T.C.
BAŞBAKANLIK
HAZİNE MÜSTEŞARLIĞI

GELİŞME SÜRECİNDE DIŞ FİNANSMAN KULLANIMI VE TÜRKİYE

Harun BAL

Ocak 1998

Bu çalışmada yer alan bilgiler kaynak gösterilerek kullanılabilir. Hazine Müsteşarlığı'nın kaynak olarak gösterilmediği veriler için, Müsteşarlık sorumlu değildir. Ayrıca çalışmada belirtilen görüşler, Hazine Müsteşarlığı'nın resmi görüşleri olarak değerlendirilmemelidir.

Bu araştırma ile ilgili istek, görüş ve öneriler için;

A. Berati ARISOY
Daire Başkanı
Tel: 212 58 94 - 212 58 95
Fax: 223 58 07
E-Mail: arisoyb@pm.treasury.gov.tr

Hazine Müsteşarlığı Matbaası
Ankara, Ocak 1998

ISBN 975-19-1903-7

HARUN BAL

1967 yılında Adana'da doğdu. İlk ve orta öğrenimini aynı şehirde tamamladıktan sonra, 1990 yılında Uludağ Üniversitesi İktisadi ve İdari Bilimler Fakültesi İktisat bölümünden mezun oldu. Aynı yıl Çukurova Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü İktisat Anabilim dalında Yüksek Lisans egitimine başladı. 1991 yılında İktisadi Gelişme ve Uluslararası İktisat bilim dalına Araştırma Görevlisi olarak atandı. 1994 yılı Eylül ayında "Gelişme Sürecinde Dış Finansman Kullanımı ve Türkiye" başlıklı tez çalışmasını tamamlayarak "İktisat Bilim Uzmanı" ünvanını aldı. Adı geçen çalışma Türkiye Ekonomi Kurumu tarafından "1994 Türkiye Ekonomisi Araştırma Ödülü"ne layık görüldü. Bu çalışmanın yanısıra çeşitli dergilerde yayınlanmış çalışmaları da bulunan Harun BAL, Yedinci beş yıllık Kalkınma Planı hazırlık çalışmaları çerçevesinde "Küreselleşme, Bölgesel Entegrasyonlar ve Türkiye" Özel İhtisas Komisyonunda da görev aldı. Halen Çukurova Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü İktisat Anabilim dalında Arş. Gör. olarak görev yapmakta olup, Doktora tez çalışmalarını sürdürmektedir.

ÖNSÖZ

Bu çalışma, Çukurova Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü İktisat bölümünde 1994 yılı Eylül ayında tamamladığım Yüksek Lisans tez çalışmasının yeniden gözden geçirilip, gerekli ilave, çıkarma ve düzeltmeler neticesinde güncelleştirilmesi ile elde edilmiştir.

"Gelişme Sürecinde Dış Finansman Kullanımı ve Türkiye" başlığını taşıyan çalışmam üç bölümden oluşmaktadır. Çalışmanın birinci bölümünde; dış finansmanın önemi, gelişme süreci içindeki yeri, dış finansman kaynakları ve türleri ile bazı yeni finansman teknikleri ve uygulamaları hakkında açıklamalara yer verilmiştir. İkinci bölümde; tarihsel süreç içerisinde Gelişmekte olan ülkelere yönelik dış finansman akışındaki gelişmeler ve sonuçları analiz edilmiştir. Üçüncü bölümde ise; Türkiye ekonomisinin gelişim süreci içinde dış finansman kullanımı ve aktüel dış finansman konularının incelenmesi ve analizi yapılmıştır. 1980 sonrası dönüşümlerin ağırlıklı olarak işlendiği bu bölümün ardından, çalışmamız sonuç ve öneriler ile tamamlanmıştır.

Çalışmalarımın her aşamasında değerli önerileri ile sürekli olarak bana yol göstermiş olan başta sayın hocam Prof. Dr. Muammer TEKEOĞLU olmak üzere, Prof. Dr. Nejat ERK, Prof. Dr. Mahir FİSUNOĞLU, Doç. Dr. Ahmet F. ÖZSOYLU, bölümümüz Öğretim Elemanları ve çalışmalarımda beni her zaman teşvik eden sevgili eşim Neşe'ye ve kıymetli Annem-Babama teşekkürü bir borç bilirim.

Adana, 03 Ağustos 1997.

İÇİNDEKİLER

GİRİŞ ..... i-iii

BİRİNCİ BÖLÜM

GELİŞMEKTE OLAN ÜLKELERDE KALKINMANIN DIŞ FİNANSMANI

1.GELİŞMEKTE OLAN ÜLKELERDE FİNANSMAN SORUNLARINA BİR BAKIŞ 1
2.GELİŞMEKTE OLAN ÜLKELERDE KAYNAK GEREKSİNİMİ VE BELİRLENME YÖNTEMLERİ 3
2.1.Tasarruf-Yatırım Açığı Metodu 3
2.2.Ödemeler Dengesi Açığı Metodu 3
2.3.Hakim Model Açığı Metodu 4
2.4.Ekonominin Massetme Kapasitesi Metodu 4
3.DIŞ FİNANSMAN VE KALKINMA İLİŞKİSİ ÜZERİNE GÖRÜŞLER 4
4.DIŞ FİNANSMAN VE BAĞIŞ PAYI 6
5.DIŞ FİNANSMANIN KAYNAKLARI 8

6.GELENEKSEL DIŞ FİNANSMANLAR..... 9
6.1.Uluslararası Resmi Kaynaklı Dış Finansmanlar..... 9
6.1.1.Hükümetlerden Hükümetlere
Yapılan Finansmanlar..... 9
6.1.2.Resmi İhracat Kurumları..... 9
6.1.3.Uluslararası Çok Taraflı Resmi
Kredi Kurumları..... 9
6.2.Uluslararası Ticari Banka Kredileri..... 16
7.ALTERNATİF DIŞ FİNANSMANLAR..... 17
7.1.Euro Piyasalar Ve Tahvil Finansmanı..... 17
7.2.Doğrudan Yabancı Sermaye Yatırım (DYSY)'ları..... 19
7.2.1.GOÜ'lere Yönelik Doğrudan Yabancı
Sermaye Yatırımlarında Yeni Gelişme
Ve Egilimler..... 20
7.2.2.Gelişmiş Ülkeler Tarafından GOÜ'lerde
Doğrudan Yabancı Sermaye Yatırımlarının
Teşvik Edilmesi..... 24
7.2.3.Doğrudan Yabancı Sermaye Yatırımlarını
Özendirici Proğramlar Ve Çeşitli Kuruluşlar..... 26
8.BAZI YENİ DIŞ FİNANSMAN TEKNİKLERİ..... 28
8.1.Borç-Özsermaye Degişim Proğramı
(Debt-Equity Swap)..... 28
8.2.Borç-Doğa Degişim Proğramı
(Debt-Nature Swap)..... 30
8.3.Yap-İşlet-Devret Ve Benzeri Proğramlar
(Build-Oparete-Transfer)..... 31
9.DIŞ FİNANSMANLARIN YÖNETİMİ VE KOORDİNASYONU
İLE İLGİLİ BİR TEKNİK: KONSORSİYUMLAR..... 32

İKİNCİ BÖLÜM

TARİHSEL SÜREÇ İÇERİSİNDE GOÜ'LERE YÖNELİK DIŞ FİNANSMANLARIN GELİŞİMİ VE ANALİZİ

1.GOÜ'LERE YÖNELİK DIŞ FİNANSMAN AKIŞINDAKİ GELİŞMELER VE 1950'Lİ YILLAR..... 33

2.GOÜ'LERE YÖNELİK DIŞ FİNANSMAN AKIŞINDAKİ GELİŞMELER VE 1960'Lİ YILLAR..... 34

3.GOÜ'LERE YÖNELİK DIŞ FİNANSMAN AKIŞINDAKİ GELİŞMELER VE 1970'Lİ YILLAR..... 35

4.GOÜ'LERE YÖNELİK DIŞ FİNANSMAN AKIŞINDAKİ GELİŞMELER VE 1980'Lİ YILLAR..... 41

5.GOÜ'LERE YÖNELİK DIŞ FİNANSMAN AKIŞINDAKİ GELİŞMELER VE 1990'LI YILLARIN BAŞLANGIÇ DÖNEMLERİ..... 46

6.GOÜ'LERDE DIŞ FİNANSMAN KRİZİNİN AŞILMASI ÇABALARI..... 48

6.1.Potansiyel Bir Krizin Önlenmesi..... 49

6.2.Potansiyel Krizlerin Üstesinden Gelinmesi..... 49

7.1990'LI YILLARDA GOÜ'LERE YÖNELİK ALTERNATİF DIŞ FİNANSMANLARIN ARTAN ÖNEMİ VE GELİŞİMİ..... 50

8.ULUSLARARASI TAHVİL PİYASALARI, KREDİ DEĞERLİLİGİ, (RATING) VE GOÜ'LER..... 54

8.1.Uluslararası Finansmanın Yeni Boyutları..... 54

8.2.Tahvil Finansmanı, Kredi Değerliliği
(Rating) ve GOÜ'ler 55
8.3. Kredi Değerliliği (Rating) Analizinin Etkileri 57
9.GOÜ'LER VE ULUSLARARASI SERMAYE PİYASALARI 58
9.1.GOÜ'lerin Uluslararası Sermaye Piyasalarından
Borçlanma İmkanlarındaki Gelişmeler 58
9.2.Belli Başlı Borçlanma Piyasaları 59
9.3.Uluslararası Finansman-GOÜ'ler ilişkisinin
Yeni Boyutlarını Açıklamaya Yönelik Bazı Görüşler 61
10.GOÜ'LERE YÖNELİK DIŞ FİNANSMAN AKIŞINDAKİ GELİŞMELER
VE 1990'LI YILLARIN SONUNA DOĞRU YAŞANANLAR 62
11.DIŞ FİNANSMAN TÜRLERİNİN KARŞILAŞTIRMALI BİR ANALİZİ 65

ÜÇÜNCÜ BÖLÜM

TÜRKİYE EKONOMİSİNİN GELİŞİM SÜRECİNDE DIŞ FİNANSMAN KULLANIMI VE TEMEL SORUNLARIN BİR İNCELEMESİ

1.TÜRKİYE EKONOMİSİNİN FİNANSMAN SORUNLARINA
GENEL BİR BAKIŞ 68
2.TÜRKİYE EKONOMİSİNİN GELİŞİM SÜRECİNDE DIŞ
FİNANSMAN KULLANIMI 69
2.1.1923-50 Dönemi 69

2.2.1950-62 Dönemi..... 70
2.3.Planlı Kalkınma Dönemi..... 72
2.4.Türkiye Ekonomisinde Dış Finansman Alanında
1980 Sonrası Dönüşümler Ve Gelişmeler..... 83
2.4.1.1980-83 Dönemi..... 83
2.4.2.1984-88 Dönemi..... 85
2.4.3.1989-97 Dönemi..... 95
2.4.3.1.Uluslararası Tahvil İhraçları..... 95
2.4.3.2.DYSY'ları Ve Portföy Özsermaye
Yatırımları..... 99
2.4.3.3.İşçi Ve YDMH'leri Gelirleri..... 103
2.4.3.4.Dış Kaynak Talebinde Artma Nedenleri..... 104
2.4.3.5.Dış Borç Stokunu Arttıran Diğer
Faktörler Ve Türkiye İle Diğer
GOÜ'lerin 1989 ve Sonrası Döneminin
Bir Değerlendirmesi..... 112
2.4.3.6.1989-94 Döneminde Türkiye Ekonomisi-
Dış Finansman İlişkisini Açıklamaya
Yönelik Bir Model çalışması..... 116
3.TÜRKİYE EKONOMİSİNİN AKTÜEL DIŞ FİNANSMAN KONULARI..... 119
3.1.Türkiye Ekonomisinde Dış Borçluluk Göstergeleri
Ve Gelişmeler..... 119
3.2.Türkiye'ye Yönelik DYSY'larının Gelişimi,
Yeni Boyutları Ve Sorunları İle Türkiye'nin
Avrupa Topluluğu (AT) İle Gümrük Birligine
Girmesinin Potansiyel DYSY'ları Üzeri Etkileri..... 122
3.2.1.Türkiye'ye Yönelik DYSY'ları Ve
Yeni Boyutları..... 122

3.2.2.AT İle Gümrük Birliginin, Ülkemize Yönelik
DYSY'ları Üzeri Potansiyel Etkileri.....126
3.2.3.DYSY'ları İle İlgili Bazı Sorunlar Ve Öneriler..... 128
3.2.4.Yap-İşlet Devret Modelleri Ve Yabancı
Sermaye Akışındaki Rolü..... 129
SONUÇ VE ÖNERİLER..... 131
BİBLİOĞRAFYA..... 141

TABLOLAR LİSTESİ

Tablo 1:Global Tasarruf Ve Yatırım Oranları.....2
Tablo 2:Çeşitli Kurumların DYSY'larına Yönelik Promosyonları.....27
Tablo 3:Dış Finansmanın Çeşitleri Açısından Tüm Çeşitleri İle GOÜ'lerin 1970-82 Arasında Sabit Fiyatlarla Toplam Net Kaynak Alışları..... 36
Tablo 4:GOÜ'lere Yapılan Dış Finansmanlarda RKF'ları İle İOF'ların Yıllar İtibari İle Yüzde Dağılımı (1970-81)..... 37
Tablo 5:Petrölü Olmayan GOÜ'lerde Borçlanmada Artış..... 38
Tablo 6:GOÜ'lere Yönelik Dış Finansman Çeşitleri Açısından Toplam Net Kaynak Akışları (1982-89)..... 42
Tablo 7:GOÜ'lere Yönelik DYSY'ları (Milyar $) (1982-92)..... 43
Tablo 8:GOÜ'lere Yönelik DYSY'ları (% Olarak) (1982-92)..... 43
Tablo 9:Çok Borçlu Ülkelerde Borçluluk Göstergeleri (1980-88) 44
Tablo 10:Çok Borçlu Ülkelere Toplam Net Kaynak Akışları (1980-88).....45
Tablo 11:Dış Finansman Çeşitleri Açısından 1990'lı Yıllarda GOÜ'lere Toplam Net Kaynak Akışları Ve Toplam Net Transferler (1990-92)..... 48
Tablo 12:1989-91 Yılları Arasında GOÜ'lere Yönelik Alternatif Finansmanlar.....51
Tablo 13:GOÜ'lere Brüt Portföy Yatırımı Akışları (1989-92).....51

