

Dış Borç - Kriz Döngüsünde Yeniden Yapılandırma Çabaları: Türkiye Deneyimi

Dr. Ayla ŞENEL

1. Giriş

Gelişmekte olan ülkelerin ağırlaşan dış borçları ve buna bağlı krizler, günümüzde uluslararası mali sistemin ve bu sistemde yer alan mali ajanların en kritik sorunu haline gelmiş bulunmaktadır. Uluslararası mali sermaye akımlarının önemli rol oynadığı bu sorunun, mevcut mali mimarinin güçlendirilmesi yoluyla çözümüne yönelik çabalar devam etmekte, gelişmiş ülkeler ve uluslararası mali kuruluşlar, gelişmekte olan ülkelere kredi vermiş olan özel kreditorlerin de çözüme katkıda bulunmasını sağlayacak mekanizmaları yürürlüğe koymaya çalışmaktadır.

1980'lere kadar uluslararası mali piyasalarda gelişmekte olan ülkelere kullanılabilen kısıtlı sayıda finansman aracı mevcuttu. Bu araçlar, gelişmiş ülkeler ya da uluslararası kuruluşlarca sağlanan ödemeler dengesi finansmanı ve proje kredileri yanında ağırlıklı olarak sendikasyon kredileri idi. Söz konusu dönemde uluslararası borçlanmanın tarafları, borçlu ülke ve bunun karşısında yer alan kreditor ülke/ülkeler, uluslararası mali kuruluş/kuruluşlar ya da kreditor bankalar idi. Ülkeden ülkeye verilen resmi kredilere ilişkin borç erteleme görüşmeleri gelişmiş kreditor ülkelerce oluşturulan Paris Kulübü çerçevesinde çözümlenirken, sendikasyon kredilerine ilişkin görüşmeler sendikasyona katılan bankalar ve bunların temsilcileriyle, borçlu ülke arasında yapılırdı.

1980'lerdeki mali liberalizasyon ve dönemin sonlarından itibaren ivme

kazanan sermaye hareketleri liberalizasyonlarını takiben, uluslararası mali piyasalarda, gelişmiş ülkeler arasında ve bu ülkelerden gelişmekte olan ülkelere doğru sermaye akımları yoğunlaştı. Sürecin dinamikleri içinde, kreditorlerin ve borçlanıcıların ihtiyaçlarına göre planlanmış karmaşık finansman ve borçlanma araçları yaratıldı. Söz konusu araçlar içinde en yaygın olan ve mali kuruluşlardan kişi ve şirketlere kadar geniş bir yatırımcı kitlesine hitap edebilen araç, egemen ülke hükümetleri ya da özel sektörünce yurtdışı piyasalarda ihraç edilen tahviller oldu. Gelişmekte olan ülkeler hükümetleri yerine özel sektör banka ve şirketlerine sağlanan sendikasyon kredileri ya da bankadan bankaya kısa vadeli krediler öne çıkan diğer enstrümanlardı.

Böylesine çeşitlenmiş ve karmaşıklaşmış uluslararası mali piyasalarda oraya çıkan borç sorunlarının çözümü de zorlaşmış bulunmaktadır. Gelişmekte olan ülkeler sıklaşan krizler nedeniyle giderek daha fazla dış kaynağa ve borç ertelemelerine ihtiyaç duyarken, özel kreditorlerin borç ertelemelerin yükünü paylaşmaktaki isteksizliği ve gelişmiş ülke kamuoyunda krize giren ülkelere sağlanan resmi kredilere karşı dile getirilen tepkiler, uluslararası mali mimaride yeni reformlara duyulan gereksinimi artırmıştır. Halihazırda, G-7 ülkeleri ve IMF, kreditorlerin, gelişmekte olan ülkelere yaptığı mali yatırımlarından zarar etmelerini önleyecek, borçlu ülkelerin borç geri ödeme kapasitesini tüketmeyecek ve borç krizlerinin çözümüne özel kreditorlerin de katılmasını sağlayacak işlevsel bir yasal çerçeve oluşturmaya çalışmaktadır.

Yıllık G-7 toplantıları ve diğer forumlarda bir kaç yıldır devam eden tartışmalar sonucunda IMF, "Ülkelerin Borçlarının Ertelenmesi Mekanizması" (Sovereign Debt Restructuring Mechanism) adında bir planı tartışmaya açmış bulunmaktadır. Bu planın kısa dönemdeki amacı, ülkelerin tahvil borçlarının ertelenmesi için bir mekanizma önermek olmakla birlikte, nihai amaç ülkelerin genel olarak dış borçlarının özel kreditorlerin gönüllü katılımıyla ertelenmesinde katalizör görevi yapacak bir borç erteleme mekanizmasını yürürlüğe sokmaktır.

Türkiye, 2000 yılı son çeyreğinden bu güne, ardarda meydana gelen iki krizin yıkıcı etkilerini yaşamaktadır. Krizin başlangıcında ve derinleşmesinde, sermaye piyasalarına ve bankacılık sektörüne, yurtdışından sağlanmış fonların hızla geri çekilişi belirleyici bir rol oynamıştır. Bu aşamada Türkiye, özellikle Aralık 2001'de bankacılık sektörünün dış borçlarının en azından bulunduğu seviyede dondurulmasını sağlayacak ve yurtiçi piyasa-

larda artan döviz talebinin, döviz rezervleri ve Türk lirasının değeri üzerine yaptığı baskıyı hafifletecek bir dış borç yenileme anlaşması (Foreign Debt Rollover Agreement) fırsatını kullanamamıştır.

Bu çalışmada, gelişmekte olan ülkeler için gündemde olan ve gündemde olmaya devam edeceği görülen yeni dış borç sorunlarına çözüm için oluşturulmaya çalışılan mekanizmalara doğru yaklaşımın ortaya çıkartılabilmesi amacıyla, yeni uluslararası mali mimari (NIFA) kavramı ve bu kavramın oluşmasına yol açan gelişmeler, gelişmekte olan ülkelerde ortaya çıkan krizlerin çözümünde özel sektörün katkısının sağlanması (PSI: Private Sector Involvement- Krizlerin Çözümüne Özel Sektör Katılımı) tartışmaları ve bu çerçevede Türkiye'nin 2000 ve 2001 dış borç yenileme teşebbüsleri ele alınmaktadır.

2. Tarihsel Çerçeve

1970'lerde ağır biçimde borçlanmış gelişmekte olan ülkeler bir yandan petrol şoku diğer yandan ABD ve diğer gelişmiş ülkelerin uygulamaya başladığı kısıtlayıcı parasal politikalar ve ticaret politikalarıyla sarsılmış durumdaydı. Mevcut borçlar üzerine bir de ABD'de rekor düzeylere yükselen faiz oranlarının yükünün eklenmesi, borç krizlerine ve borç erteleme taleplerine yol açmıştı. Özel kreditorler, gelişmekte olan ülkelerde borçların geri ödenmesini garanti edecek politikalar uygulanmaması halinde borç ertelemelerine yanaşmak istemiyorlardı. Bu anlaşmazlıklara çözüm bulma gereksinimi, o dönemlerde etkinliği azalmış olan IMF'yi gelişmekte olan ülkelerin dış borçlarını ödeyebilir hale gelmesini sağlayacak politikaların ve bu kapsamdaki Yapısal Uyum Programları'nın (SAP) uygulanmasını denetleyicisi ve dolayısıyla bu ülkelerin garantörü pozisyonuna yükseltti.

1983'te Meksika ile başlamak üzere,¹ gelişmekte olan ülkelerin borçları kreditor ülkelerin oluşturduğu Paris Klübü tarafından ertelenirken, bu ülkelere IMF OECD ve WB tarafından taze kaynaklar sağlandı. Kreditorler, krize giren ülkelerde kısa vadede, krizin aşılmasını sağlayıcı stabilizasyon politikalarını, orta vadede ise, yani, ertelenen borçların anapara ödemesiz dönemi sona erdiğinde, borçların düzenli geri ödenmesini sağlayacak transfer edilebilir bir artığın yaratılmasını sağlayacak yapısal uyum programlarını yürürlüğe koydular (Şenel, 1999). Ancak, devam eden olumsuz dış ticaret

¹ Türkiye birçok gelişmekte olan ülkeden daha önce krize girdiği için bu ülkelere daha önce, yani 1978'den itibaren erteleme anlaşmaları yapmaya başlamıştır.

ve finansman koşulları nedeniyle gelişmekte olan ülkelerin pek çoğu ekonomilerini stabilize etmek yerine daha derin bir krize girdiler.

1985'te ABD Hazine Sekreteri James Baker ağır borçlu 15 ülkeye, yapısal reformlar karşılığında 29 milyar Dolarlık taze kaynak sağlayacak bir plan açıkladı. Baker Planı adıyla bilinen bu plan, uluslararası özel sermaye akımlarına gelişmekte olan ülkelerin büyüme sürecinde stratejik bir rol yüklemesi ve özel kreditorleri gelişmekte olan ülkelerdeki problemlerin çözümüne katması açısından önemli bir dönüm noktası olmuştur. Plana göre, vaadedilen 29 milyar Doların 20 milyar Doları uluslararası kreditor bankalarca, kalan 9 milyar Dolar ise uluslararası mali kuruluşlarca sağlanacaktı. Kreditor bankalar, kolayca verilen resmi kredilerin gelişmekte olan ülkelerin yönetimlerini sorumsuz ekonomik politikalar uygulamaya ittiği oysa, özel kredilerin daha pahalı olması nedeniyle, bu yönetimleri daha sorumlu ve sıkı politikalar uygulamaya yönelteceği ve borcu geri ödeyebilmek için arzulanan yapısal değişimlerin daha kısa sürede gerçekleşeceği düşüncesiyle planı desteklediler (Reed, 1987). Ancak, planın uygulanmasında sorunlar ortaya çıktı. Olumsuz dünya ekonomik koşullarından şiddetle etkilenmiş durumdaki gelişmekte olan ülkeler ekonomilerini düzluğe çıkarmak için gereken enerji ve de zamana sahip değillerdi. Kreditor bankalar ise, problemlili hale gelen kredilerini muhasebeleştirme ve bilançolarında taşımakta zorlanıyorlardı. Diğer bir problem de gelişmekte olan ülkelerde döviz operasyonlarını ve yabancı sermayenin ülkeye giriş ve çıkışını kısıtlayan sermaye hareketleri kontrolleri idi. Bilançolarla ilgili sorun 1989 Brady Planı ile, sermaye hareketleri serbestliği ile ilgili sorun ise, IMF'nin üye ülkelerde "istikrarlı kur" ve sermaye hesabı liberalizasyonu empoze eden politikalarıyla çözümlendi (Felix, 1996).

