sistemik Piyasa Riski: Sistemik nedenlerden dolayı döviz kuru, faiz oranları veya mal ve piyasa fiyatındaki belirgin hareket riskidir.

2) Sistemik Kredi Riski: Sistemik nedenlerden dolayı birçok özel kurumun eş zamanlı olarak borç yükümlülüklerini yerine getirmemesi riskidir.

3) Konvertibilite (Transfer) Riski: Bir kurumun kurulduğu ülkede devletin likidite krizine maruz kalması ya da yabancı paraya erişimi kısıtlamak istemesi nedeniyle yabancı paraya sistemik olarak erişememesi (yabancı para mevzuatındaki değişiklik gibi) riskidir.

b) **Siyasi Risk:** Özelleştirmenin karşıtı olan millileştirmenin, jeopolitik durumunun, yasal belirsizliğin ve siyasi çöküşün vs. gelişmesidir.

- c) **Hazine Riski:** Bir devletin direkt ve dolaylı yabancı para yükümlülüklerini yerine getirme istek ve kapasitesindeki değişiklikler sonucunda zarar etme olasılığıdır.
- d) **Yayıma Riski:** Bir ülkedeki olumsuz ekonomik, siyasi ve sosyal gelişmelerin sadece o ülkenin değil aynı zamanda ülkenin bulunduğu bölgedeki diğer ülkelerin de kredi değerliliğinin azalması veya likidite sıkışıklığına yol açması neticesinde zarar etme olasılığıdır.
- e) **Makroekonomik Risk:** Yabancı bir ülkedeki borçlunun, o ülke hükümetinin ekonomik nedenlerle para politikası ya da maliye politikasına ilişkin aldığı kararlardan ötürü yükümlülüklerini yerine getirme gücünün azalması neticesinde zarar etme olasılığıdır.
- f) **Kur Riski:** Karlılığın döviz kurundaki değişim kaynaklı değişikliğidir. Örneğin kur artışları veya azalışları sonucunda yabancı yatırımcının elde edeceği gelir değişecektir. Yatırım yaparken döviz yerel paraya çeviren yatırımcı, vade sonunda veya II. Piyasada tahvilini satınca, getirisini dövize çevirirken beklenenden çok fark olursa zarar edecektir.

B- Dolaylı Risk

Kredili müşterinin (borçlu), iş yaptığı/taahhütlerinin bulunduğu/varlık sahibi olduğu yabancı bir ülkedeki ekonomik, sosyal veya siyasi koşulların bozulması sonucunda yükümlülüklerini yerine getirme gücünün azalması nedeniyle zarar etme olasılığıdır.

Direk ve dolaylı ülke riski örnekleri

Bir ülkede kamunun borcunu ödeyememesi ekonomik kriz çarkının hızla dönmeye başlamasına neden olabilir. Direkt (yayıma, sistemik, siyasi ve hazine) ve dolaylı riskinin birbiri arkasına gerçekleştiği Yunanistan bu konuda verilebilecek en iyi örnektir. 2008 Küresel krizinin etkisi ile zaten çok güçlü olmayan Yunanistan ekonomisinin giderek zayıflaması, kamunun borcunu ödeyemeyip işlerliğini yitirmesi ve sonrasında Yunanistan hazine ve de devletin borcunu ödeyememesi nedeniyle hazine bonusu ve devlet tahvillerinin herhangi bir değeri kalmaması ile sonuçlandı. En iddialı olduğu gelir kaynağı turizmdeki pazar payının büyük bir kısmı yıllardır rekabet ettiği Türkiye başta olmak üzere; İspanya, Mısır ve Tunus tarafından paylaşıldı.

Direkt ve dolaylı ülke riskine verilebilecek bir başka örnek Arap Baharıdır. Bu ayaklanma 2010 Aralık ayında Tunus'ta başladı. Sonrasında sırasıyla Cezayir, Lübnan, Ürdün, Moritanya, Sudan, Umman, Yemen, Suudi Arabistan, Mısır, Suriye, Cibuti, Fas, Irak, Bahreyn, İran, Libya, Kuveyt ve Batı Sahra'ya yayıldı. Risk olarak bu ülkelerden herhangi birine mal veya hizmet ihraç eden bir şirket taahhüdünü yerine getirmesine rağmen, siyasetin kesintiye uğraması nedeniyle karşı karşıya kalınan ekonomik istikrarsızlık, mal/hizmetin iç piyasada satışını ve ithalatçının faaliyetini olumsuz etkilemesi ve bu müşterinin parasını alamaması ile sonuçlanmıştır. Bu ülkelerin yönetimleri, kendilerine destek vermeyen ülkelerle ticareti yasaklaması ve müşterilerin alacağını tahsil etmesini engelleme olasılığı da bir risktir. Arap Baharı, aynı coğrafyayı ve kültürü paylaşan grupların etkileşim içine girerek yukarıda bahsi geçen risklerden başta yayılma riski olmak üzere hangi risklerin gerçekleşebileceğini son dönemde çok net gösteren bir örnektir.

4) Ülke riski derecelendirmeleri

Ülke riski değerlendirmek geçmişten günümüze üzerinden çok tartışılan konulardandır. Neye, hangi veriye veya rasyoya bakılarak tarafsız bir kredi derecelendirmesi yapılabileceği hep

tartışılır. Son yıllarda küresel para ve sermaye piyasalarında gelişen bir enstrüman olan CDS (Credit Default Swaps - Kredi Temerrüdü Takası) bir gösterge olarak kullanılmakta, hatta ticarete bile konu olmaktadır. Diğer bir deyimle, piyasalarda CDS alıp/satanlar bulunmaktadır.

Ülke riskini değerlendirmedeki en çok kullanılan pratik yol ise, aşağıda geniş bir şekilde değinilecek olan derecelendirme kuruluşlarının değerlendirmeleridir.