Tablo 14:UFP'dan Finansman Ve Ülke Gruplarının Payları(1988-93).....55
Tablo 15:Tahvil Derecelendirmeleri Ve Ajanslar..... 57
Tablo 17:Euro-Tahvil Piyasasında Yatırımcılar..... 60
Tablo 18:Dış Finansman Çeşitleri Açısından 1993-96 Döneminde GOÜ'lere Toplam Net Kaynak Akışları..... 62
Tablo 19:Özel Kaynaklı Dış Finansman Akışlarının GOÜ'ler Arasındaki Dağılımı (Milyar $ ve % Olarak)..... 64
Tablo 20:Finansal Enstrümanlar Ve Mekanizmalar.....66
Tablo 21:Türkiye Ekonomisinde GSMH, Yatırımlar, Ve Tasarrufların Gelişimi(1963-93).....68
Tablo 22:1950-60 Döneminde Türkiye'ye Dış Finansman Girişleri.....71
Tablo 23:Kalkınma Planlarında Tasarruf İhtiyacı (1963-94).....72
Tablo 24:TYK'u Kanalıyla Sağlanan Finansmanların Mali Koşulları(1963-77).....73
Tablo 25:Dış Finansman Kaynakları (1963-67)..... 74
Tablo 26:Dış Finansman Kaynakları (1968-73)..... 75
Tablo 27:Dış Borçların Gelişimi(1973-80).....78
Tablo 28:6224 Sayılı Kanun Kapsamında, 1980 Yılına Kadar Gelen DYSY'ları.....79
Tablo 29:Ülkemize Yönelik Dış Finansman Kaynakları (1973-78).....80
Tablo 30:Dış Borç Bağış Payı Ve Faiz Oranlarındaki Gelişmeler(1970-80).....80
Tablo 31:GOÜ'lerde Dış Borç Erteleme Süreci Ve Türkiye(1978-84).....81

Tablo 32:Yurtdışında Çalışan İşçiler Ve Gönderdikleri Dövizler(1961-80).....82
Tablo 33:Borç-Özsermaye Degişim Proğramı: Türkiye Uygulaması.....84
Tablo 34:1980-83 Döneminde Dış Borç Stokundaki Gelişmeler.....85
Tablo 35:Sabit Sermaye Yatırımlarının Sektörlere Göre Dağılımı.....86
Tablo 36:OECD Ülkelerinden Sağlanan Proje Kredilerinin Sektörel Dağılımı Ve Kompozisyonu (1980-88).....87
Tablo 37:Büyük Kreditörlerin Finansmanlarının İmtiyazlılık Oranları(1980-89).....88
Tablo 38:Sektörel Tabanda Finansmanların İmtiyazlılık Oranlar(1980-88).....88
Tablo 39:Orta Ve Uzun Vadeli Kredilerin Finansman Kaynaklarına Göre Dağılımı(1980-88).....89
Tablo 40:Yurtdışı Kaynaklı Dövizli Mevduat Hesaplarının Gelişimi(1983-89).....90
Tablo 41:1984-88 Döneminde Dış Borç Stokundaki Gelişmeler.....90
Tablo 42:1980-88 Döneminde Türkiye'ye Yönelik DYSY'larınınGelişimi.....91
Tablo 43:YDMH Gelirleri Ve İşçi Gelirlerinin Gelişimi (1980-88).....92
Tablo 44:20.05.1985-25.05.1993 Tarihleri Arasında GerçekleştirilenTahvilİhraçları.....98
Tablo 45:Yabancı Yatırımcıların Türk Sermaye Piyasasındakiİşlemleri(1991-94).....100
Tablo 46:1989-93 Döneminde Türkiye'ye Yönelik DYSY'larının Gelişimi.....101

Tablo 47:1993-96 Döneminde GOÜ'lere Yönelik DYSY'larının Gelişimi.....102
Tablo 48:YDMH Gelirleri Ve İşçi Gelirlerinin
Gelişimi(1989-96).....103
Tablo 49:Yurtiçi Tasarrufların ve Yatırımların GSMH İçindeki Payı..... 105
Tablo 50:Plan Dönemleri İtibariyle Marjinal S/H Katsayıları..... 106
Tablo 51:Orta Ve Uzun Vadeli Kredilerin Finansman
Kaynaklarına Göre Dağılımı (1991-96)..... 108
Tablo 52:1989-96 Döneminde Dış Borç Stokunda
Görülen Gelişmeler.....110
Tablo 53:İç Ve Dış Piyasalardan Kaynak Kullanım
Maliyeti.....110
Tablo 54:1989-96 Döneminde Kısa Vadeli Dış Borçlarda
GörülenGelişmeler.....111
Tablo 55:Dış Borçlar, İhracat ve İthalatın Döviz Komposizyonu (1991-95).....114
Tablo 56:Türkiye Ekonomisinden Seçilmiş Borçluluk
Göstergeleri (1984-96)..... 120
Tablo 57:31.12.1996 Tarihi İtibariyle Alacaklılara Göre
Öngörülen Orta Ve Uzun Vadeli Dış Borç Servisi..... 122
Tablo 58:Yıllar İtibariyle İzin Verilen DYSY'ları
VeSektörelDağılımı(1980-97).....124
Tablo 59:DYSY'ları Yapan ÇUŞ'lerin Kaynak Ülkeleri
(1980-89)..... 124
Tablo 60:DYSY'ları İzinleri Alan ÇUŞ'lerin Kaynak
Ülkeleri Ve Bu İzinlerin Toplam İzinler
İçindekiYeri(1980-97).....125
Tablo 61:Yunanistan Portekiz Ve İspanya'da DYSY'ları
(1971-1990).....126

ŞEKİLLER LİSTESİ

Şekil 1: Borç Sermaye Degişim Mekanizması..... 29
Şekil 2:Çok Borçlu GOÜ'ler Ve Türkiye'de Dış
Finansman Krizi Ve Sonrası..... 94
Şekil 3:1989-94 Döneminde Türkiye Ekonomisi-
Dış Finansman İlişkisinin Boyutları..... 118

KISALTMALAR LİSTESİ

ABD : Amerika Birleşik Devletleri
ABŞB : Ankara Büyükşehir Belediyesi
ADB : Asya Kalkınma Bankası
ADR : Depo Edilebilen Menkul Kıymet Sertifikaları
AT : Avrupa Topluluğu
BBYKP : Birinci Beş Yıllık Kalkınma Planı
BM : Birleşmiş Milletler
CIME : Uluslararası Yatırım Ve Çok Uluslu Şirketler Komitesi
CD : Mevduat Sertifikası
CP : Finansman Bonosu
ÇUŞ : Çok Uluslu Şirket
DAC : Kalkınma Yardımları Komitesi
DÇM : Dövize Çevrilebilir Türk Lirası Mevduat Hesapları
DEG : Alman Yatırım Ve Kalkınma Kuruluşu
DPT : Devlet Planlama Teşkilatı
DTH : Dış Ticaret Hadleri
DTH : Döviz Tevdiat Hesapları
DYSY : Doğrudan Yabancı Sermaye Yatırımları
EC-CDI: AT Sanayi Kalkınma Merkezi
EC-IIP: AT Uluslararası Yatırım Partner Teşkilatı
ECO : Ekonomik İşbirligi Teşkilatı
EFTA : Avrupa Serbest Ticaret Bölgesi
EİB : Avrupa Yatırım Bankası
GATT : Gümrük Tarifeleri Ve Ticaret Genel Anlaşması
GDR : Global Depo Edilen Menkul Kıymet Sertifikaları

GOÜ : Gelişmekte Olan Ülkeler

GSMH : Gayri Safi Milli Hasıla

GTB : Garantisiz Ticari Borçlar

HDTM : Hazine Ve Dış Ticaret Müsteşarlığı

HM : Hazine Müsteşarlığı

IBRD : Uluslararası İmar Ve Kalkınma Bankası (Dünya Bankası)

IDB : İslam Kalkınma Bankası

IDA : Uluslararası Kalkınma Birligi

IFC : Uluslararası Finans Kurumu

IMF : Uluslararası Para Fonu

ITC : Uluslararası Ticaret Merkezi

İBYKP : İkinci Beş Yıllık Kalkınma Planı

İMKB : İstanbul Menkul Kıymetler Borsası

İOF : İmtiyazlı Olmayan Finansmanlar

JLTP : Japon Piyasasında Geçerli Olan Uzun Vadeli Kredi Faiz Oranı

KEİ : Karadeniz Ekonomik İşbirligi Teşkilatı

KİT : Kamu İktisadi Teşebbüsü

KKFA :Kamu Kesimi Finansman Açığı

LIBOR :Londra Bankalararası Faiz Oranı

MB : Merkez Bankası

MIGA :Çok Taraflı Yatırım Garanti Ajansı

OCIFT :Türkiye-Fransa Yatırım Ve İşbirligi Geliştirme Teşkilatı

OECD :Ekonomik İşbirligi Ve Kalkınma Teşkilatı

PL.480:Artık Gıda Maddeleri Yardımı

PRIME RATE: ABD'de Önde Gelen Bankaların Birbirine Kredi Verirken Uyguladıkları Faiz Oranı

RKF : Resmi Kalkınma Finansmanları

SEC : ABD Menkul Kıymetler Ve Döviz Komisyonu

S/H : Sermaye Hasıla Katsayısı

TC : Türkiye Cumhuriyeti

TİKA : Türk İşbirligi Ve Kalkınma Ajansı

TL : Türk Lirası

TYK : Türkiye'ye Yardım Konsorsiyumu

UFK : Uluslararası Finansal Kurumlar

UFP : Uluslararası Finansal Piyasalar

UPY : Uluslararası Portföy Yatırımları

USP : Uluslararası Sermaye Piyasaları

UNCTAD: Birleşmiş Milletler Ticaret Ve Kalkınma Konferansı

UNIDO :Birleşmiş Milletler Sınai Kalkınma Teşkilatı

UTB : Uluslararası Ticari Bankalar

YDMH :Yurtdışı Müteahhitlik Hizmetleri

YİD : Yap-İşlet-Devret Modelleri

GİRİŞ

Dünya ekonomisi herbiri ekonomik kalkınmışlık seviyesinin farklı aşamalarını yaşayan çok sayıdaki ülke ekonomilerinin toplamından oluşur. Bu ekonomilerden az sayıdaki bir kısmı gelişmişlik seviyesinin üst sınırına ulaşabilirken, geriye kalanlar halen azgelişmişliğin farklı aşamalarından ileri aşamalara geçebilmeye çalışmaktadır. Üst aşamalardaki sınırlı sayıdaki ülke, elde ettikleri ekonomik birikim ve teknolojik gelişme ile dünya nüfusunun çok sınırlı bir dilimini oluşturmasına rağmen, dünya üretim, yatırım ve tasarrufların ekseriyetini yapmaktadırlar.

Global tasarrufların yaklaşık olarak %80'nin sanayileşmiş ülkeler, üçte ikisinin ise sadece yedi sanayileşmiş ülkece yapıldığı düşünülürse bu ülkeler bir süredir nisbi tasarruf azalışlarına rağmen halen temel kaynak durumundadırlar. Dolayısıyla sınırlı sayıdaki gelişmiş ülke ve bunların ekonomik ajanları fon fazlası verirken, artan bu fonların çeşitli şekillerde plase edilme sorunu ile karşı karşıyadırlar. Bir süreden beri bu ülkelerde artan kamu açıkları bu fonların ülke dışına çıkışını azaltıcı etkiler yapmakla birlikte global olarak fon fazlalıkları devam etmektedir.

Diğer yandan gelişmekte olan ülkeler, tarihi süreç içerisinde farklı iktisadi yapılanmalar ve rejimler ile azgelişmişlik kıskacından sıyrılmaya çalışmakla birlikte, sürekli olarak ekonomik kalkınmanın finansman problemi ile karşıkarşıyadırlar. Bu açıdan bakıldığında ve gelişmekte olan ülkeler ve bunların bitmeyen problemleri sözkonusu olduğunda tüm sosyal, siyasal ve ekonomik sorunlarının temelinde bu ülkelerin kalkınmanın doğal ve kendine özgü yapısından kaynaklanan finansman sorunuyla karşı karşıya oldukları belirtilebilir.

Bu bağlamda gelişmekte olan ülkelerin ekonomik kalkınmalarının finansmanında ortaya çıkan dış finansman ihtiyacının iki ana nedene bağlı olduğu görülmektedir. Bunlardan ilki hedeflenen büyüme hızını sağlayacak miktarda iç tasarrufların oluşturulamaması, diğeri ise dış ödemeler bilançosu açıklarıdır. Bu açıklar, gelişmekte olan ülkeleri dış finansmanın çeşitli teknik ve enstrümanlarını bularak kullanma zorunluluğuna itmektedir.

Dolayısıyla dünya ekonomisi bir yandan fon fazlası veren ülkeleri, diğer yandan fon darlığı çeken ülkeleri bir arada işbirliğine sevketmektedir. Böylece fon fazlası veren ülkeler ve bunların ekonomik ajanları, fon fazlalıklarını plase edecek, fon darlığı çeken ülkeler ise açıklarını kapatabilecek imkanlara sahip olabilmektedir. Ancak sorun bu kadar basit değildir. Gelişmekte olan ülkeler için dış finansman geçmişten günümüze artan derecede kompleks bir süreçler topluluğudur ve tek başına bir çözüm olarak da algılanamaz.

Dış finansman teknikleri, tedariki, kullanım alanları ve ikame dereceleri ile ekonomik etkileri farklılıklar arzeder. Bunların içerdikleri; imtiyazlılık, kaynak aktarım ve risk aktarım dereceleri, bağlı veya serbest olmaları ayrıca mali koşulları son derece önemli ayrıntılardır. Diğer yandan birçok gelişmekte olan ülkeler için dış finansman yükü sanılanın da ötesinde olabilmektedir. Bu durum düşük tasarruf-yatırım seviyelerine sahip gelişmekte olan ülkelerde olduğu kadar, nisbi yüksek tasarruf-yatırım oranlarına sahip gelişmekte olan ülkeler için de sözkonusu olabilir. İzlenilen sanayileşme, dış ticaret politikaları ve sermaye kaçışlarının bir çok GOÜ'deki yüksek boyutları bu yükü arttıran faktörlerden bazıları olarak belirtilebilir.

Örneğin, 1970'li yıllarda birçok gelişmekte olan ülkede izlenen ithal ikameci sanayileşme politikalarının sanılanın aksine dış finansman talebini arttırması ve yüksek tasarruf-yatırım oranlarına sahip olmasına rağmen Doğu Blokunun çözülüşü veya 1974-82 döneminde Arjantin, Meksika ve Venezüella'dan kaçan sermayenin aynı dönemde bu ülkelere gelen sermayenin yarısı ya da daha fazlasını etkisiz hale getirmesi (Dooley, 1988, s.3) problemin kompleks yapısını göstermek açısından enteresandır.

Gelişmekte olan ülkeler için dış finansman kaynakları geleneksel ve alternatif finansmanlar olarak kategorize edilebilir. Geleneksel dış finansmanlar; uluslararası çok taraflı mali kurumlar finansmanları, devletlerarası finansmanlar ve uluslararası ticari banka kredilerini kapsarken, alternatif dış finansmanlar; başta doğrudan yabancı sermaye yatırımları ve uluslararası portföy yatırımları olmak üzere tüm diğer özel kaynaklı finansmanları içeriğine almaktadır. Bu finansmanlar kendi içlerinde de çeşitli gruplar halinde ve çeşitli şekillerde tasnif edilebilmektedir.

Farklı formlardaki dış finansmanlar gelişmekte olan ülkeler için farklı sebeblerle talep edilmektedir. Örneğin teknoloji transferi sözkonusu olduğunda doğrudan yabancı sermaye yatırımları en cazip dış finansman tekniği iken, altyapı yatırımlarının finansmanında uygun mali koşulları ile resmi geleneksel finansmanlar ön plana çıkmaktadır. Benzer şekilde çok az gelişmiş gelişmekte olan ülkeler için Uluslararası Kalkınma Birliği finansmanları, finansal derinliğe sahip orta gelirli gelişmekte olan ülkeler içinse portföy yatırımları talep edilen bir finansman şekli olarak görülmektedir. Bu farklılıklar finansman şekillerinin ikame yeteneğini daraltırken tamamlayıcılık özelliklerini ön plana çıkarır.