Brady Planı ile kreditor bankalara, IMF ve Dünya Bankasınca sağlanan yeni krediler ve Paris Kulübü kapsamında ertelenen borçlarla desteklenmek üzere, gelişmekte olan ülkelerin sendikasyon kredi borçları için ihraç ettikleri tahvillerin (Brady Bonds) uluslararası piyasada alım satımını mümkün kılan seçenekler getirildi. Bu tahviller ABD hazine bonoları ile teminata bağlandı ve geri ödeme riskine karşı kreditorlere IMF garantisi verildi. Brady tahvilleri, kreditor bankaların kredi portföylerine likidite getirirken nihai riski de IMF'ye yüklemiş oluyordu. Operasyon bu anlamda uluslararası piyasalarda özel kreditorlerin kurtarılması işleminin (private bailout) ilk örneği oluyordu. Takip eden yıllarda Brady türü tahvil ihraçları özellikle ağır borçlu Latin Amerika ülkelerince yoğun biçimde kullanıldı ve bu tahviller fiyat değişkenlikleri nedeniyle piyasaların en cazip spekülasyon aracı haline geldiler.

1980'lerin sonları ile 1990'ların başlarında gelişmekte olan ülkelerde sermaye hesabı liberalizasyonları büyük ölçüde tamamlandı. 1989'dan itibaren gelişmekte olan ülkeler ve bu ülkelerdeki özel sektör şirketleri, uluslararası mali piyasalarda garantisiz egemen ülke tahvilleri (Non-Brady Sovereign Bonds) ve şirket tahvilleri de ihraç etmeye başladılar. Her tahvil, gelişmekte olan ülkeler borçlarının alınıp satıldığı piyasalarda (Emerging Debt Market) aktif olarak alınıp satıldılar. Bu dönemde ülkelere ve uluslararası piyasalarda ihraç ettikleri her tür borçlanma senetlerine not veren derecelendirme kuruluşlarının sayısı da hızla arttı. Brady tahvilleri ve diğer egemen ülke tahvillerine bu kuruluşlarca verilen notlarla ülkelerin kredi değerliliği piyasadaki herhangi bir şirketin kredi değerliliği gibi günlük olarak alınıp satılmaya başlandı.

"Gelişmekte olan ülkeler uluslararası yatırımcıların ihtiyaçlarını tatmin etmek ve onları likidite, transfer ve iflas riskine karşı koruyacak bir dizi borçlanma aracı ihraç ettiler.1991 ve 1992' de Latin Amerika'dan ihraç edilen tahvillerdeki artış, uluslararası piyasalarda arz fazlasına neden oldu ve bu ülkelerdeki artan cari açıklar ve politik belirsizliklerle birlikte uluslararası yatırımcılar arasında tedirginlik baş gösterdi. Bu duruma, Latin Amerika ülkeleri tahvil ihraçları için daha cazip getiri olanakları sunarak cevap verdiler" (Altınkemer, 1996). Bu gelişmeler Meksika'da (1994) daha sonraki dönemde birçok gelişmekte olan ülke için tipik hale gelen kriz döngüsünü başlattı; ülkenin döviz rezervleri hakkında kuşku, sermaye çıkışları, ülkenin borçlarını erteleymemesi, yeniden sermaye çıkışları ve yapısal değişimler taahhüt edilerek alınan uluslararası mali kuruluşların resmi kredileri.

Meksika krizini ana hatları itibariyle benzer özellikler taşıyan 1994 Türkiye Krizi, 1997 Asya Krizi, 1998 Rusya Krizi ve moratoryumu, 1999 Brezilya Krizi, 2000, 2001 Türkiye Krizleri ve 2001 Arjantin Krizi ve moratoryumu takip etti.

Kore'de, 1997'deki 21 milyar Dolarlık IMF kredi paketinin onaylanmasından sonra Ocak 1998'de yabancı kreditor bankalarla Kore hükümeti arasında Kore özel sektörünün yabancı bankalara borçlarının yenilenerek vadelerinin uzatılması (rollover) için bir anlaşmaya varıldı. Kreditor bankalar alacaklarını 1997 Aralık ayındaki düzeyinde tutma taahhüdünde bulundular. G-7 merkez bankaları, ülkelerinde anlaşmayı kabul eden kreditor bankaların taahhütlerini yerine getirmeleri için baskı yaptılar. IMF ise kurduğu dış borç takip sistemi (Debt Monitoring System) ile kreditorlerin anlaşmaya

uyumunu ve ülkeye fon giriş çıkışlarını takip etmeye başladı. Bu uygulamalar yabancı bankaların taahhütlerini yerine getirmelerinde etkili oldu ancak, gerek ülkenin cari hesabındaki, gerek borçlu bankaların likidite pozisyonundaki hızlı düzelme ve gönüllü erken geri ödemeler sonucunda Aralık 1997 ile Aralık 1998 arasında Kore'nin bankalara borçları % 34 oranında azaldı. Sonuçta, G-7 ve IMF, Kore borç vade uzatım anlaşmasını başarılı bir örnek olarak değerlendirdiler.

Brezilya'da Aralık 1998'deki 18 milyon Dolar tutarındaki bir IMF kredi paketinin ardından Mart 1999'da özel kreditorlerle Kore'dekine benzer bir vade uzatım anlaşması yapıldı ve takip sistemi kuruldu.. Tek fark, kreditorlerin taahhütlerini yerine getirmesinde merkez bankalarının kreditorleri zorlama derecesinin daha düşük olması ve gönüllülüğün daha ağır basması idi. 1999 sonuna gelindiğinde Brezilya'nın kreditor bankalara olan borçları % 20 oranında azalmış durumdaydı. IMF ve G-7 Brezilya borç vade uzatımını oldukça başarılı bir örnek olarak değerlendirdiler.

Kasım 2000 krizi sonrasında sağlanan 10.4 milyar Dolarlık (Mayıs 2001'de artırılarak 14.7 milyar Dolara çıkmıştır) ilk IMF kredi paketinden sonra 2000 yılı Aralık ayında Türkiye, bankacılık sisteminin borçlarının vade uzatımı için kreditor bankalarla ilk anlaşmayı yaptı ve bankaların borçları için garanti verdi. Anlaşma yazılı bir anlaşma değildi tamamen gönüllülük esasında kreditorlerin alacaklarını 11 Aralık 2000 düzeyinde tutmasını amaçlıyordu. Diğer ülkelere benzer biçimde IMF borç takip sistemi aracılığıyla ve günlük olarak sonuçları izledi. Sonuçta, ülkenin kötüye giden ve Şubat kriziyle derinleşen ekonomik sorunlarını gerekçe gösteren ve anlaşmaya uymak için hiç bir bağlayıcı tahhüte girmemiş olan kreditor bankalar alacaklarını hızla tahsil etme yolunu seçtiler. Haziran 2001'deki aynı esasa dayalı ikinci bir borç vade uzatım anlaşması da olumlu sonuç vermedi. Aralık 2001 itibariyle, bankaların dış borçları % 50 oranında azaldı ve Türkiye'nin borç yenileme deneyimleri başarısızlıkla sonuçlandı.

Arjantin'in, borç vade uzatım teşebbüsünde kreditorlere sadece çağrıda bulunuldu. Vade uzatımı tamamen gönüllülük içermesi nedeniyle aynı şekilde başarısız oldu. IMF'nin ülkeye sağladığı 14 milyar Dolarlık gönülsüz resmi kredisi özel kreditorlerin paralarını bu ülkeden kaçırmalarını engellemedi. 2001 sonunda Arjantin borçlarını ödeyemeyeceğini ilan etmek zorunda kaldı.

2.1. Yeni Uluslararası Mali Mimari (NIFA)

NIFA üzerinde yoğun tartışmalar 1994 Meksika krizinden sonra başladı. Meksika'ya ABD talebiyle sağlanan 18 milyar Dolarlık rekor kurtarma paketi, Meksika'nın bu denli bir krediyi hak etmek için daha fazla yaptırımı kabul etmesi gerektiğini düşünen Avrupalı gelişmiş ülkelerce isteksizce onaylandı. G-7 ülkeleri, IMF'nin Meksika'daki türden büyük spekülasyon bir sermaye krizine karşı yeterli donanıma sahip olmadığı ve bu nedenle uluslararası mali mimaride reforma gidilmesi gerektiği görüşünde birleşti. Meksika krizinin bir diğer önemli sonucu, bu ülkeye kredi sağlamış özel kreditorlerin resmi krediler yoluyla kurtarılmış (bailout) olmasına ve nasıl olsa kurtarılacakları beklentisiyle gelişmekte olan ülkelerde yüksek risk yüklenmelerine (subjektif risk:moral hazard) karşı G-7 içinde tepkilerin ortaya çıkması olmuştur.

Takip eden dönemde gelişmekte olan ülkelerde krizlerin sıklaşmasıyla gündeme gelen ve Paris Kulübü ertelemeleriyle desteklenen IMF kurtarma paketleri, borç ertelemelerinin kreditorler üzerindeki subjektif risk etkisi ve G-7 ülke vatandaşlarına getirdiği mali yükler konularındaki tartışmaların şiddetlenmesine yol açtı. Kurtarma paketleri konusundaki miktarsal ve yasal kısıtlar, bu paketler kapsamındaki IMF kredilerinin koşullarının artırılmasına, vadelerinin kısaltılmasına ve faiz maliyetlerinin yükseltilmesine neden oldu. G-7 gelişmekte olan ülke krizlerinin çözümünde özel kreditorlerin de katkısının sağlanması için işlevsel bir plan hazırlanması ve amaçla uluslararası mali kuruluşlar ve özel sektörün işbirliği yapması gerektiğine karar verdi. Uluslararası Para ve Finans Komitesinin (IMFC) 2000 yılı Prag toplantısında üzerinde anlaşıldığı çerçevede, IMF, krizlerin çözümünde resmi kredilerin miktarı ve özel sektör katılımının "neden?" ve "nasıl?" olacağı üzerinde çalışmaya başladı. Kasım 2001'de IMF birinci başkan yardımcısı Anne Krueger, krize giren ülkelerin borçlarının ertelenmesiyle ilgili "A New Approach to Sovereign Debt Restructuring" adı altında IMF öneri taslağını açıkladı. Bu tarihten itibaren gelişmekte olan ülkelerin borç ertelemeleri ve bu ertelemenin PSI içeriği konusundaki tartışmalar bu taslak etrafında yoğunlaştı.