Dünyada en çok kamu borcuna yönelik tahvil borçlanması, yukarıda da değinildiği gibi, Londra, New York ve Tokyo'da ihraç edildiği için, en bilinen dört şirket bu merkezlerde faaliyet gösteren, Standard and Poors (S&P), Moody's, FITCH ve JCR (Japanese Credit Rating) dir. Amerikalı S&P, 1806 yılında kurulmuştur. Moody's ise 1900 yılında. FITCH'in kuruluşu da 1913 yıldır. Kuruluş amaçları New York ve Londra borsalarında işlem gören şirket hisse senetleri ve şirket tahvillerini derecelendirmektir. Bunlardan başka derecelendirme şirketleri vardır. Ancak piyasalarda en çok bilinenleri bu şirketlerdir.

Kredi derecelendirme işlemler ve kuruluşları gelişmiş finans piyasalarının trafik ışıklarıdır. 1980'lere kadar ABD hisse senedi ve tahvil piyasalarında uygulanan, küçük yatırımcıyı korumaya yönelik olduğu düşünülen bu yöntemle, risk değerlendirmelerinin basitleştirildiği iddia edilmektedir. Brady Planı sonrasında New York'ta ABD Hazinesi garantili tahvil çıkaran Meksika'dan sonra yaygınlaşan devlet tahvili ihraçlarına, yatırımcıların ilgisini çekebilmek için şirket kredi değerlendirilmesi değiştirilerek ülkelere uyarlanmıştır. ABD ve para piyasalarının derinliği olan diğer ülkelerin piyasalarında, bireysel emeklilik fonları ve diğer kurumsal yatırımcılar, iki farklı derecelendirme kuruluşundan yatırım yapılabilir notu almayan borç enstrümanına, çok sınırlı miktarlarda yatırım yapabilirler.

Bu bağlamda borçlunun kredi riskini gösteren derecelendirme notları anlaşılması ve izlenmesi kolay bir sistemdir. Kredi notu borçlunun sermayeye daha kolay ulaşmasını sağlar. Eğer doğru yapılırsa, yatırımcılara aynı zamanda karşılaştırma yapma olanağı verir. Anlaşılacağı üzere, ülke kredi derecelendirmesi, tahvil ihraç edenden çok tahvil alacak olanlar için yapılan bir iştir. Aşırı borçlu ülke borç yöneticileri için bu hususu anlayabilmek çok önemlidir. Bizi ilgilendirmez tavrı, sadece lafi güzafır.

Kredi Temerrüt Takasları (CDS)

Ancak bu değerlendirmeler CDS'ler kadar güncel ve güvenilir değildir. Nedeni ise derecelendirme kuruluşlarının 2008 krizinin derin etkilerinin görüldüğü bankaları ve ülkeleri uzun süre "yatırım yapılabilir" olarak değerlendirmeye devam ederek piyasaların ve hatta işin içinde olan bankaların yanlış kararlar almasına neden olmalarıdır. Bu kuruluşlar aynı zamanda krizin çıkış noktası olan karmaşık türev ürünleri (RMBS- Residential Mortgage Backed Securities) de yatırım yapılabilir olarak değerlendirdiler. Aslında ürünler o kadar karmaşıktı ki satanlar bile ürünü anlamadıkları için içerdiği riskin farkında değildiler. Oysa sattıkları ürünü tüm detayları ve riskleriyle en iyi onların bilemeleri gerekiyordu.

Ülke derecelendirmelerinin yetersizliği ve iki not verme işlemi arasındaki zaman farkları, 2000'li yılların başından sonra tahvil ikinci piyasalarının genişlemesine bağlı olarak günlük yeni bir risk göstergesi ihtiyacı ortaya çıkmıştır. Yeni risk değerlendirme aracı giderek yaygınlaşmıştır: Kredi Temerrüt Swapları [CDS (Credit Default Swap)]. Bu aracın kullanılmasından amaç, ülke riskini değerlendirmede kullanılacak piyasalara uygun en pratik yöntem olmasıdır.

CDS'ler borçlunun temerrüde düşmesi (borçlarını ödememesi) durumunda, yatırımcıya güvenlik sağlayan bir sigorta çeşididir. Aynen kasko sigortasında olduğu gibi, bir prim karşılığında bir ülkenin tahvilini alan yatırımcı, tahvili elinden çıkarmak istediğinde parasını geri alamama riskine karşı koruma satın almaktadır.

Euro bond fiyatlamaalarında, faizlerin üzerine CDS primleri de eklenerek hesaplamalar yapılır. Dolayısıyla CDS primi bir anlamda reel faiz anlamına da gelir. Ne kadar yüksekse, borçlular o kadar yüksek faiz ödemek zorunda kalırlar.

CDS primleri hesaplanırken, genel olarak ülke derecelendirmeye benzeyen değişkenlerin esas alındığı bilinmekle beraber hesap yöntemi konusunda farklı yaklaşımlar vardır. Büyüme oranı, işsizlik, enflasyon, dış borçlar, uluslararası rezervler, ekonomik sektörler (reel sektör, hanehalkı, kamu, finansal sektör) itibarıyla borçluluk vb. değişkenlerin kullanılması ve ağırlıklandırılarak hesaplamalar yapılır.

Aşağıdaki tabloda bazı ülkelerle Türkiye'nin CDS primleri 2005 ten sonrasında seçilen bazı yıllar için verilmiştir. Kriz ve dalgalanmaların olduğu yıllarda CDS'ler yükselirken, 2019 sonrasında düşmüştür. Buna karşılık Türkiye'ye yatırım yapanlar her zaman rakip ülkelere göre daha fazla prim ödemek zorunda kalmışlardır. Bu Türkiye'nin diğer ülkelere göre daha yüksek faiz ödemek zorunda kaldığını da göstermektedir.