Gelişmekte olan ülkelerin kalkınmışlık dereceleri, ekonomik performans ve kredibiliteleri, uyguladıkları ekonomik politikalar, yasal kurumsal düzenlemeler ve milli gelir seviyeleri dış finansmanların birbirleri ile ikame edebilmesine sınırlar çizmektedir (Hansen, 1987, s.109).

Gelişmekte olan ülkelerin dış finansman kaynaklarının gelişimleri tarihsel süreç içerisinde çeşitli şekillerde farklılıklar arzetmektedir. Gelişmekte olan ülkelerin taleplerinden daha çok dış konjonktürce belirlenen bu süreç gelişmekte olan ülkeleri ilgili alternatifler üzeri yoğunlaşmaya itmektedir. Ancak gelişmekte olan ülkelerin gelişmiş ülkeler için gerek stratejik, gerek pazar, gerekse karşılıklı işbirliği açılarından önemleri, ayrıca gelişmekte olan ülkelerin uluslararası platformlarda ısrarla dile getirdikleri problemler ve doğal istekleri, gelişmiş ülkelerin önderliğinde kurulan çok sayıdaki uluslararası mali kurum kanalıyla gelişmekte olan ülkelere dış finansman akışlarını koordine edecek kurumlar oluşturmalarına da neden olmaktadır.

Özellikle 2.Dünya Savaşı sonrası kurulmaya başlanan çok sayıdaki uluslararası çok taraflı mali kurumun kuruluşlarından bir süre sonra ilgi alanlarını gelişmekte olan ülkelere yöneltmeleri gereğinin doğması bu sürecin bir halkasıdır. 1950'li yıllarda gelişmekte olan ülkelere yönelik finansmanlarda ikili finansmanların, 1960'lı yıllarda ikili finansmanların yanısıra uluslararası mali kurumlar finansmanlarının arttırılması, 1980'li yıllarda krizi aşmaya yönelik yeni teknikler ve doğrudan yabancı sermaye yatırımlarını teşvik etmeye yönelik faaliyetlerin yoğunlaşması, 1990'lı yıllarda ise uluslararası portföy yatırımlarına yönelik gelişmelerden gelişmekte olan ülkeleri yararlandırma çabaları hep bu kapsamdadır.

Dolayısıyla yoğun olarak dış konjonktürün belirleyiciliği altında gelişen gelişmekte olan ülkelere yönelik dış finansmanların gelişimi, kompleks yapısıyla farklı dönemlerde farklı karakteristikler göstermektedir.

İşte, dış finansmanın bu kompleks süreçler topluluğunun incelenmesi çalışmamızın içerigini oluşturmaktadır. Bu çalışmada gelişmekte olan ülkeler ve bu bağlamda Türkiye'nin dış finansmanla olan

ilişkilerinin tarihsel bir dönüşüm süreci içinde; önemi, gelişimi, sorunları ve yeni boyutlarıyla kapsamlı bir inceleme ve analizi yapılacaktır.

Bu amaçla üç bölüm olarak hazırlanan çalışmanın ilk iki bölümü, gelişmekte olan ülkeler-dış finansman ilişkisi bağlamında ele alınmış olup, birinci bölümünde; dış finansmanın önemi, kalkınma süreci içindeki yeri, dış finansmanın kaynakları ve türleri ile yeni bazı finansman teknikleri ve uygulamaları hakkında açıklamalara yer verilmektedir.

Tarihsel süreç içerisinde gelişmekte olan ülkelere yönelik dış finansmanların gelişiminin incelendigi ikinci bölümde, temel dönem ayrımları ışığında gelişmekte olan ülkelere yönelik dış finansman akışındaki gelişmeler ve ilgili sonuçlar analiz edilmektedir. Gelişmekte olan ülkelerin 1980'li yıllarda yaşadığı dış finansman krizi ve 1990'lı yıllarda alternatif finansmanların gelişmekte olan ülkelerin dış finansmanında ön plana çıkması şeklindeki yeni dönüşüm ve gelişmeler incelemesi de, bu çerçevede ikinci bölüm içinde yapılmaktadır.

Türkiye ekonomisinin gelişim süreci içinde dış finansman kullanımı ve temel sorunların incelenmesi ile aktüel dış finansman konuları, çalışmamızın üçüncü ve son bölümü konusudur. Bu bölümde, Türkiye ekonomisinin kuruluşundan günümüze kadarki olan döneminde dış finansmanla olan ilişkileri incelenip analiz edilecektir. 1980 ve sonrası dönüşümlerin ağırlıklı olarak işlendigi bu bölümde 1994 sonrasına da ışık tutacak şekilde 1989-94 döneminde yaşanan gelişmeleri özetlemeyi amaçlayan bir model çalışması da yapılmaktadır. Çalışmamız, sonuç ve öneriler bölümü ile tamamlanacaktır.

BÖLÜM I

GELİŞMEKTE OLAN ÜLKELERDE KALKINMANIN DIŞ FİNANSMANI

1.GELİŞMEKTE OLAN ÜLKELERDE FİNANSMAN SORUNLARINA BİR BAKIŞ

Gelişmekte Olan Ülke (GOÜ)'ler geçmişte olduğu gibi günümüz de de sayısız iktisadi ve sosyal problemlerle içiçedir. Bunların bazılarında zaman içerisinde önemli mesafeler alınmakla birlikte temel problemlerde yeterli ilerlemeler katedilemediği görülmektedir. Özellikle 1950'li yıllardan günümüze pek az GOÜ fakirliğin fasit dairesini kırabilirken, farklı isimler altında da olsa koyu devletçi ekonomik yapılanmalar içinde olan bir çok ekonomi, gelişmek bir yana iktisadi olarak gerileme göstermiştir.

GOÜ'ler sözkonusu olduğunda, bu ülkelerdeki tüm sosyal, siyasal ve ekonomik sorunların temelinde kalkınmanın doğal ve kendine özgü yapısından kaynaklanan finansman sorununun yattığı görülmektedir **(Doğan, 1988, s.296)**. Bu sorunun aşılabilmesi için bilinen tek yol; tasarrufları ve bu sayede yatırımları arttırarak, üretimi, beşeri sermayeyi, kurumları, teknolojik düzeyi ilerletmektir. Kısaca, sağlanan sermaye birikimi vasıtası ile ekonomik gelişmeyi uygun ekonomik politikalar içerikli rasyonel politikalarla bütünleştirmek gerekmektedir.

Belirtilen duruma karşın, bir süredir dünyanın gelişmiş ve gelişen ülkelerinde tasarrufların azalışı süreci yaşanmaktadır. Örneğin son yirmi yılda OECD üyesi yirmidört ülkeden sadece Japonya, Lüxemburg ve İsviçre tasarruflarını arttırabilirken, diğer ülkelerde günümüzde az ya da çok 1970'lerin ilk yıllarındaki tasarruf oranlarının gerisinde kalınılmıştır **(OECD, 1992, s.186)**.

Belirtilen dönemde GOÜ'ler de tasarruflar yönüyle pek az gelişme gösterebilmişler ve Tablo 1'de görüleceği üzere mütevazi ilerlemeler kaydedebilmişlerdir. Ayrıca tasarruflar bölgeler arasında büyük farklılıklar göstermektedir.

Örneğin, Aşağı Sahra Afrika'sında 1970'lerde %15 civarı olan tasarruf oranları son on yılda ortalama %12 seviyesine kadar inerken, Doğu Asya ülkelerinde (Asya kaplanları olarak bilinen ülkelerin dahil olduğu grup) 1970'li yıllarda %20 civarında olan tasarruf oranları 1981'de %28.8'e ve aynı eğilimin sürmesiyle 1990 yılında %40.1'a ulaşmıştır. Güney Asya ülkeleri ise geçmişteki %20'lik seviyelerini dahi koruyamamış, günümüzde tasarruf oranları %17'ye kadar inmiştir. Avrupa, Ortadoğu ve Kuzey Afrika'daki GOÜ'ler ise, geçmişteki ortalama %25-27 tasarruf oranlarını muhafaza etmektedirler (World Bank, 1991, s.32).

TABLO 1: GLOBAL TASARRUF VE YATIRIM ORANLARI (GSMH'NIN ORANLARI OLARAK)

	1970-73	1974-77	1978-82	1983-85	1986-90
Yüksek gelirli ülkeler					
Tasarruflar (S)	22.93	21.81	21.73	19.70	20.73
Özel	19.39	20.29	20.95	20.39	19.36
Kamu	3.54	1.52	0.77	-0.68	1.11
Yatırımlar (I)	22.64	22.17	22.04	20.21	21.17
Özel	18.78	18.35	18.45	17.17	18.05
Kamu	3.86	3.95	3.99	3.93	3.82
S-I	0.28	-0.37	-0.32	-0.51	-0.44
Özel	0.61	1.94	2.50	3.21	1.57
Kamu	-0.32	-2.30	-2.82	-3.72	-2.01
Doğu Avrupa ve Eski Sov.Bir.					
Tasarruflar (S)	20.15	19.75	19.07	20.26	17.04
Özel	3.48	2.89	3.57	3.93	7.70
Kamu	16.68	16.86	15.50	16.33	9.33
Yatırımlar (I)	20.08	20.42	19.05	19.40	16.98
Özel	1.07	1.24	1.10	1.13	0.79
Kamu	19.01	19.10	18.99	19.13	19.17
S-I	0.08	-0.67	0.02	0.86	0.06
Özel	2.41	1.64	2.47	2.80	6.92
Kamu	-2.33	2.31	-2.45	-1.94	-6.86
Petrol ihracatçısı ülkeler					
Tasarruflar (S)	26.04	47.02	37.42	20.69	18.88
Özel	12.85	18.20	10.65	6.65	7.41
Kamu	13.19	16.86	15.50	16.33	9.33
Yatırımlar (I)	17.80	22.14	25.02	22.65	17.99
Özel	5.19	6.73	9.50	8.13	5.26
Kamu	12.61	12.12	12.96	14.24	15.41
S-I	8.24	24.28	12.40	-1.95	0.89
Özel	7.66	11.47	1.15	-1.48	2.15
Kamu	0.58	13.41	11.25	-4.43	-1.27
Gelişmekte olan ülkeler					
Tasarruflar (S)	17.66	19.68	20.24	19.87	22.44
Özel	10.28	11.56	11.20	12.77	17.55
Kamu	7.37	8.11	9.05	7.10	4.88
Yatırımlar (I)					
Özel	8.87	10.55	10.96	9.59	12.22
Kamu	10.08	10.08	10.45	10.86	11.29
S-I	-1.29	-2.16	-3.25	-1.25	-0.60
Özel	1.42	1.01	0.23	3.18	5.33
Kamu	-2.71	-3.18	-3.48	-4.43	-5.93
Dünya					
Tasarruflar (S)	21.77	21.86	21.70	19.91	20.60
Özel	15.51	16.54	17.12	17.06	18.01
Kamu	6.26	5.27	4.57	2.81	2.65
Yatırımlar (I)	21.68	21.97	22.11	20.43	20.99
Özel	14.45	14.68	14.69	14.66	14.59
Kamu	7.23	7.23	7.29	7.34	7.33
S-I	0.09	-0.11	-0.41	-0.53	-0.39
Özel	1.06	1.95	2.04	2.99	2.56
Kamu	-0.97	-2.06	-2.45	-3.52	-2.93

KAYNAK: Okan Aktan, 1993, s.54.

Tasarruf seviyesinin nisbi azlığının yanısıra GOÜ'leri tehdit eden bir diğer olgu ise, bu ülkelerin şiddetle ihtiyaç duydukları sermayenin ülke dışına kaçışlarıdır.

Aslında sermayenin ülke dışına kaçışı olayı, tanımlama sorunlarını da beraberinde getirmektedir. Örneğin, bazı aşırı görüşlere göre GOÜ'lerden olan tüm sermaye çıkışları sermayenin bu ülkeler için kıt kaynak olduğu yaklaşımı kapsamında değerlendirilmektedir. Bununla birlikte mantıklı olanı bu ülkelerdeki siyasi ve ekonomik belirsizlikler nedeni ile ve spekülatif amaçlı kısa ve uzun dönem sermaye çıkışlarının bu kapsamda sayılması gerektigidir **(Khan ve Vihaque, 1987, s.3).**

Özellikle Latin Amerika ülkeleri zaman zaman uyguladıkları yanlış ekonomik politikalar yüzünden sık sık bu sorunla karşılaşmışlardır. Örneğin, 1970'li yılların sonu ile 1980'ler başında Arjantin ekonomisinin liberal bir yapıya kavuşturulması çabalarında, ülke içi finansal piyasaların reforme edilmesinden ve iç faiz oranlarının belirli bir serbestiye kavuşturulmasından önce sermaye hareketlerini serbestleştirmeye karar verilmesinin neden olduğu sermaye kaçışı çok ciddi boyutlara erişmiştir **(Edwards, 1987, s.27).**

Sermaye kaçışlarının temelinde ülkelerin ekonomik politikaları etkili olmaktadır. Bu konuda yapılan çok sayıda çalışma sermaye kaçışlarının iktisadi risk ve getiri ya da finansal risk ve getiri nedenleri ile ilişkili olduğunu göstermektedir. Bunların belli başlı olanları şunlardır **(Tatlıoğlu, 1990, s.62; Khan ve Vihaque, 1987, s.4);**

1.Vergi yükümlülüklerinin artışı beklentisi: Bu konu fiili ve beklenen vergi oranlarına karşı sermaye sahiplerinin gösterecekleri tepki ile ilişkilidir. Ekonomik gerçekler sermaye sahiplerinin vergi oranlarına karşı esnek bir tutum sergilediğini ve vergilerdeki artışların sermayenin kaçışına neden olduğuna işaret etmektedir.

2.Kurların Aşırı Değerlenmesi: Aşırı değerlenmenin getirdiği büyük oranlı devalüasyon beklentileri, Latin Amerika ülkeleri ve özellikle Peru'nun 1973-75 döneminde olduğu gibi, büyük sermaye kaçışlarına neden olabilmektedir.

3.Finansal Baskılar: Finansal baskılar sonrası oluşan iç ve dış piyasalararası faiz oranları farklılaşmasının neden olduğu kaçışlardır. Bu husus için de en geniş örnekler Latin Amerika ülkelerinde görülmektedir.

4.Yüksek ve Değişken Enflasyon Oranları.

5.Politik İstikrarsızlık ve Risk Faktörü.

6.Dış Teşvikler: Diğer ülkelerdeki teşvikler ve özellikle kara paranın aklanmasını sağlayan çeşitli ülkelerin varlığı sermaye kaçışlarını etkileyen bir diğer faktördür.

7.Diğer Sebepler: Özellikle dini, ırki, fikri vb. manevi sebebler sözkonusudur.