2.2. PSI ve G-7 Zirveleri

PSI G-7 tarafından gündeme getirilmiş bir kavramdır. Önceki bölümde bahsedildiği gibi, sürpriz Meksika krizinden sonra G-7 ülkelerince dile getirilen özel sektörün subjektif risk yüklenimine karşı tepkiler, krizlerin artan

maliyeti karşısında resmi kredilerin kısıtlılığı nedeniyle yumuşadı ve özel sektörü zorlama yerine işbirliğine ikna etme anlayışı ağır bastı. Bu anlayışta, özel kreditorlerin, kriz çözümünde zorlanmaya ve krize giren ülkelere serbestçe çıkışını engelleyecek tedbirlere karşı teknikler geliştirmesi de önemli rol oynadı.

PSI, Meksika krizi sonrasında sürekli olarak G-7'nin gündeminde olmakla birlikte bazı G-7 zirveleri, kavramın şekillenmesi ve yorumlanması açısından diğerlerinden daha önemlidir.

1995 G-7 Halifax Zirvesi, PSI'ı Yeni Uluslararası Mali Mimarinin (NIFA) tamamlayıcı bir ögesi olarak tanımlamasıyla öne çıkmıştır. Zirvenin dikkat çeken bir yaklaşımı iflas eden şirketler ile iflas eden ülkeler arasında benzerlik kurmuş olması ve krize giren ve iflas eden ülkeler için, iflas eden şirketler için uygulanan yasal prosedüre benzer bir prosedürün araştırılmasının gerekliliğine işaret etmesidir. Bu önerinin, IMF'ce biçimlendirilen ve halihazırda tartışılmakta olan SDRM (Sovereign Debt Restructuring Mechanism- Egemen Ülke Borçlarının Yeniden Yapılandırılması Mekanizması) ile somutlandığı görülmektedir.

Asya krizi sonrasında toplanan 1998 Birmingham Zirvesi, NIFA ve PSI'in ve krizleri önlemede yapılması gerekenlerin geniş biçimde tartışıldığı bir zirve olmuştur. Zirve beş alanda reform kararı almıştır. Bu beş alan;

- Şeffaflık ve veri dağıtımının geliştirilmesi,
- Ülkelere global ekonomiye entegre ve serbest sermaye hareketlerinin sonuçlarına hazırlıklı olmaları için yardım edilmesi,
- Ulusal mali sistemlerin güçlendirilmesi,
- Özel kreditorlerin kendi kredi kararlarının sorumluluğunu yüklenmelerinin sağlanması,
- Uluslararası mali kuruluşların yetkilerinin genişletilmesi ve kendi aralarındaki ve diğer uluslararası düzenleyici organlarla işbirliklerinin genişletilmesi olarak belirlenmiştir.

1998 Rusya ve Brezilya krizleri sonrasında 1999'da gerçekleştirilen Köln Zirvesinde PSI, NIFA'nın yapı taşı olarak nitelendirilmiştir. Zirvede, IMF ve WB dışında yeni bir uluslararası mali kuruluş kurulmayacağı, bu iki kuruluşun NIFA'nın temel kuruluşları olarak işlev göreceği karara bağlanmıştır. Zirve, krizlerin önlenmesi, yönetimi ve çözümünde özel sektörün katkısının sağlanabilmesi için piyasaya yönelik araçlarının kullanımına öncelik verilmesi ve egemen ülke borç sözleşmelerine, sorun çıktığında birey-

sel kreditor ya da spekulatif fonların borçluyu dava etmesini engelleyecek "Birlikte Hareket" maddesinin (Collective Action Clause: CAC) konulabilmesi için daha fazla çaba gösterilmesi gerektiğini vurgulamıştır. Zirvede alınan önemli bir tavsiye kararı, gelişmekte olan ülkelerin mali sistemlerini güçlendirmeleri ve sermaye hesabı liberalizasyonunda acele etmeksizin düzenli ve sıralı bir yol izlemeleridir. Önceki dönemde G-7'nin, sermaye hareketleri liberalizasyonunu teşvik eden ve IMF'ye gelişmekte olan ülkelerde sermaye hesabı liberalizasyonunda global gözetimci görevi veren yaklaşımı dikkate alındığında, sermaye kontrollerini bir ölçüde de olsa resmileştiren bu tavsiye kararı dikkat çekici olmuştur.

G-7'nin son zirvesi 2002 Kanansakis Zirvesinde, PSI konusunda, IMF'ce gündeme getirilen SDRM projesi ile ABD tarafından, borç ertelemelerinin azınlık tahvil sahiplerinin bireysel çıkışlarıyla engellenmesine karşı önlem olarak hazırlanan tahvil sözleşmelerine Birlikte Hareket maddelerinin konulması projesinin (Taylor's Proposal) uzlaştırılmasını hedefleyen Eylem Planı (Action Plan) onaylanmıştır.

3. PSI Doktrini ile İlgili Tartışmalar

Krizin önlenmesinde PSI ile, krizin çözümlenmesinde PSI, birbiriyle bağlantılı iki kavram olup tahsilatı durdurma (standstill), kreditor komitesi, gönüllü vade uzatımı gibi kriz önleyici PSI tedbirleri kriz çözümleyici PSI tedbirleriyle çakışmaktadır. Krizlerin önlenmesinde PSI ideal ancak, pratiğe geçirilmesi zor bir uygulama olduğundan, PSI konusundaki tartışmalar krizlerin çözümünde PSI üzerinde yoğunlaşmıştır.

3.1. G-7 ve IMF'nin Yaklaşımları

G-7, NIFA'nın temel unsuru olarak kabul ettiği PSI doktrinini aşağıdaki genel kabuller üzerine oturtmuştur. Buna göre;

- 1- Gelişmekte olan ülkelerde meydana gelen krizlerin temel nedeni, bu ülkelerin mali sistemlerindeki zayıflıklardır.
- 2- Ardarda gelen krizler ve bu krizlerin yayılma riski, IMF'nin işlevlerini, alacaklılar ve borçlular arasında aracılık, üye ülkeler üzerinde düzenleyici ve denetleyicilik ve uluslararası sermayenin ülkeler arasında sorunsuz dolaşımını gözetleme şeklinde çeşitlendirmiştir. Tüm bu yeni işlevler eskisinden daha güçlü bir IMF'yi zorunlu kılmaktadır.

- 3- Bir kriz söz konusu ise, her halükarda bir finansman açığı oluşacaktır. İdeal olan bu açığın uluslararası mali kuruluşlar ve özel kreditorlerce birlikte finanse edilmesidir.
- 4- Uluslararası yatırımcıların ülkeye olan güven kaybından kaynaklanan ciddi ödemeler dengesi krizlerinin çözümünde prensip olarak PSI zorunlu hale gelmiştir. Bazı durumlarda büyük mali kurtarma paketleri, sadece istisnai olarak mümkün olmalıdır. Ancak bu halde dahi, kamu fonlarının özel kreditorleri kurtarmakta kullanılmayacağı teminat altına alınmalıdır.
- 5- Sorunsuz bir uluslararası mali sistem ve uluslararası sermaye hareketleri için, egemen ülkelerin tek taraflı iflasları (moratoryum) önlenmelidir.
- 6- Borç krizlerinin çözümünde piyasa mekanizmaları esas alınmalıdır. Bu bağlamda, iflas etmiş bir şirkete uygulanan yasal prosedür krize girmiş ve borçlarını ödeyemez hale gelmiş egemen bir ülkeye de uygulanabilir.
- 7- Uluslararası mali piyasalarda bir çeşit dış borçlanma aracının diğer araçlardan daha avantajlı koşullar taşıması söz konusu olmamalıdır.

Bu genel kabuller ışığında pratikte, G-7'nin Avrupalı ortakları PSI koşuluna dayalı resmi krediler ve genel ve zorlayıcı bir PSI çerçevesinden yana tavır koyarken, ABD, her bir krizin kendine özgü koşullarının dikkate alınmasını desteklemekte, zorlanmış iflaslara, geçici olarak alacak davalarının dondurulmasına ve resmi kredileri PSI koşuluna bağlama gibi önlemlere karşı görünmektedir (Roubini, 2001). IMF'nin yaklaşımı daha çok ABD'ye benzemekte, krizlerin çözümünde zorlayıcı ya da yarı zorlayıcı PSI yerine gönüllü bir PSI tercih etmekte ve ilkesel olarak, tüm G-7 tarafından da kabul edilen küçük resmi kurtarma paketlerini benimsemektedir. Ancak bu konuda bir açmaz söz konusudur. Daha küçük kurtarma paketleri daha büyük bir PSI katkısı gerektirmekte oysa PSI'in gönüllü olması nedeniyle, eğer finansman açığını kapatacak miktarda PSI sağlanamazsa, resmi kreditorlerin hangi politikayı uygulayacağı sorunu ortaya çıkmaktadır.

PSI konusundaki diğer bir sorun, borç krizinin nedeninin saptanması ve dolayısıyla PSI'in hacmi konusunda karar verilmesidir. PSI'in "neden?" ve "nasıl?"ına cevap vermeye çalışırken IMF, krizden etkilenen ülkenin yeniden piyasalardan borçlanabilme potansiyelini göz önünde bulundurmaktadır. Bu durumda;

- Geçici ödemeler dengesi problemi (likidite krizi) yaşayan ülkelere

gereken resmi yardım, bu yardım özel kreditorleri kurtarmak anlamına gelse dahi yapılmalıdır. Böyle bir durumda, PSI teşvik edilmelidir.