Tablo V.12: Ülkelerin CDS primleri

Tarih	Brezilya	G. Afrika	Rusya	TÜRKİYE
2005	297	54	76	247
2009	211	281	374	283
2013	157	190	161	172
2016	331	279	251	262
2018	205	222	153	373
2019	107	174	60	291
Ocak 2024	141	226	286	300

Kaynak: Cumhurbaşkanlığı Strateji ve Bütçe Başkanlığı haftalık verileri

Kredi derecelendirme kuruluşları ile ilgili olarak son yıllarda en çok tartışılan konu krizleri tahminde yaptıkları hatalardır. Bu tahminleri yanlış kuruluşlar, ülke notu ve şirket notu değerlendirmesinde bilgi asimetrisi yaşanmasından kaynaklanan sorunların aşılmasına yardımcı olamıyorlar. Dahası, pratikte kesin olan borç ödememe riskini ancak borçlu ülkenin bilebileceği gerçeğidir. Bunlara bir de derecelendirmenin paralı bir iş olduğu gerçeği eklenince ortaya "ahlaki sorun"³ çıkmaktadır.

³ İngilizcesi "moral hazard" olan bu kavramla ilgili doğru bilgilendirme ile derecelendirmesi yapılan şirket veya ülke ile olan parasal bağın, tarafsız not verme sürecine ne kadar etkin olduğu sorgulanmaktadır.

Aşağıdaki tablodan görüleceği üzere, geçmiş deneyimler, kredi derecelendirmelerin başarılarının çok tartışmalı olduğunu göstermektedir. Ülkeler dış borçlarını ödeyemeyeceklerini, temerrüde düştüklerini ilan etmeden hemen önce bile kredi notları bu durumlarını yansıtmıyordu.

Tablo V.13: Her zaman doğru not veriyorlar mı?

Tarih	Ülke	Miktar	Temerrütten bir ay önceki NOT
Temmuz 1998	Venezüella	270 milyon \$	B3
Ağustos 1998	Rusya	73,3 milyar \$	B1
Eylül 1998	Ukrayna	1,4 milyar \$	B2
Kasım 1998	Pakistan	750 milyon \$	Caa1
Ağustos 1999	Ekvator	6,6 milyar \$	B3
Ocak 2000	Ukrayna	1,0 milyar \$	B3
Eylül 2000	Peru	4,8 milyar \$	Ba3
Haziran 2001	Moldova	145 milyon \$	B3
Kasım 2001	Arjantin	82,2 milyar \$	Caa1

a) Kredi derecelendirmede sorulan sorular, araştırılan konular

Bu açıklamalar ışığında ülke derecelendirmesinin nasıl yapıldığına, hangi soruların ve konuların ele alındığına yakından bakmak için, dünyada ilk ona giren bir uluslararası yabancı yatırım bankasının, 2000 yılından önce kullandığı başlıkları aşağıda bilginize sunulmuştur. Büyük bir olasılıkla artık ya kullanılmamakta ya da içeriğinde değişiklikler yapılmıştır. Bununla beraber, incelendiğinde görüleceği üzere, konular ve başlıklar çok detaylıdır.

Sağlıklı bir derecelendirme yapılabilmesi için önce doğru ve tarafsız bilgilere ulaşmak gerekir. Özellikle az gelişmiş ülkelerde ve bazı büyük şirketlerde karşılaşılan sorunlar artık iyi bilinmektedir. Bilgiye ulaşılmasından sonra karşılaşılan sorun bunları tarafsız değerlendirebilecek uzmanların varlığıdır. Ülke kredi derecelendirmesi yapılırken, hükümet ve siyasi yapı hakkında değerlendirmelerin ne kadar tarafsız yapılabileceği en can alıcı sorundur. Çünkü hem şirkette hem de ülkede her şeyin başı yönetici insanlar ve kurumlardır. Onlar doğru çalışırsa krizi zamanında öngörebilir ve akılcı, kalıcı önlemler alabilirler. Ancak, siyasi yapıyı tarafsız değerlendirmenin zorlukları ortadadır.

i) Demografik, eğitsel ve yapısal faktörler;

- Nüfus artış oranı,
- Yaş dağılımı ve bağımlılık oranı (14 altı + 65 üstü / 15-64 yaş arası)
- Kentsel nüfusun toplamı ve nüfusa oranı (şehirleşme)

- Etnik, dinsel ve dilsel azınlıkların dağılımı,
- İkinci ve yüksek eğitime katılım oranları,
- Özellikle uluslararası karşılaştırmaya yarayacak eğitim kalitesini ölçen herhangi bir ölçüt,
- Yaşam standartlarını ölçmeye yarayan; satın alma paritesine göre ölçülmüş kişi başına milli gelir, kişi başına düşen kredi miktarı,
- Gelir dağılımı, refah ve toprak sahipliği bilgileri,
- Ulaştırma ve telekomünikasyon alt yapısı standartları ve ana planları hakkındaki bilgiler,
- Çocuk ölümleri, hayat beklentisi ve sağlık hizmetlerinin gelişmişliği,