Çeşitli sebeblerle oluşan sermaye kaçışlarının en önemli sonucu ise; büyük bir çoğunluğu sermaye akışları ithalatçısı bu ülkelere olan özel sermaye akışlarının net sonucunu azaltıcı bir etki yapıyor olmasıdır. Arjantin, Mexsika ve Venezüella için yapılan bir çalışma bu ülkelerde 1974-82 döneminde yaşanan sermaye kaçışlarının, bu ülkelere dışarıdan gelen sermayenin yarısı, ya da daha fazlasını etkisiz hale getiren dengeleyici bir rol oynamış olduğunu göstermektedir **(Dooley, 1988, s.3).**

2.GOÜ'LERDE KAYNAK GEREKSİNİMİ VE BELİRLENME YÖNTEMLERİ

GOÜ'lerin kalkınmalarını finanse etmek için gereksinim duydukları kaynak miktarı ve belirlenme yöntemleriyle ilgili olarak çeşitli yaklaşımlar sözkonusudur. Bunların en önemlilerini şu başlıklar altında özetlemek mümkündür.

2.1.Tasarruf-Yatırım Açığı Metodu

GOÜ'lerin kalkınma finansmanında gereksinim miktarı, fonların ölçülmesinde yaygın kullanıma sahip bir metoddur. Literatürde kısaca Harrod-Domar modeli olarak anılan bu metod, en basit haliyle dY = s/k olarak ifade edilir. Modelde kullanılan "dY" büyüme hızını, "s" ekonominin toplam tasarruf oranını, "k" ise ekonominin global Sermaye/Hasıla katsayısını ifade etmektedir. Böylece ekonomide belirli bir büyüme hızı ve Sermaye/Hasıla katsayısı belirlendiğinde ekonominin bu büyüme hızını sağlayabilmesi için gerekli tasarruf seviyesi tespit edilebilmektedir.

Model, marjinal tasarruf oranının ortalama tasarruf oranından fazla olduğunu varsaymakta, diğer bir deyişle ekonomik kalkınmanın sermaye birikimiyle orantılı olması esasına dayanmaktadır **(Thirlwall, 1980, s.16).** Dolayısıyla, mevcut sermaye stokuna dışarıdan ek bir katkıyla gelirin arttırılarak dış fonların ekonomik büyümeyi hızlandırdığı yaklaşımı model için temel teşkil etmektedir **(Dikeç, 1984, s.13).**

2.2.Ödemeler Dengesi Açığı Metodu

Kaynak ihtiyacının, özellikle dış finansman ihtiyacının tespitinde kullanılan bir metoddur. Bu yöntemde ithalat ve ihracat düzeyleri, ya da daha gerçekçi olarak dış gelirler ve giderler arasındaki fark ihtiyaç duyulacak dış finansman miktarını belirlemektedir **(Tekin, 1988, s.22).** Aslında biçimsel anlamda hedef olarak saptanan

bir büyüme hızının gerçekleştirilmesi için dış finansman miktarının belirlenmesinde tasarruf-yatırım ve ödemeler dengesi açığı özdeştir.

Diğer bir deyişle her iki açık milli gelir ile toplam yurtiçi harcamalar farkına eşittir. Bu da net sermaye dış alımını ya da dış finansmanı gösterir. Öyleyse bu iki yaklaşım altında önceden saptanan bir büyüme hızına ulaşabilmek için özetle; eğer yurtiçi tasarruflar yeterli değilse tasarruf açığı, eğer dış giderler dış gelirlerden fazla ise ödemeler dengesi açığı vardır.

2.3.Hakim Model Açığı Metodu

Bu metod, basit hali ile tasarruf-yatırım ve ödemeler dengesi açıklarından hangisi daha yüksek ise, o açığın hakim açık olduğu ve dış finansmanın bu hakim açığın gözönünde bulundurularak hesap edilmesi gerektigi görüşüne dayanır. Diğer bir ifadeyle tasarruf açığı ile döviz eksikliginin hangisi daha büyükse, ekonominin dış finansman ihtiyacı onun seviyesine eşit olmaktadır **(Yaşa ve dig., 1980, s.377).**

2.4.Ekonominin Massetme Kapasitesi Metodu

Bu yöntem diğerlerinden farklı olarak ekonomilerin verimli kullanabilme kısıtları altında ne kadar dış finansman kullanabileceğini gözönüne almaktadır. Yani, bu model için kalkınma hızı diğerlerinden farklı olarak bir hedef değil sonuç olmalıdır. Dış finansmanları massetme kapasitesi dış tasarrufların marjinal katkısı gözönünde bulundurularak bunun kullanım süreci boyunca giderek azalacağı ve belirli bir miktardan sonra ise negatif hale geleceğini gözönünde bulundurarak bir sınır belirlenmesi gerektiği görüşü üzerine odaklanmaktadır.

Bu görüşe göre, massetme kapasitesi dış finansmanlara ödenecek gider ile sınırlanmaktadır ve dış tasarrufların marjinal katkısı dış finansmanlara ödenecek gider haddine (faiz oranı da denilebilir) eşit olduğu zaman massetme kapasitesinin tamamı kullanılmış olacaktır. Bu yaklaşımla birlikte düşünülmesi gereken bir diğer kavram da dış finansmanların geriye ödenmesi kapasitesidir. Bu noktayı ihmal eden bir yaklaşım eksik olacaktır **(Savaş, 1986, s.90)**

3.DIŞ FİNANSMANLAR VE KALKINMA İLİŞKİSİ ÜZERİNE GÖRÜŞLER

GOÜ'lerin ekonomik kalkınmalarının finansmanında var olan yapısal darboğazlar ve bunun hem nedeni hem de sonucu olarak ortaya çıkan sermaye birikimi yetersizliği karşısında GOÜ'lerin tek alternatifi dış finansmana/finansmanlara başvurmaktır denilebilir. **Dış finansman kavramı, çoğu zaman sadece bir borçlanma ilişkisini ifade etmek amacıyla kullanılmakla birlikte gerçekte çok daha geniş bir kapsama sahiptir.**

Dolayısıyla, bu kavramı sadece basit bir kredilendirme ilişkisi olarak değerlendirmek yerine uluslararasında meydana gelen her türlü para ve sermaye akımlarını kapsayacak şekilde nitelemek gerekmektedir (Önertürk, 1979, s.55). Çünkü dış finansman kavramının içine dış yardımlar olarak belirtilen mali şartları çok daha uygun finansmanlar, tamamıyla ticari krediler, tüm çeşitleriyle portföy yatırımları ve doğrudan yabancı sermaye yatırımları (DYSY) gibi çok geniş bir finansman grubu dahildir.

Genel olarak kabul gören görüş, dış finansmanların alınmaları ya da iade edilmeleri sırasında milli gelir üzerinde arttırıcı veya azaltıcı etkilere neden olması ve uluslararası ilişkilerin sonucu olarak doğan transfer akımları olduğudur **(İnce, 1976, s.19).**

Buradan hareketle dış finansmanların sermaye birikimine net katkı sağlamaları ve ekonominin ithalat gücünü arttırması nedeni ile GOÜ'lerin ekonomik kalkınmalarına katkıda bulunduğu kabul edilmektedir. Bu açıdan dış finansmanlar Neo-klasiklere göre GOÜ'lerin kendi kendine yeterli ekonomik kalkınmayı sağlamak için GOÜ'lerin kalkınmalarının başlangıç şartlarında kullanılması zorunlu unsurlardır **(Başkaya, 1994, s.50).** Aynı yaklaşım **Harrod-Domar** modelinde de görülür. Modele göre dış finansmanlar GOÜ'lerin belirli aşamalara gelmelerine kadar kullanılması kaçınılmaz kaynaklardır. Hemen hemen tüm kalkınma teorilerinin içeriğinde dış finansmanlar dolaylı ya da dolaysız olarak değinilen unsurlardır. Rosenstein-Rodan tarafından geliştirilen **"büyük itiş" (Big Push Theory)** kuramı kalkınma sürecinde dış kaynakları ekonominin yeterli bir gücü sahip olana kadar kullanmasını önerirken, Rostow ünlü **"kalkış" (Take Off Stage)** kuramı ile aynı yargıyı farklı şekillerde gerekli görmekte ve iç kaynakların dış kaynaklarla desteklenmesinin önemini vurgulamaktadır **(Önertürk, 1979, s.59).**

Nurkse'in **"fakirligin kısır döngüsünün" (Vicious Sircle Of Poverty)** kırılması görüşü benzer şekilde dış kaynakların önemini ortaya koyarken, C.Kindleberger'in gelişmemenin en önemli sebeblerinden birisi olarak **"piyasanın küçüklüğünü"** göstermesi ve bunun telafisi için kalkınma hamlesinden önce altyapının tamamlanmasında büyük miktarlarda sermaye ihtiyacını belirterek dış kaynakları ön plana getirmesi yine aynı yargıya hizmet etmektedir **(Dülgeroğlu, 1991, s.39).**

Benzer şekilde Hans Singer, Gunnar Mrydal ve Raul Prebisch gibi iktisatçılar sermaye ithalatının önemini vurgularken, H. Leibenstein'in geliştirdiği **"kritik en az çaba" (Critical Minimum Effort)** kuramı da bir diğer benzer yaklaşımdır. Leibenstein'a göre nüfus artışının neden olduğu sorunları çözümlemek ve çeşitli yollardan kalkınmayı sağlamak için en düşük düzeyin üstünde bir kalkınma çabasının gerçekleştirilmesi gereklidir. Örneğin, kişi başına gelir artarken toplam gelirden tasarruf edilen miktar artıyorsa, ekonomik kalkınma için gerekli tasarruf oranının artması amacıyla toplam gelirin, nüfus artış oranından daha hızlı artması gerekir. En az çabanın gerçekleştirilmesi için de ortalama tasarruf oranı üstünde seyreden marjinal tasarruf eğilimi ile yatırım kaynaklarının arttırılması dış finansmanların ulusal geliri arttırmasıyla gerçekleşebilir **(Dikeç, 1984, s.12-15).**

Özet olarak sunulan bu görüşler, GOÜ'lerin kalkınmasında dış finansmanların öneminin tartışılmaz olduğu vurgulamasını yapmaktadır. Şu şartla ki, eğer dış kaynakların ülke ekonomisinde sağladığı kapasite artışı, dış ekonomilerden gelen finansmanların maliyetini karşılıyor ve aşıyorsa dış finansmanlar işlevini yerine getiriyor ve ekonomiye faydalı oluyor demektir.

Bu görüşlerle birlikte zıt görüşlerin var olabileceği de açıktır. Nitekim bunlardan en ünlüsü **Griffin-Enos** ikilisinin dış finansmanlar yurtiçi sermaye birikimi arasında olumsuz bir ilişkinin olduğuna dair tezleridir.

Yazarlar, dış finansmanların ekonomik amaçları ve sonuçları üzerinde karşılaştırmalar yapmışlardır. Onbeş Afrika ve Asya Ülkesinin 1962-64 dönemine ait verileri ile yaptıkları çalışmalarda dış finansmanlarla, GSMH'ların büyümesi arasında sıkı bir ilişki olmadığı sonucuna ulaşırken, oniki Güney Amerika Ülkesine ilişkin 1957-64 dönemine ait veriler ile yaptıkları çalışmalarda iki değişken arasında ilişkiyi negatif olarak saptamışlardır.

Yine aynı yazarlar otuziki ülkeyi kapsayan ve iç sermaye birikimi/GSMH ile dış finansmanlar/GSMH arası ilişkiyi ölçmüşler, sonuçta; her ek finansmanın %75'inin tüketime, %25'inin ise yatırımlara harcandığını tespit etmişlerdir. Bu yüzden dış finansmanlarla GSMH arası ilişkinin zayıf olduğunu ileri sürmüşlerdir. Aynı yargıyı ülkemiz için deneyen Burhan Aydemir ise 1974-85 döneminde dış finansmanların GSMH'yı olumsuz etkilediği sonucuna ulaşmıştır **(Dinç, 1990, s.3).**

Bu doğrultudaki görüşlere verilen en önemli cevap, Donald Snyder'den gelmiştir. **Snyder**, çalışmasında öncelikle 1950'li ve 60'lı yılların Harrod-Domar atmosferinde dış finansmanlar üzeri olan olumlu görüşlere karşın Griffin ve Enos ikilisinin zıt görüş ve çalışmalarını özetlemekte ve bu çalışmaların değişkenlerinin seçim ve kontrolünde yetersizliği, örnekleme hacmi ve kompozisyon sorunları (petrol ihraç eden ülkelerin örnekleme içine alınmaması gerekliliği gibi) içerdiğini iddia etmektedir.

Kurduğu modelle aralarında Türkiye'nin de bulunduğu 50 düşük ve orta gelirli ülkeyi 1960-70 ve 80'li yıllar boyunca test eden yazar, sonuçların Griffin-Enos argümanı ile ilgili olarak olumsuz tezi destekleyecek çok az sonucu olduğunu, dolayısıyla, bu tür görüşlerin pek kabul görecek durumda olmadığını, aksine iç sermaye birikimi/iç tasarruflar üzerine olumlu etkilere sahip olduğu sonucuna ulaşmaktadır **(Snyder, 1990, s.181).**

4.DIŞ FİNANSMAN VE BAĞIŞ PAYI

Dış finansmanlar ile ilgili çok önemli bir kavram, yerli ve yabancı literatürde üzerinde giderek daha az durulan ve çoğu kez ihmal edilen dış finansmanların içerdikleri bağış öğesi **(grant element)** ya da diğer anılış şekliyle "imtiyazlı değerler" **(concessional element)**'dir.

Çoğu dış finansman bünyesinde bir bağış öğesi bulundurabilmektedir. Ancak, sermaye akımlarının farklı nitelikleri ölçme problemlerini de beraberinde getirmektedir. Örneğin, bağışlar ve ticari borçlar eş değer kavramlar değillerdir. Çünkü birisinde geri ödeme sözkonusu iken diğerinde yoktur. Bunun için çeşitli sermaye akımlarının bağış unsurunu hesaplamak, yani yapılan sermaye transferiyle, geri ödeme akışlarının bugünkü iskontolu değeri arasındaki farkı bulmak gereklidir.

Bu ölçü bir kazanç ölçüsüdür. Hiç geri dönüşü gerekmeyen ve sadece bağıştan oluşan sermaye girişinin değeri, bunun nominal değerine eşit iken, sermaye transferini gerektiren girişlerin değeri ise nominal değerinden azdır. Ne kadar az olacağı ise gelecekteki sermaye iadelerini (ödemeler) iskonto ederken kullanılan faiz haddine bağlı olacaktır. Eğer ödeme yapılacak faiz haddi serbest piyasadan alınan sermayelerin faiz oranından daha düşükse kazancın değeri pozitif olacaktır. Ama faiz haddi serbest piyasa faiz haddinden yüksekse kazanç negatif olacaktır. Çünkü sermayeyi borç alan ülke ödemesi gerektiğinden daha çok ödeme yapacaktır. İşte borçlanmalarda bağış öğesi bu kazanç farkı olarak ölçülmektedir.

Uluslararası sermaye akımlarında bağış öğesi borç veren ülke bakımından ölçülürken, kullanılması gereken iskonto oranı, bu borcu verebilmek için borç alınırsa ödenmek zorunda kalınacak faiz haddi olmalıdır. Ödünç sermayeler için bağış öğesinin büyüklüğü başlıca şu elemanlara dayanır **(Herrick ve Kindleberger, 1983, s.446);**

-**Faiz sübvansiyonları:** Geri ödemeler için uygulanacak düşük faiz oranları bağış elemanını büyütür.
-**Ödemesiz Devre (Grace Period):** İlk borç anapara ödemesinin yapıldığı tarih ile sermayenin verildiği tarih arasındaki süre uzadıkça bağış oranlarının yükselmesi beklenir.