- Ciddi ve derin problemlerden kaynaklanan bir güven krizi (borç ödeme krizi) yaşayan ülkelere verilecek resmi yardımlar kısıtlanmalı ve mümkün olan en yüksek düzeyde PSI ve borç ertelemeleri sağlanmalıdır.

Uygulamada, krizlerin niteliği konusunda karar vermek oldukça güçtür. Birçok durumda krizler karma bir nitelik taşımakta, ülkede likidite problemi olduğu kesin olsa dahi, sermaye kaçışını durdurmaya yönelik önlemler (bail-in) kreditorleri kurtarma (bailout) anlamına gelecek resmi kurtarma paketlerinden daha çok işe yarayabilmektedir. Dolayısıyla, pratikteki likidite krizlerinde, teorik iki kutuplu yaklaşım yerine, uluslararası mali kuruluşlarca sağlanan katalizör mali destek yanında kreditorleri bağlayıcı borç vade uzatımı (partial bail-in) şeklinde orta yol çözümü uygulanabilmektedir (Kore, Brezilya). Bazı diğer karma ya da borç ödeyememe krizlerinde ise (Türkiye, Arjantin), hemen hemen hiç PSI içermeyen büyük resmi kurtarma paketleri gündeme gelebilmektedir. ABD'nin ağırlığını koyması ile IMF tarafından uygulanan bu duruma göre yaklaşım Avrupalılar tarafından eleştirilmektedir. Nitekim Bundesbank, 2001 yıllık raporunda, likidite krizi/borç ödeyememe krizi şeklindeki ikili ayrımın, politik manevraya ve büyük kurtarma paketleri stratejisinin devamına zemin hazırladığını dolayısıyla da PSI'ı geliştirme çabalarını boşa çıkardığını ifade etmiştir (Deutsche Bundesbank, 2002).

Krizlere karşı etkili bir PSI yaklaşımının oluşturulmasında resmi kreditorlerin vermek zorunda olduğu çok sayıda karar söz konusudur. Bunların bir bölümü;

- Farklı krizlerde gündeme gelecek PSI tarzı; gönüllü, yarı zorlayıcı, zorlayıcı, bağlayıcı
- Borç kapsamı; ülkelerarası borçlar, özel sektör tahvil borçları, kısa vadeli bankalararası borçlar, eurobondlar, Brady Tahvilleri, iç borçlanma tahvilleri
- Kreditor taraflar; yabancı kreditorler, yurtiçi/yurtdışı özel/kurumsal yatırımcılar, yurtiçi/yurtdışı bankalar, ülkeler
- Kapatılması gereken mali dış açık
- Paris kulübü talepleri ile özel kreditor taleplerinin mukayesesi
- Egemen ülke borcu/özel sektör borcu önceliği
- Borç probleminin yapısı; sistemik, likidite, borç ödeme sorunu, stratejik iflas, politik iflas, karma

- Finansmanın zamanı ve tayinlanması şeklinde gündeme gelmektedir (Roubini, 2001).

G-7'nin egemen ülkenin tek yanlı iflasını ilan etmesine karşı tedbir alınması gerektiği konusundaki ısrarı nedeniyle, halihazırda G-7 ülkeleri ve IMF, egemen ülke borç sözleşmelerine, kreditorlerin oldu bittiyle karşılaşmasını ve küçük yatırımcıların diğer yatırımcılardan bağımsız olarak kendi haklarını aramak üzere yasal yollara baş vurmasını önleyecek şekilde "Birlikte Hareket " (collective action clause) maddeleri konulmasına çalışılmaktadır. G-7 ayrıca, iflas ilanını önlemek üzere, IMF'nin boçlu bir ülkenin ödemekte zorlandığı tahvil borç servisini yerine getirebilmesi için sağlamakta olduğu "Borç Ödeme Kredileri" (LIA: Lending into Arrears-Borç Ödeme Kredileri) sistemini de teşvik etmektedir. Bu sistemde, kredi açılabilmesi için, borçlu ülkeyle alacaklıları arasında borç erteleme anlaşması sürecinin başlamış olması ve borçlunun iyi niyetle "gerekli politikaları" (good practices) uygulamaya hazır olması şartı aranmaktadır.

3.2. Egemen Ülke Borçlarının Yeniden Yapılandırılması Mekanizması (SDRM)

SDRM konusundaki bir IMF tartışma tebliğinde, yazarlar IMF'nin gelişmekte olan ülke borç krizleriyle ilgili problemini şöyle ifade etmektedir: **"Halihazırda, kriz çözümündeki belirsizlikler ve tahmini yüksek dava masrafları, gönüllü PSI'yı cazibesiz, gönülsüz PSI'yı ise olanaksız kılmıştır. Sonuçta, IMF'nin tam katalitik yaklaşımı ile ülkenin iflası şeklindeki uç noktalar arasında IMF'yi birbiriyle çatışan ciddi baskılar altında bırakan geniş gri bir alan oluşmuştur. Bir taraftan özel sektör ve borçlu ülke iflas riskini ortadan kaldırması için IMF'yi geleneksel sınırların ötesinde büyük miktarda kredi vermeye zorlamakta, diğer taraftan, ana ortakları IMF'nin PSI kapsamını artırması ve en azından büyük kurtarma paketlerini PSI koşuluna bağlamasını istemektedirler"** (Bossone and Sandraleovich, 2002).

IMF birinci başkan yardımcısı Anne Krueger tarafından açıklanan SDRM, IMF'nin çözmek istediği bu sorunlara yönelik bir öneri olarak gündeme gelmiştir. Söz konusu öneri, özel kreditorlerin borç krizlerinin çözümüne katılmasında etkili bir teşvik mekanizması oluşturmayı amaçlamaktadır. Önerisiyle ilgili motivasyonu konusunda Krueger, **"Biz ne Arjantin'deki yakın geçmişteki olaylar ne de PSI konusundaki olumsuz sonuç veren tartışmalardan etkilendik. Daha çok, ülkelerin taşınmaz**

hale gelen borç sorunlarını zamanında ve etkili biçimde çözmek üzere kreditorler ile bir araya gelmelerini sağlayacak teşviklerin yetersizliği bizi motive etti..... Amacımız, gönüllü anlaşmalar için katalizör görevi göreceğ bir çerçeve önermektir." demektedir.

SDRM, özünde şirketler için uygulanan iflas sürecinin borçlu egemen ülkeye de uygulanmasını benimsemektedir.² Likidite krizlerinden çok, borç ödeyememe krizleri için önerilen bu mekanizma, IMF'ye krize giren borçlu ülkenin kreditorlerinin alacaklılarını talep haklarını geçici olarak dondurma (temporary stay, standstill) yetkisi vermektedir. Bu yetkinin kullanılması borçlunun borçları için erteleme talep etmesi ve sorunun çözümü için elinden gelenin en iyisini yapıyor olması koşuluna bağlanacaktır. IMF'nin borçlunun talebini ön onaylama şeklinde kabulünden sonra, bir kreditorler komitesi oluşturulacak ve borcun yeniden yapılandırılması işlemi bu komiteye devredilecektir.³ Yeniden yapılandırma sürecinde, borcun niteliğine göre elinde belirli bir yüzde çoğunluğunu bulunduran kreditor grubunun kararı belirleyici ve diğer yatırımcıları bağlayıcı olacaktır. Yeniden yapılandırma, SDRM'nin gerekli yasal dayanak sağlayabileceği ve Birlikte Hareket sorunu yaşanan tüm borç sözleşmeleri için geçerli olacaktır. Ayrıca oluşturulacak bağımsız bir Anlaşmazlık Çözüm Divanı (Sovereign Debt Dispute Resolution Forum: SDDRF) taleplerin toplanması ve anlaşmazlıkların çözümü ile uğraşacaktır.

Bu mekanizma ile, IMF boçlu ülkenin talebinin kabul edilebilirliğini ilk elden onaylamak üzere, borçlarının geçerliliğine karar verme ve ekonomik politikalarının doğruluğunu teyid etme yetki ve sorumluluğunu yüklenmiş olmaktadır. Bu yetki ve sorumluluk IMF anayasasında bir değişiklik yapılmasını gerektirecektir.

IMF önerisi, Avrupalı ve Kanadalı üyeler tarafından öncelikle olumlu karşılanmakta, ABD, SDRM'ye toptan karşı çıkmamakla birlikte, geçici talep dondurma konusundaki çekimsizliği nedeniyle kendi önerisinin öncelikle ihraç edilmiş ve edilecek egemen ülke tahvilleriyle ilgili sözleşmelere

² Ülke iflaslarının şirket iflaslarını düzenleyen hükümlere paralel biçimde düzenlenmesi ilkesinin benimsendiği 1995 Halifax zirvesi ve takip eden dönemde SDRM ile ilgili açıklamalarda bahsedildiğinin aksine, muhtemelen bu analogiye gösterilen tepkiler nedeniyle, IMF başkanı Hörst Köhler 2002 Eylül ayında IMF yıllık genel kurulunda yaptığı konuşuyla ilgili açıklamada, SDRM'nin temel yapısının İngiliz Hukukunda mevcut Egemen ülke borç sözleşmelerindeki hükümler paralelinde modellendiğini ifade etmektedir. (Köhler, 2002)

³ Krueger'in ilk önerisinde tümüyle IMF'ye verilen borçlu ülkenin erteleme talebinin onaylama yetkisi, özel kreditorler kesiminden gelen itirazlar üzerine, ön onaylama şeklinde yumuşatılmış, nihai ve belirleyici karar yetkisi kreditorler komitesine bırakılmıştır.

konulmasından yana tavır almakta,⁴ gelişmekte olan ÷lkelerin bir bölümü (Brezilya, Malezya, Meksika), borçlanma maliyetini yükselteceği ve borçlanmayı zorlaştıracağı gerekçeleriyle eleştirilmekte ancak toptan reddetmemekte, geri kalan gelişmekte olan ÷lkeler ise öneri karşısında sessiz kalmayı tercih etmektedir. Bazı uzmanlar (Akyüz, 2002), IMF'nin halihazırda Borç Ödeme Kredileri (LIA) verdiğini hatırlatarak, alacak taleplerinin geçici olarak durdurulması uygulamasının etkili olabilmemesinin, borçlu ÷lkenin yerleşikler ve yerleşik olmayanlarla ilgili tüm sermaye hesabı işlemlerini geçici olarak denetim altına almasıyla mümkün olabileceğini savunmaktadır. SDRM'nin bir ÷lke için uygulanmaya başlaması halinde, ÷lkenin diğer varlıklarından da kaçışlar meydana gelebileceğini savunanlar (Ortiz, 2002), sermaye kontrollerinin, yurtiçi bankacılık kesiminde mevduatların dondurulması önlemiyle birlikte uygulanması gerektiğini söylemektedir.