ii) Politik risk: Devlet ve politik yapı

- Anayasada yasama, yürütme ve yargı arasındaki ve diğer devlet kurumlarının yeri ve yapısı. Politik kurumların kalıcılığı ve yasal altyapısı (devletin kurumsal yapısındaki yeri)
- Siyasi partilerin yapısı, destek aldıkları kesimler, oy oranları ve devamlılığı. Halkın politik sürece katılımı,
- Ülkenin seçim takvimi; genel, yerel, cumhurbaşkanlığı vs.
- Partiler arasında makro ve mikro ekonomik politikalara ortak bakış oranı,
- Hükümetin başlattığı uygulamalara partilerin desteği ve sürdürülebilirliği,
- Partilerde, özellikle iktidar partisinde, liderlik yapısı (değişimde kurumsallaşma),
- Siyasi yapının ekonomik, özellikle finansal reformlar a yaklaşımı, ekonomi politikaların ve önceliklerin oluşturulmasındaki süreçlerin şeffaflığı,
- Silahlı kuvvetlerin büyüklüğü ve önemi,
- Önemli sosyal grupların ve partilerin ülkenin temel sorunlarına yaklaşımda sergiledikleri alternatif politika seçenekleri,
- Özel mülkiyet hakkı ve sözleşme özgürlüğü konusundaki yasal ve idari yapı,
- Vergi toplama sisteminin etkinliği, (kayıtdışılık, kayırmacılık vb.),
- Ana siyasi aktörlerin özgeçmişleri,
- Kamu güvenliği,

iii) Politik risk: Dış politika objektifleri ve stratejisi

- Ülkenin uluslararası, bölgesel kuruluşlar ve ticaret bloklarına üyelikleri,
- En son 4. Madde Konsültasyonu Raporunda yer aldığı şekliyle IMF ile ilişkiler,
- Komşular ile ilişkiler,
- Joepolitik risk,
- Dış ve iç tehditlerin değerlendirilmesi,
- AB, ABD ve Japonya ile ilişkiler,

iv) Makro ekonomik politikalar

- Makro ekonomik politikaların yapısı ve öncelikleri; fiyat istikrarına verilen önem, merkez bankasının bağımsızlığı,
- Enflasyondaki gelişmeler, TÜFE ve ÜFE, GSMH deflatörü, kamunun fiyatları etkileyen kesintileri (vergi, harç vs),
- Refah dağılımı, üretimde çeşitlilik ve ekonominin pazara açıklık derecesi,
- Gelir dağılımında eşitsizlikler (adalet),
- Kur politikası ve kurlar üzerindeki son dönem baskılarının nedenleri, kurlar ile fiyat istikrarı arasında oluşabilecek çatışma ortamlarında öncelikleri belirleme ve çözüm yöntemlerinin netliği,

- TÜFE'ye göre hesaplanmış reel ve nominal faiz oranlarının vadelere göre dağılımı,
- Kur oranlarında değişimin trendi, ana ticari partnerlerin döviz kurlarına ve birim emek maliyeti gibi seçeneklerle hesaplanmış rekabet ölçümleri,
- Geniş ve dar para arzında genişleme trendi, kredi genişlemesi ve paranın değişim hızı (velocity) tahmini,
- Maliye politikasının kurgusu, kısa ve uzun vadeli objektifleri, Kamu Kesimi Borçlanma Gereği (KKBG), net kamu kesimi borcunun GSMH'ya oranı, kamu kesiminin net varlıklarının değeri,
- Vergi kaynakları ve gelir yaratma potansiyeli, dolaylı ve doğrudan vergi dağılımı ve yıllar itibariyle değişimi,
- Sosyal güvenlik prim tahsilatları ile vergilerin GSMH'ya oranı ve sosyal gruplara göre ayrımı,
- Faiz, sosyal transferler ve diğer ana kamu harcama kalemlerinin detaylandırılmış değişimi,
- KKBG'nin finansman kalemlerinin parasal olanlar ve olmayan şeklinde ayrımı (enflasyona etki)
- Kamu borç stokunun KKBG'nin borçlu ve alacaklı bazında ve reel ve nominal değerlerle sınıflandırılması,

v) Arz ve talep dengesi

- İthal mallar ve turizm, navlun gibi hizmetler bazında detaylandırılmış ve GSMH yüzdesi olarak toplam arz,
- Aynı yaklaşımla toplam talep, (Tabi ithalat yerine ihracatı koyarak),
- GSMH oranı olarak toplam iç harcamalar (iç tüketim, yatırımlar, stok)
- Mal ve hizmetler bazında dış dengenin GSMH içindeki payı,
- Toplam tasarrufların GSMH'ya oran olarak gelişimi,
- Tüketim ve kamu harcamalarında yıllık yüzde değişim,
- Kişilerin, şirketlerin ve kamunun tasarruflarının detaylı dağılımı (kayıtdışılık şartlarında?),
- Kamu ve özel sektörün toplam yatırımlarının detayı ve GSMH'ya oranı,
- Nominal ve reel GSYH ve GSMH,
- GSYH'nın sektörel kompozisyonu (tarım, inşaat, sanayi, hizmetler vb.),
- Sektörler ve dönemler arasındaki verimlilik farklılıkları,

vi) Orta vadeli büyüme kısıtlarının analizi

- Enflasyon baskısından arındırılmış ortamda tam istihdamı sağlayacak büyüme tahmini,
- Ekonomideki dönemselliklerden arındırılmış GSMH büyüme trendi tahmini,
- Milli gelirin potansiyeline yönelik çeşitli yöntemlere göre hazırlanmış tahminler,
- Büyüme trendinin yönünün değerlendirilmesi,
- Büyüme ile sermaye hareketleri arasındaki bağlantıya yönelik tahminler,
- Tasarrufların ve yatırımların kompozisyonu ve büyüklüğü,
- Ekonomik büyümenin kaynakları ve oranı,

vii) Özel sektörün dinamizmi

- Yeni iş yeri açma ve kapama ve yıllar itibariyle gelişimi,
- Kendi adına çalışanların sayısı ve gelişimi,
- Özel sektörün ve pazar ekonomisinin ekonomi içindeki yeri,