-**Geri Ödeme Periyodunun Uzunluğu:** Uluslararası resmi kal-kınma yardımları gibi bazı krediler çok uzun vadeye sahiptirler. Bu ise bağış elemanını arttırıcı bir diğer beklenti kaynağıdır.

Bağış öğesi, tanımı gereği parasal akımla gelecekteki ödemelerin serbest piyasa faiz haddi ile iskonto edilmiş tutarı arasındaki fark olduğundan şu şekilde formüle edilmektedir;

Bağış Öğesi (BÖ) = Borcun (Sermayenin) Nominal Değeri (SND)
-Bugünkü Değeri (BD)

$$BÖ = SND-BD = BÖ = SND - \sum_{t=1}^{T} \frac{(P+i)_t}{(1+r)^t}$$

$(P+i)_t$ = t dönemde anapara ve faiz ödemelerinin miktarı
$(1+r)^t$ = Belirtilen dönem için iskonto faktörü
T = Geri ödemelerin yapıldığı zaman periyodunun uzunluğu

Bağış öğeleri çeşitli faiz haddi, iskonto oranı, ödemesiz dönem ve borç süresi almaşıkları bileşimleri için hesaplanabilmektedir. Geçmişte yapılan çeşitli çalışmalar bu açıdan yol göstericidir. Bu konuda örnek gösterilen temel çalışma **Goran Ohlin'e** aittir. Örneğin, Ohlin'in hazırladığı bir tabloda 10 yıl vadeli yüzde 5 faizli, 5 yıl ödemesiz dönemli bir borç için borcu olan ülke geri ödemeleri iskonto ederken yüzde 10 iskonto oranı uyguluyorsa, bağış öğesinin yüzde 26.1 olduğu görülmektedir **(Thirlwall, 1980, s.76).** Kuşkusuz bu değerler dönemler itibari ile değişme göstermektedir. Özellikle 1980'li yıllarla birlikte sabit faizli kredilendirmelerden değişken faizli kredilendirmelere kayışın hızla artması ölçme sorunlarını arttırmaktadır.

Bağış öğesi ile ilgili olarak vurgulanması gerekli bazı diğer özellikler ise şunlardır **(Kindleberger, 1983, s.446; Thirlwall, 1980, s.75);**

A-Bağış öğesinin büyüklüğü, faiz haddi ve iskonto oranındaki küçük değişmelere oldukça duyarlı olduğu halde ödemesiz dönem ve borcun süresindeki değişikliklere pek duyarlı değildir. Uzun ödemesiz dönemler ve borç süreleri bağış sağlamaktan ziyade likidite sağlama fonksiyonunu üstlenmektedirler.

B-Faiz haddi düşük olan borçlar ilk bakışta daha yararlı gibi gözükseler de eğer almaşıklardan daha kısa süreli iseler ve ödemesiz dönemleri daha kısa ise, gerçekte daha pahalıya gelmektedirler.

C-Ödünç sermaye koşullu olarak verilmişse, sermaye akımının bağış öğesi göründüğü kadar değer taşımayabilir. Sınırlamalar genellikle iki şekilde ortaya çıkar: Ödünç alınan fonların nerede harcanabileceği konusunda sınırlamalar ve ödünç alınan fonların nasıl kullanılabileceğine ilişkin sınırlamalar.

Harcama sınırlamaları, yaygın olarak, kredinin finansmanını sağlayan ülkeden yapılacak alımlar için kullanılması şeklindedir. Bu ise finansmanın yardım unsurunu azaltıcıdır. Çünkü finanse edilen ülke istediği malları en ucuz fiyattan almaktan alıkonulabilmektedir. Kullanım sınırlamaları ise genellikle belli bir projenin döviz ihtiyacını karşılamaya yöneliktir.

Finansman hem belli bir proje ile hem de finansmanı yapan ülkenin mallarını satınalma koşulu ile sınırlandırılmışsa çifte koşulluluk sözkonusudur. Pakistan'ın yirmi projesini inceleyen bir çalışma, koşullu verilmiş kaynaklar ile ödenen fiyatların en düşük uluslararası tekliften %50'nin üzerinde daha yüksek olduğunu saptamıştır. Bhagwati'nin yaptığı benzer çalışmalar da bu tehlikeli durumu teyit eden sonuçlar vermiştir.

Dolayısıyla, bağlı krediler kanalıyla finansman sağlayan ülkeler, faiz farkı kadar ek gelir sağlamalarının yanısıra mallarını satma olanağı bulduğundan bir tür ihracat sübvansiyonu elde etmekte ve var olan kapasitelerini geliştirme, kullanılmayanları çalıştırma ve yeni kapasiteler sağlama olanağı bulmaktadırlar. **Bu tezat durum karşısında Cahit Kayra (1970), ek geliri, bağlı kredi ek faizi olarak isimlendirmek gereğini duymaktadır.**

D-Bağış öğesi aynı zamanda GOÜ'lerin dış finansman problemleri ile ilgili toplantılarda bir pazarlık hususu olarak gündeme gelmektedir. Özellikle borçlular ile alacaklılar arası sorunların aşılması için yapılan görüşmelerin bir çoğunda ve dış finansmanların koordinasyonu amacıyla yapılan konsorsiyum toplantılarında finansmanların bağış öğesi sözkonusu edilmekte ve kararlarda önemli fonksiyonlar görebilmektedir.

5.DIŞ FİNANSMANIN KAYNAKLARI

Geçmişte olduğu kadar günümüzde de GOÜ'lerin finansman problemleri ile ilgili iki yapısal gerçek sözkonusudur.

1.GOÜ'ler kalkınma çabalarının başarıya ulaşmasında ve kalkınma motorlarının işleyişinin sürekliliğini sağlamada gelişmiş ülkelere bağımlılık göstermektedirler.

2.GOÜ'ler kalkınmalarını finanse edebilmek açısından gelişmiş ülkelere bağımlıdırlar **(Lewis, 1987, s.1)**. Her ne kadar belirtilen bağımlılık, artık tüm dünya ekonomilerinin karşılıklı bağımlılığı şekline dönüşmüşse de GOÜ'lerin gelişmiş ülkelere bağımlılığının daha şiddetli olduğu açıktır.

Bu yaklaşım açısından bakıldığında yaşanan süreç, iç kaynaklarla ekonomik büyümelerini finanse etmede yetersiz kalan GOÜ'lerin gelişmiş ülkelerce finanse edilmesi olayıdır. Yani sorun, fakir ülkelerin zengin ülkelerin fon fazlalıklarına bağımlılığının vurgulanmasıdır. Diğer yandan, kaynaklar bu genel yaklaşımdan ziyade farklı şekillerle de tasnif edilebilir. Bu şartlar altında yapılan tasniflerde GOÜ'de gelişmeyi finanse edecek uzun vadeli sermaye hareketleri genel olarak şu şekilde sıralanır **(Todaro, 1983, s.337)**;

-Hükümetlerden hükümetlere yardım programları,
-İhracat kredi ajansları yoluyla elde edilebilen kaynaklar,
-IMF, IBRD, IFC, IDA, OECO, EIB, IDB, gibi fon transferlerine kaynak teşkil eden çok taraflı organizasyonlar,
-Uluslararası ticari bankalar kredileri,
-Uluslararası sermaye piyasaları kaynakları,
-Çok uluslu şirketler kaynakları ve
-Daha önce ülke içinde olup da, ülke dışına çeşitli nedenlerle kaçmış fakat uygun politikalar sayesinde geri döndürülebilecek kaynaklar.

Kalkınma amaçlı dış finansman kaynaklarının bu detaylı tasnifi yanısıra farklı olarak nitelendirilebilecek bir diğer tasnif ise özümsemeyi daha kolaylaştıran, fonları kaynaklarına göre tasnif eden yaklaşımdır. Kalkınma amaçlı dış finansman kaynaklarını üç kategoriye indirgeyen yaklaşımın sıralaması şöyledir **(Debs ve diğ., 1987, s.1)**;

-**Ticari Banka Kredileri:** Fonların bir bankacılık sistemi aracılığıyla elde edilebildiği her türlü orta ve uzun vadeli kredilerdir.

-**Tüm Diğer Özel Sektör Kaynakları:** Ticari bankaların aracı olarak rol almadığı tüm diğer özel sektör kaynakları bu grup içinde değerlendirilmektedir. Fonlar özel sektör tarafından ya borç veren, ya da yatırımcı olarak sağlanmaktadır. Bu kategori hem sermaye piyasalarında kullanılan finansal enstrümanların tüm çeşitlerini hem de ÇUŞ'lerce yapılan tüm diğer DYSY'larını kapsamaktadır.

-**Resmi Kaynaklar:** Hükümetlerden hükümetlere ve diğer çok yanlı organizasyonlarca genişletilen tüm finansman imkanları, bu kapsamda değerlendirilmektedir.

Görüleceği üzere farklı tasnif ve değerlendirmeler sözkonusu olsa dahi GOÜ'lere kalkınmaya yönelik tüm dış finansman kaynakları temel anlamda iki grup olarak nitelendirilebilir. Bunların ilki tüm uluslararası resmi kaynaklı finansmanlar, ikincisi ise tüm uluslararası özel kaynaklı finansmanlardır. Bunlardan ilkine -uluslararası ticari bankalar kredileri eklenerek- literatürde özellikle son zamanlarda yaygın olarak geleneksel finansmanlar adı uygun görülürken, ikincisine -uluslararası ticari bankalar kredileri düşülerek- alternatif finansmanlar adı verilmektedir **(Claessens, 1993, s.91).**

6.GELENEKSEL DIŞ FİNANSMANLAR

6.1.Uluslararası Resmi Kaynaklı Dış Finansmanlar

Uluslararası resmi kaynaklı dış finansmanlar hükümetlerden hükümetlere verilen finansmanlar ve uluslararası çok taraflı finansal organizasyonların yaptıkları finansmanlardan oluşur.

6.1.1.Hükümetlerden Hükümetlere Yapılan Finansmanlar

Resmi iki taraflı finansman olarakta adlandırılan hükümetlerden hükümetlere verilen krediler; bir ülke hükümetinin karşılıklı anlaşma ile diğer bir ülke hükümetine sağladığı, onun ekonomik kalkınmasına katkı amacı güden, piyasa koşullarından uzak, düşük faizli, uzun vadeli kredilerdir. Bu tip krediler çoğunlukla bağlı kredilerdir. Kuşkusuz bu finansmanları sağlayan hükümetler politik ve askeri, ekonomik, kültürel ve tarihi, insancıl ve ahlaki gibi oldukça çeşitli amaçlarla fon sağlarken, süreç giderek ekonomik amaçların ön plana yerleşmesi yönünde olmuştur. Örneğin, askeri amaçlarla devletlerden devletlere verilen geri ödemesiz krediler günümüzde büyük ölçüde kredi haline dönüştürülmüştür **(Ünsal ve diğerleri, 1989, s.16).**

6.1.2.Resmi İhracat Kurumları

Bu kurumlar ait oldukları ülkelerin ihracatını desteklemek amacıyla faaliyet gösteren resmi kredi kuruluşlarıdır. Bunlara örnek olarak ABD Eximbank, Japon Eximbank, Japon OECF, Kanada EDF gibi kuruluşlar sayılabilir. Bu kanaldan sağlanan finansmanlar genellikle hükümet kredileri ölçüsünde uygun koşullu değildir. Ancak, genelde orta vadeli finansman görevi gören bu kurumların kredileri ticari kredilere göre daha uygun koşullara sahiptir.

6.1.3.Uluslararası Çok Taraflı Resmi Kredi Kurumları

İktisadi kalkınma amacıyla çok yanlı kredi sağlayan resmi kredi kurumları; kuruluşu ve sermayesine birden fazla ülkenin katıldığı mali imkanlarından da yine birden fazla ülkenin faydalandığı uluslararası kuruluşlardır . Uluslararası mali ya da finansal kurumlar olarak nitelendirilen tüm bu organizasyonlar II. Dünya Savaşı sonrası kurulmuşlardır. Bunların en önemlileri aşağıda yer almaktadır.

A)Uluslararası İmar ve Kalkınma Bankası (IBRD)

Dünya bankası olarak da bilinen IBRD'nin kuruluşuna 1944'de Birleşmiş Milletler para ve maliye konferansında IMF ile birlikte karar verilmiştir. 1946'da faaliyete geçen Bankanın çalışmaları kuruluşunun ilk yıllarında II.Dünya Savaşında harap olmuş Batı Avrupa ülkelerine yönelik olmuş, ancak Marshall planının batı Avrupa'nın imarı için devreye girmesi ile birlikte, faaliyetlerini GOÜ'lere kaydırmıştır.

Günümüzde ilgi sahasını tamamen GOÜ'lere yoğunlaştıran bankadan prensip olarak uluslararası sermaye piyasalarından borçlanma olanağına sahip sanayileşmiş ülkeler kredi alamazlar. Bankanın izlediği kredi politikası özel kesimin geliştirilmesini ve GOÜ'lere özel dolaysız yabancı sermaye akımlarının kanalize edilmesinin desteklenmesini öngörmektedir **(Açba, 1991, s.32)**. Açtığı krediler; proje kredileri, program kredileri ve ulusal para kredileridir. Fakat proje kredileri en önemlisidir.

IBRD, 1978 yılına kadar yalnızca proje kredisi verirken bu tarihten sonra yapısal uyum kredileri ve kalkınma planlarının genel olarak gerektirdiği hammadde, ara malları ve yatırım malları ithalatına yönelik finansman olarak, üye ülkelerin ödemeler dengesine doğrudan katkı sağlayan program kredileri de vermeye başlamıştır **(Bahran, 1990, s.6)**.

Asıl olarak proje kredileri açmakta olan bankanın kredilerinden faydalanmak için ciddi ve tutarlı projeler gereklidir. Ayrıca, banka bu projeler konusunda yaygın bir şekilde teknik destek vermekte, ve projelerin hazırlanmasında banka uzmanları doğrudan görev alabilmektedirler. IBRD, genellikle 4-6 yılı ödemesiz devre olmak üzere 17-20 yıl süreli kredi vermektedir. 1982 yılına kadar verdiği kredilere sabit faiz uygularken, daha sonra altışar aylık dönemler halinde ve fonların kendisine maliyetine göre belirlenen, dalgalı faiz uygulamasına geçmiştir. Banka, krediyi verdikten sonra da projeyi yakından takip etmekte, verdiği fonların amacına uygun kullanılıp kulanılmadığını denetlemektedir. Bankanın kredileri, sadece projelerin dış finansman gereksinimi için kulanılabilmektedir.

IBRD, açtığı kredilere 1985 yılına kadar zaman zaman değişen oranlarla bir komisyon talep etmekteyken bu tarihten sonra mali rahatlamasına parelel olarak komisyon almaktan vazgeçmiştir. Faiz oranları, Bankanın başkanının önerisi ve yönetim kurulunun onayıyla tespit edilmektedir. Banka, açılan kredinin faiz oranını, çıkarmış olduğu tahvillere ödeyeceği faiz oranını ve yapmış olduğu masrafları da gözönüne alarak ve makul ölçüde bir kâr payıyla tespit etmektedir **(World Bank, 1991, s.3)**.