3.3. Özel Kreditörlerin Yaklaşımı

Resmi kreditörler özel kreditörleri krizlerin çözümüne katkıda bulunmakla suçlarken, kimi özel kreditör temsilcileri de resmi kreditörlerin PSI konusundaki ısrarlarının özel sektörün pazarlık gücünü kırdığı ve borçluların iflas maliyetini düşürdüğünü öne sürmektedir (Atlantica Associates, 2001). Herhangi borç krizinin çözümünün maliyetine katılmaktan kaçınan bu kesim, tedbir olarak, gelişmekte olan ÷lkelere sağladıkları kredilerin vadelerini büyük oranda kısaltmış bulunmaktadırlar. Bunlara göre, ABD ve IMF'nin ihraç edilmiş ya da edilecek yeni tahvillere Birlikte Hareket maddesini koyma çabaları, iflas davalarını olanaksız hale getirerek, tahvilleri elinde bulunduran basit çoğunluğun küçük yatırımcılar aleyhine belirleyici olması anlamına gelmektedir. Bu operasyon küçük yatırımcıları piyasadan kovmak ve IMF'yi egeimen borçlu ÷lkeler karşısında pazarlık gücünü elinde bulunduran tek organ haline getirmeye yöneliktir. Uluslararası yatırımcılara göre, geçmişteki likidite krizleri tahvil borçlarından değil, kısa vadeli banka borçlarından kaynaklanmış ve hiçbir borç erteleme si bir tahvil yatırımcısının alacak davası açması nedeniyle engellenmemiştir (Gopinath, 2002). Uluslararası yatırımcıları temsil eden IIF (International Institute of Finance), IMF'ce önerilen iflas prosedürünün işlevsel hale gelmesinin yıllarca sürebileceğini, IMF önerisinin zaten kırılmış olan yatırımcının şevkini

⁴ IMF başkanı Köhler 25 Eylül 2002'de IMFC 'ye sunduğu raporda, ABD ve IMF önerilerini SDRM çerçevesinde birbirini tamamlayıcı iki çalış ma (Contractual Approach ve Statutory Approach) olarak nitelemiş, Fon'un tahvil sözleşmelerine Birlikte Hareket maddesinin konulması için gerekli formülleri araştırdığını belirtmiş ve böylece, IMF ve ABD görüşünün uzlaştığını ilan etmiştir.

daha da kıracağına, IMF'nin yasal meseleler yerine ülkelerin ödemeler dengesi problemlerine ve vereceği katalitik kredilere yoğunlaşması gerektiğini, alacakları bir süre için dondurmak gerekiyorsa, öncelikle geçmişten bu güne işe yaramış gönüllü katılıma dayalı mekanizmaların kullanılması gerektiğini savunmaktadır (Worldpaper, 2002). SDRM'ye itiraz eden uluslararası portföy yatırımcıları ABD'nin önerisine ise, daha sıcak bakmaktadır. Onlara göre ABD önerisi piyasaya içi bir çözüm önerirken SDRM merkezîyetçi ve piyasa dışı bir mekanizmadır (DSC, 2002). Nitekim, uluslararası portföy yatırımcılarını temsil eden kuruluşlar⁵ Haziran 2002'de ortak bir bildiri yayınlarak, egemen borç tahvillerinde Birlikte Hareket maddelerinin daha yaygın kullanımını desteklediklerini açıklamışlardır. Aynı görüş, IMF'nin geliştirmekte olan ülkelerin en büyük kreditorü konumundayken, geliştirmekte olan ülkelere aşırı kredi vermekle eleştirdiği özel sektörü, krizlerin çözümünde kendine ortak etmeye çalışmasını çelişkili bulan uluslararası kreditor bankalardan da destek bulmuştur (Gopinath, 2002).

3.4. Gelişmekte Olan Ülkelerin Yaklaşımı

Gelişmiş ülkelerle ilişkilerinin niteliği, bu ülkelere ve uluslararası kuruluşlara borçlu olmaları nedeniyle, geliştirmekte olan ülkelerin, uluslararası forumlarda, genel olarak gelişmiş ülkelerin yaklaşımlarına itiraz etmedikleri görülmektedir. Ancak hepsinin ortak görüşü, herhangi bir borç sorunuyla karşılaştıklarında özel kreditorlerle görüşmeye başlansın ya da başlanmasın, başta IMF olmak üzere uluslararası kuruluşların kendilerine mali destek güvencesi sağlamasıdır. Bu kapsamda, IMF'nin kendilerine tanıdığı kotaların artırılmasını, kredilerin vadelerinin uzatılmasını ve kapsamının genişletilmesini istemektedirler. IMF'nin SDRM önerisine sadece Meksika, Brezilya ve Malezya'dan kısmi itirazlar gelmiş, bu ülkeler önerilen mekanizmanın geliştirmekte olan ülkelerin borçlanma maliyetini artıracığını öne sürerken, geliştirmekte olan ülkelerin büyük çoğunluğu sessiz kalmayı ve öneriye resmen itiraz etmemeyi tercih etmişlerdir. SDRM'yi eleştiren grupta yer alan Meksika'nın Merkez Bankası Başkanı, SDRM'nin borç ödeyememe krizlerine yönelik bir mekanizma olduğunu hatırlatarak, özünde likidite problemi olan bazı durumlara borç ödeme krizi teşhisi konması riski bulunduğunu, 1990'larda daha çok likidite krizleri gibi değerlendirilen krizlerin bu günlerde borç ödeme krizi gibi değerlendirilmeye başladığını

⁵ The Institute of International Finance, The Emerging Markets Traders Association, The Bond Market Traders Association, The Emerging Markets Creditors Association, The Securities Industry Association, ve International Primary Market Association.

ve SDRM'nin bu nedenle öne sürüldüğünü yanlış teşhisin, resmi kredilerin kısıllanması ve ortaya çıkacak ilave sorunlar nedeniyle borçlu ülkeye maliyetinin daha yüksek olacağını söylemekte, ağır koşulları nedeniyle birçok gelişmekte olan ülkenin IMF'den talep edemediği CCL (Contingent Credit Line – Koşula Bağlı Krediler) kredisinin koşullarının hafifletilmesini, kotaların artırılmasını, bu önlemlerin özel kreditorlerin taze kredileriyle ve tahvil sözleşmelerine Birlikte Hareket maddesinin konulmasıyla desteklenmesini ve eğer tüm bunlar işe yaramazsa SDRM'nin uygulanmasını önermektedir (Ortiz, 2002).

4. Türkiye

Türkiye'de ardarda yaşanan krizlerinin genel karakteristiği diğer gelişmekte olan ülke krizlerinden çok farklı değildir. Ancak, Türkiye'nin diğer bazı ülkelere göre stratejik bölgesel konumu ve gelişmekte olan ülkelerin 1980'lerde yaşadığı ödemeler dengesi krizlerine daha erken girmesi, 1978, 1979 ve 1980'de ardarda Paris Kulübü ile toplamı 5.5 milyar Doları bulan ertelemeler yapabilmesini ve uluslararası kuruluşlardan da 3 milyar Dolarlık taze kaynak sağlayabilmesini sağlamıştır. Aynı dönemde, bankacılık sektörü ve ticari borçları kapsayan toplam 4 milyar Dolarlık ve komşu devletlere olan 6 milyar Dolarlık borçlar da yeniden ödeme planına bağlanmıştır. Söz konusu ertelemeler ve taze kaynaklar o dönem için Türkiye'yi rahatlatmış ancak aynı zamanda, sürekli artan bir dış ve iç borç sarmalını ve ülkeden sürekli bir kaynak transferini de tetiklemiştir.

Bu dönemi takip eden 20 yılda, küçük ve büyük krizler yaşayan Türkiye'nin borç yeniden yapılandırma ile ilgili son iki girişimi, erteleme değil borç yenileme (debt rollover) gibi görece yumuşak bir erteleme formu ve kapsamlı pazarlıklar yerine "road show" şeklinde, kreditorlerin gönüllü olarak katıldığı gayriresmi toplantılar şeklinde olmuştur. Diğer taraftan, yenilenmek istenen borçlar bu kez devlet borçları değil, ticari bankaların yurtdışına olan borçlarıdır.

4.1. Dış Borç Takip Sistemi (Debt Monitoring System)

Rusya'daki kriz ve moratoryumu takiben Aralık 1998'de IMF, bankacılık sisteminin yurtdışı borçlarının haftalık olarak takibi için Merkez Bankası ile bir raporlama sistemi oluşturdu. Bununla, Türkiye gibi krize duyarlı bir ülkede ortaya çıkabilecek bir bulaşma etkisini ya da bağımsız bir krizi önceden görebilecek bir erken uyarı sistemi amaçlanıyordu. Benzeri bir sis-

tem daha önce krize giren Kore ve Brezilya'da da oluşturulmuştu. Türk bankalarının yurtdışı borçlanmalarında meydana gelecek vade kısalmaları, faiz yükselişleri ve miktar azalışları erken uyarı sinyali olarak algılanacaktı. Bu sistemin dikkati çeken diğer bir özelliği kreditor takibinin nihai kreditor bazında yapılması idi. Bunun anlamı, olası bir kriz ve erteleme gundeme gelmesi halinde, borcun asıl alacaklısı olarak pazarlık yapılacak bankanın yani, krediyi veren bankanın bağlı olduğu ana bankanın alacaklı olarak görülebiliyordu.