- Özel sektörün sabit sermaye yatırımları ve GSYH içindeki payı, gelişimi
- Özel sektörün sermaye getirisi (yıllık kar/sermaye vs. faiz) ve trendi,
- İş dünyasının toplam sermaye stoku ve gelişimi,
- Rekabet şartları ve sektörel konsantrasyon oranı (tekel, oligopol) ve karlılık,
- Özel sektörün AR&GE harcamaları ve patent faaliyetlerindeki gelişmeler,
- Sanayi üretiminde ve sektörlerde KİT'lerin, BİT'lerin, daha doğrusu kamunun yeri,
- Özelleştirme metotları ve çalışmaları
- Kamu sektörünün verimliliği,
- Korumacılık ve diğer piyasa dışı etkiler,

viii) Emek piyasası analizi

- Toplam emek gücünün büyüklüğü, tarihsel gelişimi ve projeksiyonlar,
- İstihdam oranı, çalışanların cinsiyet yapısı, tam gün ve part-time çalışma oranları,
- Emek piyasalarının esnekliği,
- İstihdamın sektörel ayrımı, toplam içindeki sektörel dağılımı, zaman içinde sektörler arasındaki değişim oranı,
- İşsizliğin cinsiyet, yaş, bölge, işsizlerin önceki iş alanı ve süresi bazında dağılımı,
- Sendikalaşma oranı ve grevlerde kaybedilen iş günü sayısı,
- Ücret belirlemede etkin olan ana etkenler,

ix) Fiskal esneklik

- Kamunun gelir, harcama ve açık/fazla trendleri,
- Fiskal duruşun para politikası ve dış faktörlere uyumu,
- Gelir yaratma esnekliği ve verimliliği,
- Harcamaların etkinliği ve baskınlığı,
- Yayımlanan raporların şeffaflığı, kapsamı ve zamanlaması,
- Emeklilik sistemlerinin yükümlülükleri,
- Kamu borç sorunları
 - Brüt ve net borç stoku,
 - Faiz ödemelerinin bütçe gelirlerine oranı,
 - Stokun döviz ve vade yapısı,
 - Yerel para sermaye piyasalarının derinliği ve genişliği,
- Bütçe dışı kamu sektörünün (KİT'ler, mahalli idareler, SGK, fonlar) boyutu ve sağlıklılığı,

x) Parasal esneklik

- Ekonomik devrelerin fiyat davranışları,
- Parasal ve kredi genişlemeleri,
- Kur rejimi ile para politikasının uyumu,
- Merkez bankasının bağımsızlığı vb. kurumsal faktörler,
- Para politikası araçlarının fiskal duruş ve sermaye piyasası karşısındaki etkinliği,
- Dolarizasyon ve endeksleme,

xi) Bankacılık ve finans

- Finansal sektörün sağlıklılığı,
- Finansal sektörün fon akımlarındaki etkinliği (kayıtdışıılık, yastık altında tasarruf vb.) ve kredilendirme olanakları,

- Kredilerin sektörel ve kurumsal analizi,
- Kamu ve özel sektörün borçlanma projeksiyonları,
- Kredilendirme politikalarının tanımı, açık piyasa işlemleri (APİ) nin detayları, munzam karşılıklar, kredi kontrolleri, faiz politikaları, iskonto uygulamaları,
- Temel bankacılık ilkelerine yaklaşım, bankacılık uygulama kuralları (sermaye yeterliği, kredi karşılık oranları vb) ve tahsili gecikmiş alacakların detayı,
- Ülkedeki sermaye piyasalarının durumu, piyasalardaki likidite oranı, hisse senedi ve borç piyasalarının toplam piyasa değerlerinin GSYH'ya oranı,

xii) Döviz dengesi

- *Döviz likiditesi;*
 - Fiskal ve parasal politikaların dış âlem hesaplarına etkisi,
 - Ödemeler dengesinin yapısı,
 - Sermaye akımlarının kompozisyonu,
 - Döviz rezervlerinin yeterliliği,
- *Dış borç yükü;*
 - Yeniden yapılandırılan borçlar ve yurtdışı yerleşiklerin mevduatı dâhil brüt ve net dış borçlar,
 - Vade yapısı, döviz kompozisyonu ve faiz değişimlerine duyarlılığı,
 - Borç geri ödeme yükü,
 - Ucuz fonlamaya ulaşma kolaylığı,

xiii) Dış ticaret ve yabancı sermaye politikaları

- İthalat ve ihracatın GSYH içindeki payı ve zaman içindeki eğilimi,
- Sektörler itibariyle ithalat kontrol tedbirleri [kotalar, tarifeler (gümrük vergisi, ithalden alınan KDV vs.), tarife dışı engeller (standartlar, uzak gümrük kapısı vs.)]
- Sanayi ürünlerine uygulanan ortalama gümrük tarifelerinin efektif koruma etkisi,
- Petrol tüketiminin GSYH içindeki yeri,
- Mal gruplarına göre ithalat ve ihracatın yapısı,
- Dış ticaretin coğrafik bölgelere göre dağılımı,
- Tarımsal ithalat rejiminin tanımı,
- Ucuz kredi uygulamaları dâhil ihracat teşvikleri,
- Varsa dış ticarete liberalizasyon programı, kısıtlayıcı önlemlerin kaldırılmasına yönelik zamanlama,
- Doğrudan yabancı sermaye yatırım (DYSY) sistemi; varsa yasaklı sektörler, bölgeler ve yabancılar için sahiplik sınırlaması hakkında bilgiler,
- Elde edilen karların, faiz ve hisse satışları gelirlerinin yurt dışına çıkarılmasındaki prosedür, yatırımı elden çıkarmadaki süreç (varsa kısıtlar)
- Portföy yatırımları dâhil yabancılara uygulanan herhangi bir pozitif veya negatif yerlilerden farklı yasal kural veya vergi uygulaması,
- DYSY stokunun çeşit (hisse senedi, doğrudan, borç), geldiği ülke ve sektör olarak dağılımı,

xiv) Ödemeler dengesi

- İhracat ve ithalattın mal ve hizmetler bazında detaylı analizi,
- Döviz işlemlerinin konvertibl ve konvertibl olmayan bazında ayırımı,
- Sanayi ürünlerinin dış ticaret dengesi,
- Hizmetler sektöründe döviz giriş çıkışlarının detayları,