1980'li yıllarla birlikte dalgalı faiz oranlarına geçen Banka bu çerçevede riski kendi üzerinden kredi talep edenlere kaydırma yoluna gitmiştir. Riskin kredi taleb edenlere bir diğer yansıması da şöyle işlemektedir; Dünya Bankası üye ülkelere borç verirken genelde uluslararası sermaye piyasalarını kullanır. Kendi kaynakları yetersiz olan banka daha çok Avrupa ve Japon piyasalarından AAA Rating'ine dayanarak borçlanmakta, bunları üye ülkelere üzerine koyduğu spread'larla (ek sabit yüzde) aktarmaktadır.

Bankanın ABD piyasasından dolar olarak borçlanması çeşitli nedenlerle kısıtlı olması sonucu borçlanmalar diğer ülkelerden İsviçre frangı, Japon yeni, Alman markı ve benzeri güçlü paralarla yapılmaktadır. Bankanın kredi anlaşmaları ise ABD doları bazında yapılmakta, anlaşmada yer alan hükümlere göre Banka, ödeme günü elinde mevcut dolar dışı dövizleri ABD dolarına çevirip ülkelere vermektedir. Ancak geri ödemelerde, ödemenin yapıldığı para cinsleri ülkelerden talep edilmektedir.

Görüleceği üzere bu süreç bir anlamda Dünya Bankasının kendisine, çapraz kur değişmelerinden kaynaklanan kur risklerini borçlu ülkelere aktarması işlevini görmektedir. Dünya Bankasının neden olabildiği bu kur farkları ülkemizle birlikte pekçok GOÜ'nin Dünya Bankası ile çatışmasına neden olabilmiştir. Ayrıca IBRD, proje kredilerinin çok sıkı denetim altında peyderpey çekişli olmasından dolayı banka sadece ödediği kredilere faiz tahakkuk ettirmekle birlikte, kredinin kullanılmayan ve bankada tutulan kısmı için tutma maliyeti ve kullanımları teşvik etmek amacı ile bir taahhüt ücretini kredi alan ülkenin hesabına borç kaydeder **(Önen, 1990, s.54).**

B)Uluslararası Kalkınma Birliği (IDA)

Uluslararası Kalkınma Birliği, Dünya Bankasının mali faaliyetlerini tamamlamak amacıyla 1960 yılında IBRD'e bağlı olarak kurulmuştur. Kuruluş amacı "dış kaynaklara ihtiyaç duyan ancak sağladığı kredileri geri ödemede güçlükle karşılaşan" GOÜ'lere kredi açmaktadır **(Alpar, 1985, s.109).**

IDA'nın ayrı bir kuruluş olarak oluşturulması ihtiyacı, IBRD'nin izlediği kredi politikasının bankalara benzer özellikler taşıması yüzündendir. IDA'nın kredileri ise çok fakir ülkelere yöneliktir. 1991 yılı Dünya Bankası raporunda bu sınır Kişi Başına Milli Gelir (KBMG)'i 580 $ ya da daha altında olan ülkeler olarak tespit edilmiştir. IDA kredilerinin temel özelliği çok düşük faizli, çok uzun vadeli (10 yılı ödemesiz devre olmak üzere 50 yıl vadeli %1 ve hatta zaman zaman %0 faizli krediler gibi) krediler olmasıdır.

C)Uluslararası Finansman Kurumu (IFC)

Dünya Bankası kaynaklarının özel sektörü ihmal eden bir yapıda olması, yapılan eleştirilere bağlı olarak 1956 yılında GOÜ'de kalkınmaya hizmet edecek özel sektör kuruluşlarının yatırımlarına yardımda bulunacak IFC'nin kurulmasına yol açmıştır. IFC'nin amaçları arasında aşağıdaki konular yer almaktadır **(Önen, 1990, s.81);**

1.Normal şartlarda yeterli miktarda özel sermaye sağlanamayan durumlarda, yatırım yapmak suretiyle üye ülkelerin gelişmesine yardımcı olacak verimli özel teşebbüslerin kurulması, iyileştirilmesi ya da genişletilmesinin finansmanına özel yatırımcılarla birlikte yardımcı olmak.

2.Yatırım imkanlarını, yerli ve yabancı sermayeyi ve tecrübeli yönetimi biraraya getirmeye çalışmak.

3.Yerli ve yabancı özel sermayenin üye ülkelerde verimli yatırımlara kanalize edilmesine yardımcı olmak.

IFC'nin en önemli özelliği devlet garantisine gereksinim duymaksızın kredi vermesi ve yatırım yapmasıdır. IFC, IBRD'den tüzel kişilik olarak bağımsız olmakla birlikte IBRD ile yoğun işbirliği içinde hareket etmektedir.

IFC, 1984 yılına kadar fon temini için uluslararası piyasalara başvurmamış ancak bu tarihten sonra piyasaları kullanmaya başlamıştır. IFC, IBRD'nin faaliyetlerini tamamlayıcı olarak ve belirli bir proje için hangi tip veya karışım daha uygunsa o şekilde olmak üzere sektörel sermaye ve kredilerini hükümet garantisi gerekmeden sağlamaktadır. Diğer yandan, bu hizmetlerini ancak başka kaynaklardan uygun şartlarla yeterli sermaye sağlanamadığı zaman sunmaktadır. IFC'nin faaliyetleri sadece kredi ve teknik destekle kalmamakta, daha geniş bir yelpazeye yayılmaktadır. Kredi vermekte, sermayeye katılmakta; yatırımlara planlamada, proje'de, proje sonrasında, reorganizasyonda yardım etmekte; sermaye piyasalarının gelişmesine katkıda bulunmakta, danışmanlık hizmeti vermekte ve benzeri kolaylıklar sağlamaktadır.

Özellikle yakın tarihlerden itibaren GOÜ'lerin sermaye piyasalarını desteklemek amacıyla IFC yeni bir girişim başlatmış ve yeni oluşan piyasalar gelişme fonunu kurmuştur. 1986 yılında kurulan fon gelişmiş ülkelerden GOÜ'lere yeni bir sermaye transferi tekniği olarak değerlendirilebilir. Fonun kaynakları profesyonel bir yatırım yönetim örgütünce yönetilmekte ve GOÜ'ler piyasalarının desteklenmesi öngörülmektedir **(Tekeoğlu,1988,s.14).**

IFC, GOÜ'ler ekonomilerinde özel sektör yatırımlarını destekleyen ve bu alanda yatırım yapan tek kuruluştur. Kurum genellikle ekonomik faydası olan ve sınai kalkınmaya hizmet eden kuruluşlara yatırım yapmaktadır. Kurumun asıl faaliyet alanını sınai kuruluşlar oluşturmakta ise de, ticari, zirai, mali ve diğer kuruluşlarda kurumun finansman imkanlarından faydalanabilmektedir. Bir önemli özellik te, IFC'nin yatırım yaptığı kurumun yönetimine katılmamasıdır.

IFC'den kredi ya da iştirak talebinde bulunan yatırımcılar fizibilite raporu ile müracaatlarını yaparlar. Bir ön elemeden geçen projeler daha sonra bir ekipçe incelenir ve rapor hazırlanır. Rapor IFC'de yatırım komisyonunda onaylandığında anlaşma metni için hukuk bölümü devreye girer ve hazırlanan anlaşma yönetim kuruluna gider. Kurul faiz haddini belirleyerek yatırım anlaşmasını yürürlüğe sokar **(Arığ, 1984, s.36).**

IFC'nin verdiği krediler 1983 yılına kadar sadece dolar üzerinden iken daha sonra talep edildiginde herhangi bir para da verilmeye başlanmıştır. Özellikle sermayeye iştirak şeklinde yapılan yatırımlar, genelde talep edilen para cinsinden olabilmektedir.

IFC, dolar bazında vermiş olduğu kredilere genellikle ABD'deki faiz haddini uygulamaktadır. Ancak uygulanacak faiz haddi her proje için yönetim kurulunca şartlara göre tespit edilebilmektedir. 1984 yılından itibaren IFC, IBRD gibi verdiği kredilerin sabitliğinden vazgeçerek değişken faiz uygulamasına geçmiştir. IFC tarafından açılan krediler, genelde 7-15 yıl vadelidir. Geri ödemeler ödemesiz dönemi takiben yıllık taksitlerle yapılır. Kullanılmayan krediler için yıllık %1 oranında taahhüt ücreti alınmaktadır.

D)Uluslararası Para Fonu (IMF)

Bretton Woods konferansında IBRD ile birlikte kurulması kararlaştırılan diğer bir mali kurumdur. Gerçekte IMF, uluslararası mali düzeni sağlamak, Dünya Bankası ise uluslararası kalkınma konularına yönelik faaliyetlerde bulunmak üzere kurulmuşlardır. IMF, Bretton Woods sisteminin merkezi kurumu olarak kurulmakla birlikte Mart 1973'de, sistemin yıkılmasından sonra da faaliyetlerini sona erdirmemiş, aksine bir ölçüde değiştirerek artırmıştır.

IMF'nin başlıca fonksiyonu dış ödemeler dengesi açığı içinde olan üye ülkelere kısa vadeli kredi açmaktır. Bu yönüyle uzun vadeli kalkınma kredileri veren IBRD'den farklılık gösterir. Fonun sermayesi üye ülkelerin iştiraklerinin (kotalar) toplamından oluşur. Üye ülkelerin IMF nezdindeki kotaları çeşitli açılardan önem taşımaktadır. Her üye ülkenin fondaki kotasında bir rezerv dilimi (%25) ve dört kredi dilimi vardır. Rezerv diliminden çekmelerin yapılabilmesi için bir dış ödeme güçlüğü olmalıdır. Bu durumda ülkelerin kotalarının %25'lik kısmı olan rezerv diliminin çekilmesi otomatiktir. **Bu sebeple ülkeler bu miktarları dış rezervlerinin bir parçası olarak kabul ederler.**

Kotalar aynı zamanda üye ülkelerin Fon'dan alabilecekleri kredi miktarlarını belirler. Ödemeler dengesi problemlerini gidermeyi amaçlayan Fon'dan sağlanacak kredi dilimleri beş adettir ve belirtildigi üzere ilk dilimin çekilmesi otomatiktir. Ondan sonraki dilimler ise kredi dilimleridir ve ilk dilimden son dilime doğru gidildikçe

kredi çekebilmenin şartları ağırlaşır. Aslında IMF kredilerinde şartlılık ilkesi geçerlidir. Yani, Fon'dan borç almak isteyen bir ülke, ödemeler bilançosu açıklarını kapatmaya yönelik olmak üzere bir iç ve dış istikrar programı hazırlayıp sunmak ve Fon'la anlaşmak zorundadır.

Bu programların onaylanması, Fon'un "yeşil ışık" yakması diye adlandırılır. Uygulamada Fon'un yeşil ışık yakması diğer tüm uluslararası mali çevrelerin açacakları krediler bakamından da büyük önem taşımaktadır. Fon'un aksi yöndeki her uygulaması da üye ülkeye olması muhtemel tüm sermaye hareketlerini önemli ölçüde durduracak niteliktedir.

Diğer yandan IMF'den borçlanma mekanizması uluslararası kredilerden farklılıklar da içerir. Borçlanmak isteyen her üye ülke, Fon'a kendi ulusal parasını yatırarak, karşılığında istediği parayı Fon'dan çeker. Borcun geri ödenmesi durumunda da sağlam bir para ödenerek Fon'a yatırılan paralar geri çekilir.

IMF kredi dilimleri çerçevesinde verdiği normal kredilerden ayrı olarak başka kredi olanakları da sağlayabilmektedir. Bunlardan en bilineni ve kuşkusuz en çok eleştirileni de **"stand-by"** anlaşmaları olarak bilinen destekleme kredileridir. Çünkü, bu tür krediler de şartlılık ilkesi uyarınca verilmektedir. Bu uygulama 1950'li yıllarda başlamış ve üç yıllık bir süreyi kapsayan ve aralıklarla devam eden stand-by anlaşmaları ile ekonomik istikrar programları uygulamasına ilkin Güney Amerika ülkelerine verilen borçlar çerçevesinde başlanmıştır. **Ayrıca IMF, tampon stok amortisman kolaylığı ve telafi edici finansman kolaylığı** gibi özel durumlarda kullanılabilen kredi imkanları da sunmaktadır.

E)İslam Kalkınma Bankası (IDB)

II. Dünya Savaşı sonrası kurulan uluslararası ekonomik düzenin, islam ülkeleri açısından bir reforma tabi tutulması ve yeni bir yapıya kavuşturulması için İslam ülkeleri arası işbirliğini arttırma arzusunun bir tezahürü olarak 1975 yılında kurulan Bankanın kuruluş amacı İslam Ülkelerinin ekonomik kalkınmalarına yardımcı olmaktır. Uluslararası bir finansman kuruluşu olan banka bölgesel kalkınma bankalarından birisidir ve faizsiz bankacılık esaslarına göre çalışmaktadır.IDB'nin finansman için kullandığı yöntemler şunlardır **(IDB, 1991, s.87-110);**

1.Proje Finansmanı Sağlama: IDB uygun projelere finansmanı şu şekillerde sağlar;

a)Faizsiz krediler sağlayarak: Banka verdiği kredilerden faiz almamakta, ancak müşteri hizmet payı adı altında %2,5-3 oranında bir pay almaktadır. Kredilerin vadesi genellikle 15-25 yıl arasında, ödemesiz dönem ise ilgili ülkenin kaynak ve ödemeler dengesi durumuna göre 3-6 yıl arasında değişmektedir. Genellikle kredi anlaşmalarında 20 yıl vade ve 5 yıl ödemesiz dönem esası benimsenmektedir. Altyapı yatırım projelerine Banka tarafından verilen kredilerin vadesi ise 10 yılı ödemesiz 40 yıl vadeli olabilmektedir.

b)Özsermaye katılımında bulunarak: Banka uygun gördüğü projelerde özsermayeye katkıda bulunmakta, hem mülkiyete hem de kâra ortak olmaktadır. Burada yatırılan fonların kredi tarzında itfası (geri ödeme) sözkonusu değildir. Bazen de sadece kâra katılmakta, böylece kârdan pay alarak verdiği fonların itfa edilmesi ile birlikte fonksiyonu bitmektedir. Genellikle bu şekilde yapılan özsermaye katılımları faizsiz finans kurumlarına doğru odaklanmıştır. (ülkemizde Albaraka-Türk özel finans kurumu gibi).

c)Leasing yaparak: Banka istenilen yatırım mallarını satın alıp kullanıcıya kiralamaktadır. Belirlenen bir kiralama süresi içinde hem kiralama bedelleri, hem de anapara ödemesi tamamlanmakta ve malın mülkiyeti süre sonunda kuruluşa teslim edilmektedir. Banka bu işlemden belirli bir miktarda kâr etmektedir. Ayrıca

bankanın 1985'te uygulamaya geçirdiği taksitle satış türü bir finansman yöntemi vardır (instalment sale). Bu yöntemde satın alınan malın mülkiyeti finansal kiralamadan farklı olarak derhal krediyi kullanan kuruluşa geçmektedir.

d)**Teknik Yardım Yapmak:** Banka, Üye ülkelerin projelerinde genellikle fizibilite çalışmaları için kredi veya bağış biçiminde teknik yardım yapmaktadır. Bu amaçla verilen kredilerden genellikle %2,5-3 oranında bir hizmet bedeli alınmaktadır.