Haftalık dış borç takibi Ocak 1999'da başladı ancak Kasım 2000 krizi nedeniyle Aralık 2000'den itibaren raporlama günlüğe çevrildi. Aralık 2000'deki ilk borç yenileme teşebbüsü sonrasında, borç yenileme sonrası dış borçlanma gelişmelerini takip etmek üzere, bankalararası dış borcun % 80'inin alacaklısı olan G-10 ülkeleri merkez bankaları Bundesbank organizatörlüğünde TCMB ile haftalık tele-konferanslara başladılar. Günlük borç takip raporları IMF tarafından bu ülkelere aktarılmaya başlandı. IMF raporlarına göre, her G-10 merkez bankası Türk bankalarının kendi ülkelerinden borçlanmalarını kreditor bankalar bazında, diğer G-10 ülkelerinden borçlanmaları ise ülke bazında izleyebiliyorlardı.

Kreditorlerin borç yenileme anlaşmalarına bağlı kalmasını sağlamakta etkisiz kalan tele-konferanslara 2001 yılı sonunda son verilmiştir. Borç takip sistemi ise, halen devam etmektedir.

4.2. Birinci Borç Yenileme Teşebbüsü

Kasım 2000 krizinde bankacılık sisteminden yurtdışına fon çıkışı kısa süreli olmuş ve Aralık ayında bankaların dış borçları artmaya devam etmiştir. Aralık ayı içinde IMF önderliğinde Türkiye, önemli yurtdışı kreditor bankaların bankacılık sistemine açmış buldukları kredileri 11 Aralık seviyesinin altına düşürmemeleri için ilk borç yenileme teşebbüsünü yapmıştır. Türkiye, borçlarını ödeyemediği görüntüsü vermemek, dış kredi ve ticaret piyasaların Türkiye'ye açık kalmasını sağlamak, alacak davalarıyla karşılaşmamak, potansiyel üretim kaybına uğramamak ve IMF'nin zorlanmış PSI'lara karşı olması gibi nedenlerle, bir borç erteleme değil, IMF'nin katalitik mali desteği mevcut iken kreditorlerin gönüllü katılımıyla bir borç yenileme anlaşması istemiştir. Uluslararası mali kuruluşların konuya yaklaşımı ile ilgili olarak Barry Eichengreen, "**Türkiye ve Arjantin ile ilgili olarak uluslararası kuruluşların yargısı, eğer likidite krizi atlatılırsa ilgili hükümetlerin dış yükümlülüklerini yerine getirmekte kararlı görün-**

dükleri şeklindeydi. Böylece katalitik yaklaşımı benimsediler" demektir (Eichengreen, 2001). Kreditörleri borç yenilemeye teşvik etmek üzere hükümet, bankacılık sisteminin dış borçları için devlet garantisi de vermiş, herhangi bir yazılı belge ya da bir kontrol mekanizması içermeyen anlaşma hükümet yetkililerinin "road show" tarzındaki ikna konuşmaları ve kreditorlerin şifahi kabulü şeklinde yapılmıştır. Bu arada IMF'nin, Türkiye'ye SBA (Stand-by Agreement – Stand – by Anlaşması) ve SRF (Special Reserve Facility – Özel Rezerv Kolaylığı) kolaylıklarında vermeyi kabul ettiği toplam 10.4 milyar SDR'nin (Special Drawing Right – Özel Çekme Hakkı) ilk dilimi olan 2.8 milyar Dolar serbest bırakılarak Ocak ayında hesaplara girmiştir. Şifahi anlaşmaya rağmen, G-10 merkez bankaları kendi ülkelerindeki kreditor bankaların anlaşmaya uymalarını sağlamak için herhangi bir şekilde baskı yapmak istememişlerdir. Takip eden dönemde kreditor bankaların borç yenileme oranları giderek gerilemiş, 28 Şubat krizinden sonra ise rekor seviyede düşüşler olmuştur. Öyle ki Şubat ayında TCMB iki günde piyasaya 4 milyar Dolarlık döviz satışı yapmak zorunda kalmış (TCMB, 2002), ardından TL'nin değeri serbest bırakılarak dalgalı kura geçilmiştir. Dalgalı kur kararı sonrasında kredi değerlendirme kuruluşlarının Türkiye'nin kredi notunu düşürmeleri yurtdışı sermaye çıkışlarını daha da teşvik etmiştir. Mayıs ayında IMF Türkiye'ye sağlayacağı toplam kredi tutarını 14.7 milyar Dolara yükseltmiştir.

4.3. İkinci Borç Yenileme Teşebbüsü

Bankalardan yurtdışına kaynak çıkışının devam etmesi ve borç yenileme oranının %73'e düşmesi üzerine, Haziran 2001'de ikinci kez bir borç yenileme teşebbüsü yapılmıştır. Yine "road show"lar tarzında ve hükümetin daha yüksek sesle verdiği garanti ile birlikte, kreditor bankalardan yine gönüllü olarak kredilerini bu kez Haziran ayı başındaki seviyede tutmaları konusunda şifahi söz alınmıştır. Ancak gerek, IMF kredi diliminin Haziran ayında serbest bırakılması konusundaki problem gerek, yurtiçi talepteki durgunluğun etkisiyle düşen kredi talebi nedeniyle, yurtdışı sermaye çıkışları Haziran ve Temmuzda artarak devam etmiş, Ağustos ayından sonra ise yavaşlamıştır. Yıl sonuna doğru, 11 Eylül saldırısının Türkiye'ye olumsuz etkileri ve Türkiye'nin stratejik önemi nedeniyle IMF, Türkiye'ye 2002'de hazinece kullanılmak üzere ilave bir 9.5 milyar SDR daha vermeyi kabul etmiştir. Aralık 2001 itibariyle bankaların yurtdışı borç yenileme oranı % 55'e gerilerken dış kredi kayıpları 10.4 milyar Dolara, IMF'den toplam kaynak girişi ise 14.7 milyar Dolara yükselmiş (IMF, 2002), TCMB'nin 2001 yılın-

da bankalara toplam döviz satış tutarı ise 6.5 milyar Dolar olarak ifade edilmiştir (TCMB, 2002).

5. Türkiye Örneğinin Tartışılması

5.1. Türkiye Örneğinde Tam Kurtarma (Full Bailout) Tezinin Geçerliliği

Ardarda gelen krizlerin yarattığı tansiyon bir ölçüde yatıştıktan sonra, bazı yabancı akademisyenler (Roubini, 2001) ve G-7 temsilcileri (Bundesbank, 2002), Türkiye’de kriz döneminde kreditorlerin IMF fonları sayesinde bütün paralarını kurtardıklarını bu anlamda Türkiye örneğinin tam bir kreditor kurtarma (a full bailout) operasyonu olduğunu öne sürdüler. Tezlerini desteklemek üzere, IMF’den Türkiye’ye 2001’de sağlanan toplam 14.7 milyar Dolar’lık (IMF, 2002) yüklü kredi miktarının, bankacılık sisteminden dışarı çıkışları rahatlıkla karşılayacak kadar büyük olduğunu öne sürdüler. Bu iddialar, 1994 Meksika krizinden bu yana G-7 tarafından tekrarlanan, gelişmiş ülkelerin vatandaşlarından kesilen paralarla IMF’nin krize giren ülkelere sorumsuz hükümetleri ve bu ülkelere sorumsuzca kredi vermiş kreditorleri kurtardığı, artık bu tür operasyonlara bir son verilmesi ve resmi kredilerin kısıtlanması gerektiği şeklindeki karşı çıkışların devamı niteliğindedir.

Türkiye örneğinde tam kurtarma tezinin haklı olabilmesi için, 2001 yılında resmi rezervleri besleyen başlıca kaynak olan IMF kredilerinin (14.7 milyar Dolar) bankalardan çıkan tutara eşit bir bölümünün, TCMB’ce bankalara satılmış olması, bankaların da bu tutarı dış borç ödemelerinde kullanmış olmaları gerekmektedir. TCMB, 2001 yıllık raporunda, bankalara yaptığı toplam döviz satış tutarının 6.5 milyar Dolar olduğunu belirtmektedir. Oysa bankalar 2001’de, 10.4 milyar Dolarlık borç ödemesi yanında yurtdışına, eski borçları ve yüksek faizli yeni borçlanmaları için tahminen 2.8 milyar Dolar civarında da faiz transfer etmişlerdir. Dönem sonu banka verilerinden (BIS, 2002), aynı yıl bankaların yurtdışı varlıklarının 3.6 milyar Dolar azaldığı, döviz mevduat yükümlülüklerinin ise, 3.5 milyar Dolar arttığı görülmektedir. Bankaların, yurtdışı döviz yükümlülüklerini sadece TCMB’den satın aldıkları dövizlerle karşılamaları söz konusu olmadığına göre, yurtdışı döviz aktiflerini küçülterek ve yurtiçinden döviz mevduatı toplayarak sağladıkları 7.1 milyar Dolar civarında bir ek kaynağı da, dış borç ödemelerinde kullanmış olduklarını söylemek mümkündür.

Ekonominin yüksek oranda dolarize olmuşluğunun ve bankaların döviz kaynağının sadece yurtdışı krediler ve TCMB döviz satışları olmadığının gözardı edilmesi, kreditorlerin toptan kurtarıldığı yanılıgına neden olmuştur. Kurtarma iddiasını öne süren Alman merkez bankasının, IMF'yi resmi yardımlarıyla kreditorleri kurtarmakla eleştirirken, IMF'nin en önemli ortaklarından biri olduğunun ayrıca, borç yenileme anlaşmasının organizasyonuna katkıda bulunmasına rağmen, alman bankalarını anlaşmaya uymaya zorlamayacağını ilan ettiğinin (Eichengreen, 2001) ve kriz döneminde Türk bankalarına açtığı kredileri en yüksek oranda küçülten ülkenin merkez bankası olduğunun altının çizilmesi gerekmektedir.

Sonuç olarak, kriz döneminde IMF kredilerinin tümüyle değil kısmen, yabancı kreditorlere olan banka borçlarının geri ödenmesinde kullanıldığını söylemek mümkündür.

5.2. Subjektif Risk Yüklenme Tartışması

Türkiye'ye sağlanan büyük kurtarma paketi, gerek kreditorler gerek borçlu ülkeler ile ilgili öne sürülen subjektif risk ya da ahlaki sorun (moral hazard) kavramının bir kez daha gündeme getirilmesine neden oldu. Türkiye örneğinde subjektif risk eleştirisinin yani, kreditorlerin nasıl olsa resmi kredilerle kurtarılacaklarını düşünerek sorumsuzca riskli krediler vermiş olması olgusunun geçerliliği de tartışmalıdır.