- Kamu ve özel sektörün döviz transferleri (işlemleri),
- Endeks ve volume olarak ithalat ve ihracat ve *dış ticaret hadleri* (ihracat malları fiyat endeksinin ithal malları fiyat endeksine bölünmesi ile elde edilir. Dış ticaret hadleri kavramını kullanarak belli bir dönemde bir ülkenin dış ticaretinin lehte mi aleyhte mi geliştiğini saptamak mümkündür. Genel olarak ihracat mallarının fiyatlarının artması, ithal edilen malların fiyatlarının sabit kalması, düşmesi ya da ihracat mallarından daha yavaş artması dış ticaret hadlerinin lehte gelişmesi anlamına gelmektedir.)
- Cari işlemler dengesinin TL, dolar ve GSMH'ya oran olarak değeri,
- Uzun ve kısa vadeli sermaye akımlarının, borçlu, alacaklı, çeşitleri bazında ayırımı,
- İthalat ve ihracat yapılan ülkeler bazında yapılacak karşılaştırmalı üstünlükler analizleri,
- İhracat ve ithalatın gelir ve fiyat esnekliği tahminleri,
- Yurtiçinde yerleşiklerin dışarıya verdikleri borçlar ve yurtdışına yatırdıkları paralara ilişkin tahminler,
- İhracatta düşük, ithalatta şişkin fatura gösterme eğilimleri,
- Net hata ve noksan kalemindeki gelişmeler,
- Uluslararası rezervler

xv) Dış (döviz) varlıklar

- Merkez bankasının dış varlıkları (altın, döviz kompozisyonu ve enstrümanların vadesi ayırımında)
- Rezervlerin ithalata oranı (ay bazında) ve zaman içinde değişimi,
- Bankacılık sektörünün dövizli varlıkları,
- Kamu sektörünün dış varlıkları (verilen krediler ve ihracat kredileri),
- Tahvil, hisse senedi ve doğrudan yatırımlar bazında şirketler kesimi ve hanehalkının dış varlıkları,

xvi) Dış (döviz) yükümlülükler

- Otoritelerin borçlanma stratejileri,
- Kamunun ve diğerlerinin dövizli borçlanmadaki yasal kısıtları, faiz oranı swapları ve diğer türev ürünler dâhil bilanço dışı yükümlülüklerdeki sınırlamalar,
- Merkezi hükümetin diğer kamu kurumlarının dışa borçlanmasını izleme yöntemi,
- Borçlu ve alacaklılar bazında dış borçların detayı,
- Net dış borç (stok – dış varlıklar (rezervler, ticari bankaların döviz varlıkları)],
- Net dış yükümlülükler (net dış borç + Doğrudan Yabancı Sermaye Yatırımları net stoku + net portföy yatırımları) (net = dışardan alınanlar – dışarıya gidenler),
- Dış borç geri ödemelerinin tarih ve döviz kuru bazında detayı,
- Değişken faizli dış borcun toplama içindeki payı; bu borçların örneğin LIBOR'a göre ortalama spread (ödenen faiz farkı) oranı,
- Son dönemde yapılan sabit faizli dış tahvil ihracatlarının kuponları, ihaleye gelen teklifler, vadesi vb. hakkındaki bilgiler,
- Dış borcun döviz gelirlerine ve GSMH'ya oranı, dış borç servisinin (geri ödemeleri) döviz gelirlerine (ihracat + turizm vb.) oranı,
- Net faiz ve yatırım ödemeleri,

1) Not yapısı

Kredi derecelendirme kuruluşları, verdikleri notun kolay anlaşılabilmesi için, harflerden ve sayılardan oluşan basitleştirilmiş bir sistem kullanırlar. Aşağıdaki tablo, sistemi göstermektedir. Bir tahvile yatırım yapılabilmesi için, ülke notunun, Moody's ten en az "Baa3", FITCH ve S&P'den en az "BBB-" olması gerekiyor.

Tablo V.14: Kredi Kuruluşlarının Not Yapısı

MOODY's	S&P	FITCH	Anlamı
Aaa	AAA	AAAA	En Yüksek kredi değerliliği
Aa1	AA+	AA+	
Aa2	AA	AA	Çok yüksek kredi değerliliği
Aa3	AA-	AA-	
A1	A+	A+	
A2	A	A	Yüksek kredi değerliliği (değişikliklerden ekilenebilir)
A3	A-	A-	
Baa1	BBB+	BBB+	
Baa2	BBB	BBB	İyi kredi değerliliği, ödeme kapasitesi yeterli sayılabilir
Baa3	BBB-	BBB-	Yatırım notunda en alt not
Ba1	BB+	BB+	
Ba2	BB	BB	Spekülatif , koşullar değiştiğinde kredi riski doğabilir.
Ba3	BB-	BB-	
B1	B+	B+	
B2	B	B	Yüksek derecede spekülatif, kredi riski var ancak sınırlı olarak bir güvence sözkonusu
B3	B-	B-	
Caa1	CCC+	CCC	
Caa2	CC	CC	Yüksek geri ödeyememe riski , ödeme kapasitesi sürdürülebilir olumlu koşullara bağlı
Caa3	C	C	
Caa	D	D	Geri ödeyemez, borç ancak iflasla veya yeniden yapılandırma ile kısmen geri alınabilir.

Türkiye'nin kredi notu hakkında bilgi vermeden önce, ABD, Almanya gibi ülkelerin notunun "AAA" düzeyinde olduğunu belirtelim.