2.Dış Ticaretin Finansmanı: Genelde ithalatın finansmanı üzeri odaklanmıştır. Ancak, 1987'de gerçekleştirilen uzun vadeli ticari finansman projesi ile ihracatında desteklenmesi benimsenmiştir. Genellikle bu çeşit finansmanlar yatırım malları üzerine odaklanmakta ve islam ülkeleri arası ticaret tercihli olarak finanse edilmektedir.

Banka, belirtilen faaliyetlerini yerine getirirken özel sektör veya kamu sektörü ayrımı yapmamakta ve özellikle şu ilkeleri izlemektedir **(Önen, 1990, s.206);**

a.Verilen krediler için kredi alan ülkenin hükümeti, merkez bankası veya benzeri bir kuruluşun garantisini istemektedir.
b.Ekonomik ve mali getirisi yüksek projeleri seçmektedir.
c.Üye ülkelerde verimli projelere, sermayeye iştirak şeklinde katılmaktadır.
d.Üye ülkelerin ekonomilerinin bütünleşmesini sağlayıp geliştirecek bölgesel ve yarı bölgesel projelere öncelik vermektedir.
e.Sosyal amaçlı, özellikle istihdama yönelik projeleri desteklemektedir.
f.Üye ülkelere olan sermaye yatırımı ve açtığı krediler arasında uygun bir oran gözetmektedir.

Ayrıca Banka orta ve küçük çaplı projelerin teşviki için üye ülkelerdeki muhtelif milli kalkınma banka ve kuruluşları ile de mevcut ilişkilerini geliştirmeye yönelik çalışmalar yapmaktadır.

F)Asya Kalkınma Bankası (ADB)

Bölgesel bir kalkınma Bankası olan ADB, Asya ülkeleri (Uzakdoğu ve Pasifik bölgesi dahil) arasında ekonomik ve mali işbirliğini geliştirmek ve ekonomik büyümeyi desteklemek amacıyla 1966 yılında kurulmuştur. ADB statüsüne uygun olarak, özellikle küçük Asya ülkelerini finanse etmeyi amaçlamaktadır. Kredileri genellikle tarım ve sanayi yatırımlarını öncelik almaktadır.

Bankanın açtığı krediler iki kategoridedir ve ilki banka sermayesinden karşılanan normal kredidir. Bu kredilerin şartları ticari banka kredilerine benzerlik gösterir (vadesi 20-30 yıl arasındadır faiz oranı değişken olup yılda iki kez borçlanma maliyetine göre tespit edilir). Bankanın bir de KBMG'i 860 $ altında kalan ülkelere uyguladığı özel kredileri vardır ve bu kredilerde faiz oranları piyasa koşullarının altında olduğu gibi 10 yıllık ödemesiz devre olmak üzere 40 yıl vadeli krediler verebilmektedir.

ADB, verdiği kredilerin henüz kullanılmayan kısımları için Dünya Bankası gibi düşük bir yüzde ile taahhüt ücreti almaktadır. ADB ayrıca iki tip teknik yardım hizmetini üye ülkelere sunmaktadır. Bunlar, üye ülkeler iktisat politikalarının koordinasyonuna ve proje hazırlanmaya yönelik teknik yardımlardır.

Ülkemiz 1991 yılında bu kuruluşa üye olmuştur. Fakat, ülkemiz hem bir Asya hem de Avrupa ülkesi olması nedeniyle bölge dışı üye ülkeler kategorisine sokulmuş ve ülkemizin üyelik statüsü gelişmiş bir üye ülke olarak onaylanmıştır. Bu amaçla Türkiye Bankaya 4 milyon $'lık bir iştirak taahhüdünde bulunmuştur **(Melen,1991, s.154).**

Ülkemizin ADB'na üye olmasının altında yatan amaç şüphesiz diğer tüm üyeliklerde olduğu gibi bankanın sağladığı imkanlardan ülkemizin de yararlanabilmesi ve Asya-Pasifik bölgesi ile ekonomik ve ticari ilişkilerimizin geliştirilmesidir. ADB'na üye olmayan ülkeler ADB tarafından finanse edilen proje ve teknik yardımlar çerçevesinde açılan ihalelere katılamamaktadır. Bu nedenle ADB'ye üyeliğimiz yıllarca Türk iş çevrelerine kapalı olan kapıları açmıştır **(Kermen, 1993, s.66).**

G)Avrupa Yatırım Bankası (EIB)

Avrupa Topluluğuna finansman sağlayan kuruluşlardan birisidir. EIB'nın görevi, sermaye piyasalarına ve özkaynaklarına başvurarak, Topluluk yararına, ortak pazarın dengeli bir biçimde ve aksaksız kalkınmasına yardım etmektir. Bu amaçla kredi ve garantiler vererek çeşitli projelerin finansmanını kolaylaştırmayı amaçlamaktadır **(Çingi, 1984, s.15);**

EIB kendi sermayesinin yanısıra kullandıracağı fonlar için sahip olduğu yüksek kredibilite ile uluslararası sermaye piyasalarından sıkça borçlanabilmektedir. Uygulayacağı faiz oranları da bu çerçevede bankanın borçlanma maliyetlerine göre belirlenmektedir. Bu prensibe göre borcun vadesi ile birlikte çok az değişme gösteren faiz hadleri bankanın işlem yaptığı 15 veya daha fazla ülke parası itibari ile ayrı ayrı belirlenmektedir. Özellikle proje finansmanı için EIB ödünçlerinin büyük bölümü uzun vadelidir. Vadeler genellikle sanayi yatırımları için 4-12 yıl, altyapı projeleri için 20 ya da daha uzun yıllar arasında değişmektedir.

Ödemesiz dönemler projelerin niteliğine göre değişebilmekle birlikte, çoğu kez 2-5 yıl arası değişmektedir. Finansman sözleşmelerinde faiz oranı borç süresince sabit veya değişken olabilir. Bankanın standart uygulaması geçmişte ve halen olduğu gibi sabit faizli uzun vadeli kredilerdir **(Karatekelioğlu, 1990, s.86).**

Bankanın faaliyet alanları önceleri AT ülkeleriyle sınırlı iken daha sonraları Akdeniz ülkeleri, Afrika, Karayip ve Pasifik ülkeleri gibi Topluluğa özel anlaşma ve statülerle bağlı ülkeler de kapsanmıştır. Kredi verirken altyapı yatırımları, geri kalmış yörelerdeki yatırımları özendirmek gibi amaçlara özel bir önem vermektedir. EIB, Türkiye ile AT arasındaki ortaklık anlaşmasına ek mali protokoller çerçevesinde Türkiye'ye de uygun bulunan projeler için kredi vermektedir. Bu krediler Türk hükümeti aracılığıyla sağlanır. Özel kesime açılacak kredilerde hükümetin, Türkiye Sınai Kalkınma Bankası'nın ya da benzeri kurumların aracılığına gerek vardır.

H)Diğer Uluslararası Çok Taraflı Organizasyonlar Ve Kalkınma Yardımları Komitesi (DAC)

Uluslararası çok taraflı finansal organizasyonlar yukarıda aktardıklarımızdan ibaret değildir. Bunların yanısıra Dünya üzerinde özellikle bölgesel nitelikte olmak üzere birçok organizasyon faaliyet göstermektedir. Avrupa Konseyi İskan Fonu, Afrika Kalkınma Bankası, Amerikalılararası Kalkınma Bankası, Orta Amerika Ekonomik Entegrasyon Bankası, Karaibler Kalkınma Bankası, Doğu Afrika Kalkınma Bankası, Arap Para Fonu, Suudi Kalkınma Fonu ve benzeri kuruluşlar bunların arasındadır. Öte yandan, dünya ekonomisindeki hızlı değişmeler ve yeni ihtiyaçlar bu kuruluşların sayısının hızla artmasına neden olmaktadır.

Örneğin, 1991 yılında Avrupa İmar ve Kalkınma Bankası kurulmuştur. Kurumun amaçları şunlardır; piyasa ekonomisine geçişi hızlandırmak isteyen Orta ve Doğu Avrupa ülkelerinin ekonomik, teknik ve kültürel gelişimini teşvik etmek, yapısal ve sektörel ekonomik reformların yürütülmesine yardımcı olmak, verimli ve rekabetçi özel yatırımlarını teşvik etmek, altyapılarını geliştirmek, yerli ve yabancı sermayeyi harekete geçirmek ve üye ülkeleri ilgilendiren ve dikkate değer bir ekonomik çıkar sağlayan bölgesel içerikli projelere özel önem vermektir **(Melen, 1990, s.89).**

Diğer yandan GOÜ'lerin dış finansman imkanlarını genişletmek amacıyla çeşitli kuruluşlar da faaliyet halindedir. Birleşmiş Milletler Teşkilatı içindeki bazı birimler ve OECD bünyesindeki değişik birimler bunlardandır. OECD içindeki en önemli organ ise Kalkınma Yardımları Komitesi (DAC)'tır. DAC devletlerüstü yetkileri, kredi ya da diğer mali destek sağlama imkanına sahip olmayan ve mevcudiyet sebebi üye ülkeler arası politikaları uyumlaştırmak olan OECD'nin bünyesindeki bir komitedir.

DAC, GOÜ'lerde ulusal kaynakların etkin kullanımı, uzun vadeli finansmanların sağlanması ve kalkınmaya yönelik diğer finansmanlara ilişkin teknikler konusunda tavsiyelerde bulunmak üzere kurulmuştur. GOÜ'ler ile OECD üyesi ülkeler arasındaki ilişkiler komitenin temel ilgi alanıdır.

Komite, gelişme sürecinde ileri aşamalarda olan ülkelere sektör yatırımlarını arttırmak için uluslararası finans ve sermaye piyasalarına ulaşarak dış finansman sağlamayı en uygun yol olarak değerlendirmekte iken, daha kısıtlı imkanlara sahip GOÜ'lere bağış oranı yüksek, düşük faizli, uzun vadeli resmi kalkınma finansmanlarını önerir **(OECD, 1993, s.35).** Daha önemlisi ise, komitenin OECD üyesi ülkelerin GOÜ'lere yaptıkları kredi şeklindeki finansmanların düzenlenmesi, uyumlaştırılması ve koordinasyonu ile ilgili bir fonksiyona sahip bulunmasıdır. Komite, bunu yaparken her üye ülkenin adil bir katılımını sağlamaya çalışmaktadır.

6.2.Uluslararası Ticari Banka Kredileri

Önceleri sadece devletlerarası işleyen kredilendirme süreci uluslararası sermaye piyasalarında görülen genişlemeler sonucu özel kuruluşlar tarafından da yapılmaya başlanmıştır. Hızlı bir gelişim süreci gösteren bu tür krediler geleneksel finansmanın bir çeşidi olup, herhangi bir ülkedeki ticari bankalardan sağlanan kredileri ifade eder.

Ticari banka kredilerinin en önemli özelliği ise ticari kredilerin tamamen piyasa koşullarını yansıtmalarından kaynaklanır. Ayrıca, bu tür kredilerde genellikle ödemesiz devre ve vadeler kısa olmak eğilimindedir ve çoğunlukla dalgalı faiz özelligi taşımaktadır. Bu yönüyle faiz risklerinin tamamı kredi talep edenlere aktarılmış olmaktadır. Uluslararası ticari banka kredileri gelişmiş ülkelerdeki biriken fon fazlalarının gelişimi ile doğru orantılı bir seyir izlemiştir.

1970'li yıllarda OPEC fonlarının hızla artması ve bunların izleyen yıllarda uluslararası bankalarca tekrar dolaşıma sokulmaları (recycling) bu süreci hızlandıran bir diğer etmen olmuştur. Uluslararası ticari banka kredileri doğrudan devletlere veya özel sektöre ait teşebbüslere yönelik olabilmektedir. Bu tür krediler tek bir bankadan sağlanabildiği gibi bir sendikasyon kredisi şeklinde de olabilmektedir. Sendikasyon yolu ile kredi verilmesi çoğu zaman talep edilen kredinin bir banka tarafından karşılanamayacak kadar büyük olmasından veya riski dağıtma düşüncesinden kaynaklanmaktadır.

Bilindiği gibi bu durumlarda çeşitli ülkelere mensup bankalar konsorsiyumlar oluşturmakta ve istenilen krediyi birlikte temin etmektedirler. Bu şekilde sağlanan kredilere sendikasyon kredileri denilmektedir.

Bankalar ve benzeri kurumlarca gerçekleştirilen konsorsiyumların sağladığı kredilerin faiz hadleri genellikle dalgalı faiz şeklinde olduğundan seçilen faiz oranları ya **LİBOR (Londra bankalararası kredi faiz oranı)**, ya **Prime Rate** (ABD bankalararası faiz oranı), ya da **JLTP** (Japon piyasasında geçerli olan uzun vadeli kredi faiz oranı) artı spread olarak tespit edilmektedir **(Türkakın, 1990, s.56).**

7.ALTERNATİF DIŞ FİNANSMANLAR

GOÜ'lerin kalkınmalarını finanse edecek dış fonlar resmi kalkınma finansmanları ile uluslararası ticari bankalar kredilerinin toplamından oluşan geleneksel finansmanlarla sınırlı değildir. GOÜ'ler için geleneksel finansmanların yanısıra alternatif finansmanlar önemli bir seçenek oluşturmaktadır. Bunların başlıcaları aşağıdaki sayfalarda incelenmektedir.

7.1.Euro Piyasalar ve Tahvil Finansmanı

Özel garantisiz borçlanma kapsamındaki bu finansmanlar başlıca; mevduat sertifikaları, finansman bonoları ve tahvil finansmanlarından oluşur. Ancak mevduat sertifikaları ve finansman bonoları genel olarak kısa vadeli enstrümanlar olduğu halde, uluslararası tahvil ihraçları orta ve uzun vadeli finansman sağlama fonksiyonu gören enstrümanlardır. Kuşkusuz GOÜ'ler açısından önemli olan ikincisidir. Fakat tahvil finansmanı yolu tüm GOÜ'lere açık değildir. Çünkü tahvil ihraçları uluslararası mali çevrelerde yeterli bir kredibilitenin bulunmasını gerekli kılmaktadır.

Tahvil ihracı yoluyla sağlanan finansmanların temel özelligi ticari koşulları yansıtması ve yardım niteliği içermemesidir. Buna karşın, sağlanan kredilerin kullanılabilmesindeki bağımsızlık ve çabukluk ile siyasi baskılardan uzak olabilmesi tahvil finansmanını cazip kılmaktadır. Bu piyasaların müşterileri ise ağırlıklı olarak sigorta kuruluşları, emekli sandıkları ve bankalar gibi kurumsal yatırımcılardır.

Uluslararası tahvil ihraçları ile ilgili olarak belirtilmesi gerekli temel kavramlar ve piyasalardan biri Europiyasalar ve Eurotahvillerdir. Aslında uluslararası finansal piyasalar kavramı karşımıza hemen daima Europiyasa kavramını çıkartır. Europiyasalar; kısa vadeli Europara, orta vadeli Eurokredi ve uzun vadeli Eurotahvil piyasalarını ifade eden genel bir kavramdır. Europara piyasası (Euro Money), ulusal paraların ulusal sınırlar dışında oluşturdukları bir para ve sermaye sistemi olarak tanımlanabilir. Bu piyasa, büyük tutarlardaki Euro-dolar, Euro-mark gibi göçmen paraların dünyanın her yerinde hemen hemen tümüyle yasal düzenlemelerden bağımsız olarak dolaştıkları, bütünleşmiş bir para ve sermaye pazarıdır.