Öncelikle, bankacılık kesiminden kısa sürede bu denli yüksek yüksek miktarda fon çıkışının, kullanılan kredilerin çok kısa vadeli olmasıyla mümkün olduğunu belirtmek gerekmektedir. Öyle ki, yurtdışından kullanılan kredilerin kriz öncesinde 1 yıl civarında olan ağırlıklı vadesi kriz sonrasında 2 yılın üzerine yükselmiştir (BIS, 2002). Yani, kreditorler kurtarılacaklarını varsayarak değil krize giren bir ülkeden en çabuk nasıl çıkabileceklerini hesaplayarak kredi vermişlerdir. Bu anlamda da kendi açılarından sorumsuz değil sorumlu davranmışlardır. Ancak IMF kredilerinin yurtdışına fon çıkışını kolaylaştırıcı etkisi olmadığını söylemek de mümkün değildir.

Yurtdışına sermaye çıkışını engelleyen hiç bir mekanizmanın bulunmaması, gönüllü PSI'ya dayanan bir borç yenileme anlaşması ve IMF kredileri, mevcut krediler yanında kriz döneminde alınan kredilerin geri çıkışını da kolaylaştırmıştır. Kreditorlerin, kriz süresince likiditeye sıkışmış bankalara, tahsilat kaygısı olmadan kısa vadeli ve çok yüksek faizli kredi kullandırmış olmaları nedeniyle, bir subjektif risk yükleniminden söz etmek mümkün-

dür. Bu konuyla ilgili olarak Eichengreen, "**Kredinin açılması subjektif risk yüklenimini teşvik edecekti ancak, açılmaması dünya ekonomisini politkacıların başedemeyeceği kadar büyük riske maruz bırakacağı için, sonuçta iki kötünden birini tercih etmek zorunda kaldılar**" demektedir (Eichengreen, 2001).

Alman merkez bankası, subjektif risk yüklenimi konusunda Türk hükümetini eleştirmiştir. Banka 2001 yıllık raporunda, "**... Yüklü IMF yardımı sayesinde, Türkiye, nihai olarak bütçesini finanse eden pahalı bankalararası dış borçları azaltma yolunu seçmiştir**" diyerek (Bundesbank, 2002), hükümetin bankalardan yurtdışına fon çıkışına göz yumduğunu ima etmektedir. Türk hükümetleri, gerek yıllardır ölçüsüzce biriktirilen iç ve dış borçlar gerek, ülkenin stratejik önemini kullanma politikaları nedeniyle, subjektif risk açısından eleştiriyi hak etmiştir. Ancak Bundesbank, bankacılık sisteminin, kriz döneminde dünya mali piyasalarında faiz oranları hızla düşerken ve borçları yarıya inmişken, likidite sıkışıklığı nedeniyle dış kreditorlere ödemek zorunda kaldığı olağanüstü yüksek faizlerin kriz öncesi borç stokunun iki katından fazla olduğunu, bu durumun kur üzerinde yarattığı baskıyı, bankacılık sistemi ve kamu borçlanması için yarattığı maliyet artış etkisini, sistemde çöken bazı bankaları ayakta tutabilmek için yapılan kamu borçlanma senedi ihraçlarının ve iç borç takaslarının bütçeye getirdiği aşırı yükü ve zincirleme diğer olumsuzlukları muhtemelen göz ardı etmektedir.

5.3. Likidite Krizi, Borç Ödeyememe Krizi, Orta ya da Uç Çözüm Tartışmaları

Kasım krizi ortaya çıktığında, IMF ve Türkiye bu krizin bir likidite krizi olduğu teşhisinde birleştiler. Uygulamada bazı aksaklıklar olsa da halihazırda bir IMF Programı uygulanıyordu ve IMF, uygulanan politikaları sürekli olarak denetliyordu. Likidite krizi teşhisi doğrultusunda ve iki kutuplu teorik yaklaşıma uygun olarak, katalitik resmi kredi onaylandı. Ancak bu dönemde, Türk bankalarına verilen kredilerde risk primi yükselmeye devam etti ve bu da, bir yandan pozisyon kapatmak zorunda olan bankaların borç ödeme kapasitesi üzerindeki baskıyı artırdı. Teorik yaklaşıma uygun olarak, Aralık ayında, gönüllülük temelinde mümkün olduğunca PSI talebiyle ilk borç yenileme teşebbüsü yapıldı. Daha önce açıklandığı gibi, bu teşebbüs sonuç vermedi IMF desteğine rağmen Şubat krizi gündeme geldi ve sonrasında dış krediler hızla daralmaya başladı. Bu anlamda bankalar dış kredi piyasalarını büyük ölçüde kaybettiler ve likidite krizi görüntüsü altındaki

borç ödeyememe krizi tablosu belirginleşti. Rezervleri besleyen hemen hemen tek kaynak, IMF kredileri idi ve bu krediler olmasaydı hükümetin borç ertelemeşi kaçınılmazdı.

İkinci borç yenileme teşebbüsü bu koşullarda ve yine likidite krizi yaklaşımı çerçevesinde yapıldı ve yine başarı sağlanamadı. Ancak bu kez içerde, iç piyasada durgunluk ve talep daralması dış kaynak ihtiyacını bir ölçüde frenlediği için, ikinci borç yenileme talebinin anlamsız kaldı.

Dolayısıyla Türkiye örneğinde, başlangıçta bir likidite krizi olarak patlak veren gelişmeler IMF desteğine rağmen dış piyasaların güvensizliğinin etkisiyle derinleşmiş ve IMF kredileri sayesinde kriz bir borç ödeyememe görüntüsüne dönüşmemiştir.

Borç yenileme anlaşmasının tamamen gönüllülük temelinde yapılması ve dış kreditorlerin borç yenilemeye yanaşmamaları, kriz çözümünde PSI unsurunun olmamasına ve krizin tümüyle resmi kredilerle atlatılmaya çalışılmasına yol açmış ve dolayısıyla pratikte IMF'nin arzuladığı ortayol (PSI ve katalizör resmi krediler) yerine, uç çözüm geçerli olmuştur. Katalitik yaklaşımın ve gönüllü PSI'nin çözümsüzlüğünün bir göstergesi olarak, IMF başkan yardımcısı Fischer bir tele-konferansta, (IMF, 2001) Türk yetkililerinin, kreditorlerden, hakettikleri olumlu yaklaşımı göremediklerinden yakınmıştır.

6. Sonuç

Türkiye'nin borç yenileme teşebbüslerinin IMF'nin desteğine rağmen başarısız kalmasında, ülkedeki ekonomik ve politik istikrarsızlık önemli rol oynamıştır. Ancak, Kore ve Brezilya'dakine benzer anlamlı bir borç yenileme anlaşmasının yapılabilmesi için ne IMF ne de Türk Hükümeti cephesinde yeterince istek ve hazırlık söz konusu olmuştur. Türkiye'nin, borçlarını ödeyemez hale gelmiş bir ülke görüntüsü vermemek, uluslararası mali piyasalarda borçlanma olanaklarını ve ticari pazarlarını korumak kaygısıyla adeta taraf olmaktan çekinerek, IMF'nin ise PSI konusuna bilinen esnek yaklaşımı nedeniyle "öylesine" denediği borç yenilemenin, yazılı bir sözleşmeye dayanmaması, kreditorlerin gönüllü katılımı isteğiyle yetinilmesi, görüşme panelinin "road show" şeklinde gayri resmi toplantılar şeklinde organize edilmiş olması, bir borç yenileme pazarlığı için gereken, borçların tür, vade ve döviz, ülke, kreditor kompozisyonu gibi konularda yeterli bilginin toplanmamış olması ve ayrıca ve G-7 içinde zorlayıcı PSI konusunda karşıt görüşlerin mevcudiyeti, yenilemeyi en başlangıcından

itibaren olumsuz etkileyen faktörler olmuştur. Başarısızlığın diğer bir nedeni, borç kompozisyonu içindeki çok kısa vadeli ve spekülâtif fonların varlığıdır. Bu fonların kaynağı olan bireysel yatırımcılar ve onları temsil eden kuruluşlar çok kısa sürede ülke dışına çıkmışlardır. Ayrıca, Kore ve Brezilya'dakinin aksine, kreditorlerin Türkiye'deki yatırımları önemli tutarlarda olmadığı için, borçlu bankaların likiditesini ve dolayısıyla yatırımlarının değerini korumayı hedeflemeleri ve borç yenilemeyi zorunlu görmeleri de söz konusu olmamıştır. BDDK'nın bankaları kapatma ya da TMSF kapsamına alma operasyonları ve bankacılık sisteminin sağlamlığı konusunda artan kuşklar, kredi değerlendirme kuruluşlarının sık sık not düşümleri, kamu borcunun döndürülebilirliği, hükümetin yeni programı sahiplenip sahiplenmediği tartışmaları gibi dönemin sıcak konuları kreditor bankalarca, borç yenilememenin gerekçeleri olarak gündeme getirilmiştir.

Krizin öngürülmesinde erken uyarı işlevi göremeyen IMF borç takip sistemi, yenileme oranlarını bu sistem vasıtasıyla günlük olarak izleyen G-10 merkez bankaları içinde kreditorlere yenilme konusunda yaptırım uygulamaya daha pozitif yaklaşanları da olumsuz etkilemiştir. Diğer ülkelerin Türkiye riskini küçülttüğünü günlük olarak izleyen merkez bankaları, kendi kreditorlerine risk yüklenmeleri için baskı yapmaktan kaçınmıştır. Dolayısıyla, yenileme anlaşmasına uyulmasını sağlayacak yaptırımların yokluğu nedeniyle, borç takip sisteminin amacına hizmet etmediğini, tersine, kreditorlerin birbirini taklit ederek yenileme oranlarını düşürmelerine hizmet ettiğini söylemek mümkündür.