Türkiye'nin yabancı para yatırım notundaki gelişmeler aşağıdaki tabloda özetlenmiştir. Uzun vadeli TL yatırım notu da çok benzerdir. Görüldüğü gibi 2019 sonu itibarıyla JCR dışında yatırım yapılabilir notu veren derecelendirme kuruluşu yoktur.⁴

Tablo V.15: Türkiye'nin Uzun Vadeli Yabancı Para Kredi Notları

UZUN VADELİ YABANCI PARA				
	Standard & Poor's	Moody's	Fitch	JCR
2012 Sonu	BB (Durağan)	Ba1 (Pozitif)	BBB- (Durağan)	BB (Durağan)
2013 Sonu	BB+ (Durağan)	Baa3 (Durağan)	BBB- (Durağan)	BBB- (Durağan)
2014 Sonu	BB+ (Negatif)	Baa3 (Negatif)	BBB- (Durağan)	BBB- (Durağan)
2015 Sonu	BB+ (Negatif)	Baa3 (Negatif)	BBB- (Durağan)	BBB- (Durağan)
2016 Sonu	BB (Durağan)	Ba1 (Durağan)	BBB- (Negatif)	BBB- (Durağan)
2017 Sonu	BB (Negatif)	Ba1 (Negatif)	BB+ (Durağan)	BBB- (Durağan)
2018 Sonu	B+ (Durağan)	Ba3 (Negatif)	BB (Negatif)	BBB- (Negatif)
2019 Sonu	B+ (Durağan)	B1 (Negatif)	BB- (Durağan)	BBB- (Negatif)

Kaynak: Hazine ve Maliye Bakanlığı

⁴ JCR'in Türkiye iştiraki, 2019 sonunda çoğunluk hisselerini Türk bankalarının oluşturduğu bir konsorsiyuma devretmiştir.

ÖZEL EKLER

I- Yakın tarihten bir dış borç hikayesi: De Çe Me (01/05/2017)

J. J. Rousseau'nun güzel bir sözü vardır: “**Tarih, okuyana kendi gözünün görme derecesine göre yol gösterici bir kılavuzdur**” der.

Bu deyişten yola çıkarak, içinde bulunduğumuz dış borç ve hazine garantileri sorununa bakışınızı biraz daha netleştireceğine inandığım için sizi 1970'lere götüreceğim. Hani meşhur deyişle “70 cente muhtaç olduğumuz” yıllara.

O dönemde Türkiye katı bir kambiyo (sermaye hareketleri) kontrol rejimi uygulamaktadır. Ülke ekonomik sınırları içine dövizle işlem yapmak yasaktır.

Döviz açığı o yılların da ana sorunudur. Dışarıdan döviz gelmesi amacıyla, **Döviz Çevrilebilir Mevduat (DÇM)** hesapları, ilk kez 1967 yılında açılır. Amaç yurt dışında çalışan işçiler, serbest meslek sahipleri, müstakil iş sahipleri ve dışarda yerleşik gerçek ve tüzel kişilere yurt içindeki yetkili bankalarda döviz hesabı açma hakkı verilir. Açılan hesaplardan, hesap sahibine dövizli işlem hakkı tanınır.

Başta Almanya olmak üzere Avrupa'da çalışan işçilerimizin oradaki bankalarda düşük faizle tuttukları paralarını Türkiye'ye getirmeleri teşvik edilir. Hatta T.C. Merkez Bankası ile 20 yerli banka arasında protokol imzalanır ve açılan DÇM hesaplarındaki dövizler Merkez Bankası'na devredilir.

Ancak burada çok hayati bir karar alınır. **TCMB hesaplara, Hazine adına, kur garantisi verir.** Diğer bir deyimle oluşacak kur farkları bütçeden ödenecektir. Çünkü bu bir kısa vadeli dış borçlanma yöntemidir.

Başlangıçta pek ilgi görmeyen DÇM'ler bir süre sonra hızlanır. İşçisi, ithalatçısı aklınıza gelebilecek herkes hesap açmaya başlar. **Toplamı 3,5 milyar doları bulan döviz Türkiye'ye akar.** Rakamı küçümsemeyin. Artışın hızlandığı o yıllarda yıllık cari işlemler açığı 200 milyon dolar, toplam ithalat 10 milyar dolar civarında.

Anlayacağınız DÇM'lerden gelen kaynak o yıllar için önemlidir.

Öneminin bir nedeni de **1974 Kıbrıs Barış Harekati'nin sonrasına denk gelmesi.** Yani ambargo yılları. Dışarıdan borçlanmanın zorlaştırıldığı yıllar. Türkiye'ye baskı uygulanan dönem.

Dış borçlanmada böylesine önemli rol oynayan DÇM'ler, bankaların dövizlerini TCMB'ye devredip TL almaları ve bu yerel para kaynağını krediye dönüştürmeleri sonucunda içeride bol bol kredi dağıtılır (Aynen bugünkü **ROM** uygulaması ve dışarıdan ucuz döviz borçlanıp, swapla TL'ye çevirip kredi dağıtmaları gibi). Kredilerin çoğu (aynen bugün olduğu gibi) yatırım yerine işletme sermayesi olarak kullanılır.

Gün gelir, **DÇM'lerin para arzı artışına ve enflasyonun hızlanmasına neden olmaya başladıkları değerlendirilir ve kullanımına sınırlandırmalar getirilir.** Ancak 1977 yılının ilk aylarından sonra yeni hesap açılması çok yavaşlamaya başlayınca TCMB ve bankalar, eski DÇM'lerin vadesi gelenlerinin paralarını geri ödemedeki zorlanmaya başlarlar.

Daha önemlisi, DÇM'lerin anapara ve faiz ödemeleri, verilen kur garantisi nedeniyle, Hazineye aşırı yük olmaya başlar. Sonunda sistem 1978 yılında bitirilir.