Kriz döneminde geri ödenen bankacılık sistemi borçlarının yerine geçen görelî ucuz IMF kredileri sayesinde hazinenin borçlanma maliyetinin düştüğünü iddia etmek yanıltıcıdır. Çünkü, bankacılık sisteminin yurtdışı bankalara olan borçlarının, yenilenememesinin ve ülke dışına fon çıkışının durdurulamamasının döviz kuru üzerinde yarattığı baskıdan başlayan zincirleme olumsuz etkilerinin, bankalara, hazineye, reel sektöre, kişilere ve ülkeye nihai maliyeti çok büyük olmuştur. Kaybedilmekten korkulan dış kredi piyasaları Türk bankalarına nerdeyse tümüyle kapanmış, sınırlı ve çok kısa vadeli dış kaynak ise, ancak fahiş faizlerle yüksek maliyetlerle bulunabilmiştir. Tüm bunlara karşılık krize giren gelişmekte olan ülkelerin finansman açığının kapatılmasında, uluslararası mali kuruluşlardan sağlanan ve görelî olarak daha ucuz olan resmi fonlar önemli bir yere sahiptir ve bu fonların azaltılması yönündeki çalışmalar gelişmekte olan ülkelerin aleyhindedir.

Kriz sürecinde her zaman gündeme gelebilecek, dış borçlara ilişkin

yenileme talebi, gerekliliği saptandıktan sonra, krize girmiş ülkenin hükümetinin kararlılıkla sahiplenmesi gereken bir işlemdir. Hükümet, ne zaman, hangi tür borçları, niçin, hangi vadeler ve dövizler için, hangi vade ve maliyet yapısıyla yenilemek istediğini önceden belirlemiş olmalıdır. Bir yenileme talebi söz konusu iken, yenilemeyi talep eden tarafta sayılan bu faktörlerin yokluğu, kreditorlerin yaklaşımlarını olumsuz etkilemektedir. Kore ve Brezilya örneklerinde diğer olumlu faktörler yanında, hükümet temsilcilerinin yenileme pazarlıkları sırasındaki bilgi ve kararlılık düzeyinin başarıya katkısı büyük olmuştur. Kore, görüşmelere giderken kredi piyasasını kaybetme kaygısıyla çekingen davranmamış, 67 milyar Dolarlık bankalararası borç için yapılan yenileme anlaşması sonrasında, kısa sürede düzelen koşullar nedeniyle, yenilenen ve vadeleri uzatılan borçların önemli bir bölümü vadeleri beklenmeden erken ödenmiştir.

IMF'nin son dönemde SDRM konusundaki gündemi öne almasının kaynağında, krize giren ülkelere sağlanan resmi kredilerin sınırlandırılması yönündeki artan baskılar yanında, Türkiye ve Arjantin'in borç yenilemelerindeki başarısız PSI deneyimleri de rol oynamıştır.

1978-1980'lerdeki borç ertelemelerini bir yana bırakırsak, Türkiye bu güne kadar resmen bir dış borç ödeyememe krizine girmemiştir. Halihazırda 22 milyar Dolar'lık kısmı hükümetin dış piyasalarda ihraç ettiği tahvillerden kaynaklanmak üzere, kamu ve özel sektörün toplam 125 milyar Dolarlık bir dış borç stoğu konusudur (HM, 2002). SDRM mekanizması ile ilgili IMF çalışmaları hızlandırılmış, Birlikte Hareket maddelerinin (CAC) yeni ihraç edilen tahvillerle ilgili sözleşmelere konulmasına başlanmıştır. SDRM'nin yıkıcı sermaye kaçışlarını önleyebilecek, ödemeleri geçici olarak durdurma ve bireysel yatırımcı davaları yoluyla alacağın tahsilatını zorlaştıran mekanizmaları ilk bakışta olumlu görünmekle birlikte, borç ödeme güçlüğüne düşmüş gelişmekte olan ülkeye yapılacak yasal işlemlerde, iflas eden şirketler için uygulanan prosedürün esas alınmasının bir egemen ülke söz konusu olduğunda yaratacağı ekonomik ve sosyal sorunlar, bu sistemin krize hassas ülkelerin borçlanma maliyetlerini artırıcı ve dış kredi piyasasını daraltıcı etkisi, mekanizmanın uygulanmasıyla ilgili yasal ve diğer masraflar, SDRM'nin varlığının normal koşullarda daha kolay yapılabilecek bir borç yenileme anlaşmasını engelleme olasılığı gibi hususların gelişmekte olan ülkelere detaylı biçimde değerlendirilip eleştirilmesi ve ayrıca, bu mekanizmanın gelişmekte olan ülkelere sağlanan resmi kredileri azaltmayı sağlayacak bir mekanizma olarak tasarlandığı gerçeğinin gözden kaçırılmaması gerekmektedir.

Kaynaklar

AKYÜZ, Yılmaz, UNCTAD Discussion Paper, No.148, 2002.

AKYÜZ, Abdullah, "Ülkelerin İflası, Arjantin ve Türkiye", İşletme ve Finans, Şubat 2002.

BIS, "Consolidated Banking Statistics 2000,2001/Q4", <http://www.bis.org>

BOSSONE, Biagio and Carlo Sdravovich, "The New Approach to Sovereign Debt Restructuring: Setting the Incentives Right" , IMF- PDP/02/4, March 2002.

EICHENGREEN Barry and Ashoka Mody, "Bail-ins, Bailouts and Borrowing Costs", IMF Staff Papers, Vol. 47 Special Issue, November 2000.

EICHENGREEN, Barry "Crisis prevention and Management: Any new Lessons from Argentina and Turkey?", Background Paper for the World Bank's "Global Development Finance 2002, October 2001

DERIVATIVES STUDY CENTER, "Sovereign Debt Restructuring" <http://www.econstrat.org>

DEUTSCHE BUNDESBANK, "Annual Report", 2001

FELIX, David, "Financial Globalization Versus Free Trade, The Case for the Tobin Tax", Unctad Review, Geneva, 1996.

FELIX, David, "Repairing the Global Financial Architecture: Painting over Cracks vs. Strengthening the Foundations", http://www.foreignpolicy-in-focus.org/papers/gfa/index_body.html

FERRARO Vincent and MELISSA Rosser, "Global Debt and Third World Development" Michael Klare and Daniel Thomas Eds. World Security; Challenges for a New Century., N.Y. St Martin press, 1994

GOLDSTEIN, Morris, "No More for Argentina", FT,17 August

GOPINATH, Deepak, "The Debt-Crisis Crisis", Institutional Investor Magazine, Americas Edition, 22.8.2002.

HAZİNE MÜSTEŞARLIĞI, "30.6.2002 İtibariyle Dış Borç Stoku-Basın Duyurusu", 30.09.2002.

KRUEGER, Anne, "A New Approach to Sovereign Debt Restructuring", <http://www.imf.org/external/np/speeches/2001/112601.htm>

IMF, 2001, "Transcript of a Conference Call with Journalist, 13 July,2001, <http://www.imf.org>

IMF, 2002, Press Release No.02/07, February 4,2002, <http://www.imf.org>

KÖHLER, Hörst; **"Report of the Managing Director to the IMFC on the IMF in a Process of Change"**, September 25, 2002. <http://www.imf.org>

KRUEGER, Anne, **"Sovereign Debt Restructuring and Dispute Resolution"**, <http://www.imf.org/external/np/speeches/2001/112601.htm>

KRUEGER, Anne, **"To make Sovereign Debt Restructuring Smoother, Not to Dictate the Terms"**, February, 2002, <http://www.imf.org/external/np/vc/2002/021802.htm>

KRUEGER, Anne, **"Preventing and Resolving Financial Crises: The Role of Sovereign Debt Restructuring"**, IMF-Latin American Meeting of the Econometric Society, July 26, 2002. <http://www.imf.org/external/np/speeches/2002/072602.htm>

ONIS Ziya and James Riedel, **"Economic Crises and Long Term Growth in Turkey"**, WB Report no.11744, 1993.

ORTIZ, Guillermo; **"Recent Emerging Market Crises- What We Have Learned?"**, Per Jacobsson Lecture, Basle, 2002

REED, John S, **"The Role of External Capital Flows"**, V.Cobo,M.Goldstein and M.Khan (Eds.), Growth Oriented Adjustment Programs, IMF-Proceedings of a Symposium held in Washington, D.C. February 25-27,1987.

ROUBINI, Nouriel, **"Bail-In Burden-Sharing, Private Sector Involvement (PSI) in Crisis Resolution and Constructive Engagement of the Private Sector. A Premier: Evolving Definitions, Doctrine, Practice and case Law"**, <http://pages.stern.nyu.edu/~nroubini/>, July 2000

ROUBINI, Nouriel, **"Bail-Ins, Bail-outs, Burden Sharing and PSI in Crisis Resolution: The G-7 Framework and Some Suggestions on the Open Unresolved Issues"**, unpublished manuscript, New York University., July 16,2001

TCMB, **Yıllık Rapor 2000, 2001**

THE REINVENTING BRETTON WOODS COMMITTEE, **"New rules of the game in Global Finance: An International Bankruptcy Procedure for Sovereign Debtors"**, Conference report, New York City, 2002. <http://rbwf.org/chapter9.doc>

WHITE, William R., **"Recent Initiatives to Improve the Regulation and Supervision of Private Capital Flows"**, Bank For International Settlements, October, 2000, Basel.

WEISBROT, Mark, **"Think Globally, Act Nationally: the Case for National Economic Sovereignty"**, <http://www.cepr.net/columns/weisbrot/act%20nationally.htm>

ŞENEL, Ayla, **"Uluslararası Sermayenin Serbest Dolaşımının Sağlanması Sürecinde Mali Liberalizasyon Politikaları: Türkiye Deneyimi"** Gazi Üniversitesi Doktora Tezi, Şubat 2000.

WORLD BANK, "Turkey- Policies and Prospects for Growth", PUB2657, 1980 <http://www.library.utoronto.ca/g7/g20/> , G-7 and G-20 Summit Pages:

<http://www.federalreserve.gov/releases/h15/data.htm>

<http://www.worldpaper.com>

<http://www.atlanticaassociates.com>

<http://www.brady.net.com/n02.html>

<http://www.parisclub.org>

<http://www.eco.utexas.edu/~hmcleave/debtcrisis.html>