Sonrası daha ilginçtir. Bu borçlar, 1981 yılından sonra devlet tarafından üstlenilir. **O tarihte 2,5 milyar dolar kadar olan tutar Merkez Bankası veya devlet borcuna dönüştürülür.**

Kısacası dövizle olan bağımlılık önce yurt dışında çalışan işçilere, ithalatçılara, ihracatçılara, **kur garantisi Hazine'den verilen döviz hesabı açma yetkisi verilmesine, sonra da borcun tamamının Hazine tarafında ödenmesine yol açmıştır.**

Dolayısıyla **bugün Türkiye'nin dış borç ve Hazine garantileri** rakamlarına bakıp; kamunun dış borcu şu kadar özel sektörünki bu kadar, Kamu Özel İşbirliği projelerine verilen garantiler, dış borç üstlenimleri farklı diye yorum yaparken dikkatli olmakta büyük yarar.

Son söz: Tarih tekerrür ediyor diye tarif diyorlar, ibret alınsaydı tekerrür eder mi? (**Mehmet Akif Ersoy**)

II- Şirketlerin dolar sıkıntısı 2009 yılındaki bir kararnameye dayanıyor (15/03/2015 tarihinde yayınlandı)

Geçen haftayı dolarda yaşananların iç tartışmalardan mı yoksa dışarıda yaşanan oynaklıktan mı kaynaklandığını tartışmakla geçirdik. Ben böylesi tartışmalara genellikle gülerim. Konu döviz olunca suçluyu dışarıda aramak işin kolayına kaçmaktan başka bir şeye yaramıyor.

Ne demek istediğimi bazı rakamları da kullanarak açmaya çalışayım. Ama önce bir bilgi. Veriler hep 2009 ile karşılaştırılmalı olacak. Nedenini sonra açıklayacağım. **Dolayısıyla buraya dikkat edin lütfen.**

Önce finansal kesim dışındaki firmaların döviz varlık ve yükümlülükleri arasındaki farkı hatırlayalım. 2009 yılında 70,7 milyar dolarmış. Yani şirketlerin döviz borçları, döviz varlıklarından yaklaşık 71 milyar dolar fazlamış. Bu rakam 2014 sonunda 183,2 milyar dolara çıkmış. Artışa bakar mısınız?

Şirketlerin döviz artışından şikayetlerinin ana nedeni bu açık. Dolardaki her bir kuruşluk artış onlara 183 milyar kuruş ek yük getiriyor. Yılbaşından buyana artışın 30 kuruş kadar olduğunu düşünürseniz gerisini siz hesaplayın.

Peki bu hızlı artışın nedeni ne acaba? Bakalım.

Yanılmadınız şirketlerin aldıkları nakdi döviz kredileri. Döviz yüklerinin artması. Nakdi döviz kredileri 2009 yılında 132,5 milyar dolar iken geçen yıl 253,3 milyar dolara çıkmış. “Ne var bunda, özel sektör teminat vermeden dışarıdan/bankadan kredi alamaz. Teminatı vardır.” diyorsanız, yukarıdaki ek yük hesabına bir kez daha bakın derim.

Şimdi gelin bu kredilerin ne kadarının yerli bankalardan alındığı araştıralım. **İşin özü burada zaten.** Yerli bankalardan alınan nakit döviz kredileri toplamı sadece 2009 yılında 50,3 milyar dolarmış, 2014 yılı sonunda 171,5 milyar dolara ulaşmış.

Diğer bir deyimle **toplam nakit döviz kredilerinin yüzde 68’i yurt içinden sağlanmış. Bu oran 2009 yılında sadece yüzde 37 imiş.**

Şimdi böylesine hızlı artışı fonlamak için bankaların nereden döviz bulduklarını anlamaya çalışalım. Yine T.C. Merkez Bankası verilerine bakalım. **2009 yılından bankaların dışarıdan aldıkları kısa vadeli borçların toplamı 25,2 milyar dolar. Geçen yılsonunda ise 96 milyar dolar.** Yani içeride yerleşik bankalar hem artan döviz tevdiat hesaplarını hem de yurt dışından aldıkları dövizli borçları şirketlere kredi olarak dağıtmışlar.

2009/15082 sayılı Bakanlar Kurulu Kararı

Bütün bu gelişmeleri açıklayan olay yukarıda numarasını verdiğim 16 Haziran 2009 tarihli Resmî Gazete ‘de yayımlanan Kararname ile başlıyor. Bu tarihten önce ihracat, yurtdışı müteahhitlik ve turizm gibi döviz geliri olmayan şirket ve kişiler yerli bankalardan döviz kredisi alamıyorlardı. Hükümet 2009 Krizinin etkilerini azaltmak adına kambiyo mevzuatının en son direnç noktalarından olan dövizli krediler sınırlamalarını kaldırdı.

Türkiye böylelikle tam bir sıcak para cennetine dönüştü. Dışarıdan çok düşük faizlerle kaynak bulabilen bankalar getirdikleri dövizleri, TL kaynaklara oranla daha ucuza şirketlere kredi olarak dağıttılar. **O zaman alan da memnundu veren de. Hükümet te, krizin etkisinde olan ekonomide, ucuz kredilerin büyümeye katkısı olur diyerek yaklaşan seçimler nedeniyle olaya gözlerini yumdu.**

Ama o zaman ucuz diye yenen dövizler şimdi rahatsız etmeye başladı. Çünkü bol dövizin sonuna geldik. Şimdi dışarıda bir kelebek kanat çırpınca bizde sanki kartal kanadının hareketi kadar oynaklık yaratıyor. Çünkü ekonomi aşırı dolarize oldu ve sıcak paraya mahkûm edildi.

Eğer sıcak para daha dikkatli yönetilemezse ekonomiye maliyeti çok yüksek olabilir.