Sözkonusu piyasanın çekirdeğini oluşturan Euro-para ise, ulusal sınırlar dışında, ulusal para otoritelerinin düzenlemelerinden bağımsız, konvertibilitesi olan her para birimini ifade eder. **Kısaca bir İngilizin**

elindeki Japon yeni Euro-yen, bir Amerikan firmasının Almanya'daki kuruluşunun kasasında bulunan dolarlar Euro-dolar olarak adlandırılır. Bu paraların oluşturdukları piyasa da Euro-para piyasası olarak belirtilir. Piyasanın başlangıcı 1950'li yılların ikinci yarısına, hızla gelişmesi ise petrol krizi yıllarına uzanır.

Piyasanın yoğun işlem hacmine sahip olduğu başlıca merkezler ise Avrupa'da; Londra, Amsterdam ve Brüksel, Ortadoğu'da; Bahreyn, Uzakdoğu'da, H.Kong ve Singapur, Orta Amerika'da ise Panama, Bahama ve Caymen adalarıdır. Euro-piyasalardan borçlanma enstrümanları çok çeşitlilik göstermektedir. Bunlar kısaca;

1.Mevduat Sertifikaları: Kısa vadeli bir borçlanma aracı olup, Euro piyasalarının likitidesi en yüksek borçlanma aracıdır.

2.Dalgalı Mevduat Sertifikaları: Genellikle vadeleri üç yıl civarı olan bir araçtır. İlk kez 1977 yılında çıkarılmıştır

3.Euro-Ticari Senet: Sanayi ve ticaret işletmelerince kısa vadeli fon sağlama amacı ile çıkarılan borçlanma aracıdır.

4.Dalgalı Borç Senetleri: Orta ve uzun vadeli bir borçlanma aracıdır. Bu senedin faiz oranı sabit olmayıp her altı ayda bir, LİBOR'a göre yeniden belirlenir.

5.Euro-Kredi: Euro piyasalarının en önemli mali araçlarının başında gelmektedir. Euro-kredi işlemlerinde temel olarak uluslararası bankacılık sisteminin gerçekleştirdiği bir dönüşüm süreci ortaya çıkmaktadır.

Bu krediler kısa vadeli fonları orta ve uzun vadeli kredilere dönüştürmektedirler. Kredi taleplerinin büyük meblağlara ulaşması halinde ise genellikle istenen miktarlar bir bankalar konsorsiyumu oluşturularak karşılanmaktadır. Bu sayede aynı zamanda risk dağıtımı da gerçekleşmiş olmaktadır. Sistemin kredi talep edenlerin büyük meblağlı isteklerine cevap verebilmesi olumlu olarak görülmektedir.

6.Euro-Tahvil: Bağlı bulunduğu ulusal paranın ait olduğu ülke dışındaki piyasalarda satışa sunulmak üzere ihraç edilen menkul değerlerdir. Dolayısıyla, bir çok uluslu Amerikan şirketinin dolar üzerinden ihraç ederek Londra, Frankfurt, Tokyo gibi finansal merkezlerde satışa arz ettiği tahviller Euro-tahvildir. Uluslararası mali literatürde uluslararası tahvil piyasasını ifade eden iki tür tahvilin oluşturduğu piyasa vardır. Birisi Euro-tahvil (Euro Bond) diğeri Yabancı tahvil (Foreign Bond)'dir.

Euro-tahviller uluslararası piyasalarda alım ve satımı yapılan, uzun vadeli ve sabit faizli (1980'lerle birlikte değişken faizli olmak eğilimi artmıştır) uluslararası bir taşınır değer iken, yabancı tahvil tek bir ulusal sermaye piyasasında satışa sunulan bir taşınır değerdir. Bu tahvilleri değerlemede, ihracın gerçekeştirildiği ülkenin para birimi temel alınır. Yabancı tahvil ihraçları ihracın yapıldığı ülkenin yasal düzenlemelerine bağlıdır. Örneğin Dünyanın en büyük yabancı tahvil piyasası olarak bilinen ABD sermaye piyasasında ihraç edilen yabancı tahvillere **"Yankee tahvilleri"** denmektedir.

Euro tahviller'de ise genel olarak ihraçlar yasal düzenlemelerden bağımsızdır ve faiz ödemelerinin vergi kesintilerinden bağımsız oluşu ile ulusal menkul kıymet borsalarına kotasyon zorunluluğu olmayışı açık bir farklılığı vurgulamaktadır. İster Euro isterse yabancı tahvil olsun, tahvil ihraçları geçmişten günümüze hızlı bir gelişme içindedir ve bu tahvilerin önemli bir kısmı da Euro tahvillerdir.

7.2.Doğrudan Yabancı Sermaye Yatırım (DYSY)'ları

Dış finansmanlar içinde alternatif finansman yöntemlerinin en önemlilerinden birisi olan DYSY'ları, bir ülkede yaşayanlarca bir başka ülkede bir iş teşebbüsünün veya gerçek mülkün hatırı sayılır mülkiyet ve yönetiminde yer veya hisse alınması, veya mevcut bir yatırım miktarında artış yapılması olarak tanımlanabilmektedir **(Dunn, 1987, s. 135).**

Bu yüzden DYSY'ları dış finansman teknikleri içinde özel sektörce GOÜ'lere yapılan sermaye akımının bir şekli olarak görülebilir. Bir dış finansman tekniği olarak DYSY'nın borç doğuran sermaye akımlarından farkı; alınan kredilerin elde edilen sonuçlardan bağımsız olarak belirli bir takvimde geri ödeme zorunluluğu içermesine rağmen, DYSY'nın elde edilen sonuçlarla bağlantılı olarak olası bir kâr transferi içermesinden kaynaklanır.

DYSY, temel olarak, yatırım faaliyetlerini birden fazla ülkede sürdüren ve üretimle ilgili kararları bir merkezden alan veya çeşitli yollarla bağlı şirketlerin kararlarını etkileyebilen Çok Uluslu Şirket (ÇUŞ)'ler tarafından yapılırlar. Bu işletmelerin üretim faaliyetleri üç grupta toplanabilir **(Alpar, 1985, s.89);**

1.Geriye bağıntılı üretim faaliyetleri: Daha çok doğal kaynakları işletmek için kurulurlar. Özelliklerine göre kendi sanayi üretimleri veya dünya pazarları için gerekli hammaddelerin çıkarılması, işlenmesi ve satışı faaliyetinde bulunurlar (petrol ve maden işletmeciligi gibi).

2.İleriye bağıntılı üretim faaliyetleri: Bunlar ya ana şirketin yabancı ülkelerdeki satış faaliyetlerini düzenlemek, ya da ana firmanın bulunduğu ülkenin pazarlarının sınırlı olması nedeni ile diğer ülkelerde yatırım yapmak zorunluluğunda olan şirketlerdir.

3.Yatay bağıntılı üretim faaliyetleri: En yaygın biçimdir. Yatırım yapılan ülkedeki yavru şirkete sermaye ile birlikte üretim için gerekli teknoloji, teknik yardım (know-how) ve işgücü transfer edilerek yavru şirketin ana firmanın üretim stratejisi doğrultusunda üretim yapması sağlanır. Oligopolistik bir yapıya sahip bulunan ve yatırımlarıyla yabancı ülkelerdeki ucuz üretim faktörleri ve pazar imkanlarından yararlanmaya çalışan bu şirketin amacı, kârlarını dünya ölçeğinde maxsimize etmektir.

ÇUŞ'ların yaptığı DYSY'na karşı GOÜ'lerde var olan yaklaşımlar geçmişten günümüze uzanan tarihsel süreç içerisinde büyük dönüşümler yaşamıştır. Özellikle yakın tarih olarak nitelendirilen ve II.Dünya Savaşından Doğu Bloku'nun çözüldügü 1989 yılına kadarki soğuk savaş yılları ilginç özellikler göstermektedir. GOÜ'ler açısından en önemli olğu bu yıllar boyunca zaman zaman ülkeler bazında değişimler yaşanmışsa da genel olarak ÇUŞ'lara ve bunların yaptığı DYSY'na büyük bir şüphenin varlığıdır.

Gelişmiş ülkelerden hemen hemen tamamında DYSY'larını çekebilmek için propoganda ve teşvikler yolu ile bir hayli çabalar sarfedilirken, DYSY'na çok daha fazla ihtiyaç duyulan GOÜ'lerde şüphe ile yaklaşılmış; yabancı yatırımların ülke egemenliklerini tehlikeye sokacağı, orta ve uzun vadede gelirden daha çok döviz akımı sağlamaya yaradığı ve dolayısıyla sömürgeciliğin bir aleti olduğu, yeterli önlem alınmadığında yerli firmaların yerini alacağı, kısaca çok katı kısıtlamalarla izin verilebilecek bir olanak olduğu düşünülmüştür **(Ryrie, 1987, s.127).**

Dolayısıyla GOÜ'lerin çok büyük bir kısmı bu önemli dış finansman kaynağından yeterince faydalanamamıştır. Bu düşünce yapısının tabi sonucu olarak 1960'lı ve 1970'li yıllarda çok sayıda ülkede millileştirmeler yaşanmıştır.

Örneğin, Nijerya hükümetinin 1979'da British Petroleum'un aktiflerini millileştirmesi, 1960'larda Hindistan hükümetinin Coca-Cola'nın faaliyetine son vermesi (Hindistan hükümetinin 1993'te verdiği izinle tekrar faaliyete geçmiştir), 1970'lerin başında Şili'nin bakır endüstrisini millileştirmesi ve çoğu ülkenin ağır kısıtlamalar koyması bu kapsamdadır (Sektör kısıtlamaları, pay kısıtlamaları, kâr transferi kısıtlamaları gibi).

Tarihsel sürecin gösterdiği uygulama sonuçlarının önemli bir katkısı, dış yardım/kredi mi yoksa DYSY'mı tercih edilmelidir sorusunun ikincisinin lehine olmasıdır. Yakın tarihin deneyimleri dış borçlanmanın DYSY'dan daha fazla dezavantajlı olduğuna işaret etmektedir. Bunun nedenleri şöyle sıralanabilir **(Gonzales, 1987, s.96)**;

1.Dış kredi sağlayanlar, daha çok kamu projelerini finanse etme eğilimindedirler. Zira bu tip projeler genellikle daha az verim sağlamasına rağmen, ödemeleri resmidir.

2.Kaynakların yöneltildiği yatırım projeleri başarılı veya başarısız da olsa borçlar ödenmek zorundadır.

3.Kaynakların kullanıldığı projeler kâr getirmediği zaman, dış borçlar milli eğemenliği tehlikeye sokabilmektedir.

4.Ekonominin geleceğine güven duyulduğu ve kârlılık uluslararası rekabete yönelik olduğu zaman, DYSY'nın kârlarını ev sahibi ülkedeki ek yatırım yapmak için kullandığı isbat edilmiştir. Buna karşın, borç ödemeleri genelde kredi veren ülkeye dönmektedir.

5.DYSY'ları, normal olarak daha verimli projelerde kullanıldığından dolayı, istihdam olanakları sağlar ve ilk yardım ile sağlanan kâr oranının birkaç mislinden fazla mal ve hizmet üretimine yol açar.

6.DYSY'i, iç sermayenin yerini almaktan ziyade genelde ilave yerli şirketlerin kurulmasını teşvik eder ve bunu ülkede daha fazla tasarruf akımının yatırım haline getirilmesiyle sağlar.

7.Endüstrileşmiş ülkelerin dahi büyük güçlerine rağmen dışarıda üretilmiş mal ve teknoloji ithaline bağımlı olabildigi günümüzde, korumacılık tedbirleri üzerine kurulu olan ithal ikamesi modelinin ileriye götürülmesi mümkün olmayan bir zaman limiti ile sınırlı olduğu artık ispat edilmiş ve GOÜ'lerin uluslararası rekabete dayanabilecek hale gelmeleri için DYSY'larına mutlak ihtiyaç duyacakları genel kabul görmüştür.

7.2.1.GOÜ'lere Yönelik DYSY'larında Yeni Gelişme Ve Eğilimler

Tarihsel süreç GOÜ-DYSY'ları ilişkisi üzerine ilginç dersler çıkarmaktadır. Bu gelişmeler aşağıda alt başlıklar altında incelenmektedir.

A)GOÜ'lerde DYSY'na Bakış Açısında Yaşanan Değişim

DYSY ile ilgili olarak GOÜ'lerin bakış açısı artık eskisine oranla çok değişmiştir. GOÜ'lerin çok büyük çoğunluğu artık DYSY'nı emperyalizmin bir ajanı ya da yeni sömürgecilik olarak görmekten vazgeçmiştir. Günümüzde, artık geçmişteki kamulaştırmalar sözkonusu olmadığı gibi, dünyanın her yerindeki ülkeler ekonomik liberalleşmeye dayalı ve global ekonomi ile bütünleşmenin kendileri için en önemli hedef olduğunu kabul eden yeni büyüme ve kalkınma yaklaşımları uygulamaktadır. Daha önce yabancı yatırımcıları istemeyen ve kovan ülkeler artık onlara kollarını açmaktadırlar. Daha da ötesi, eski Doğu Bloku ülkelerinin de devreye girmesi ile birlikte artan bir şekilde DYSY'larını kendilerine çekebilmek için ülkeler arası yarış dahi sözkonusu hale gelmiştir.

Aslında bu eğilimler güçlenmekle birlikte yabancı yatırımcılara karşı şüpheli tavırlar tamamen de yok olmamıştır ve bir süre daha devam edebileceği söylenebilir. Bu tutumlar özellikle kendilerini dünya ekonomisine entegre etme umuduyla yabancı yatırımları çekmeye çalışan orta ve doğu Avrupa'nın yeni demokrasiye geçen ülkeleri ile eski Sovyetler Birliği ülkelerinde geçerlidir. Son kamuoyu araştırmaları bu bölgelerde yabancı yatırımlara karşı çok farklı tavırların geçerliliğini koruduğunu göstermektedir. Örneğin 1992 Nisanında Slovakya'da yapılan bir anket çalışması cevaplayıcıların 2/3'ünün, 1990 sonlarında Polonya'da yapılan bir anket çalışmasında da cevaplayıcıların %44'ünün yabancı yatırımları olumlu görmediklerini göstermiştir.

Daha ilginci dünyanın en büyük ÇUŞ'larının merkezi konumundaki bazı ülkelerdeki tereddütlerdir. **Örneğin ABD'de Japonların son zamanlarda yoğunlaşan emlak alımları, ABD'nin ekonomik geleceğine ilişkin kontrolün Japon'lara kaptırıldığı veya dünyadaki ekonomik üstünlüğün kaybedildiği şeklindeki korkuları harekete geçirmiştir. Fransa'da ise Euro-Disney eğlence parkının açılışı Fransız kültürünün aşırı Amerikanlılaştırılması** şeklinde korkulara neden olmaktadır **(Hall, 1993, s.7).**

B)Yatırım Tercihlerinde Yaşanan Değişimler

Yabancı yatırımcıların yatırım yeri tercihleri ile ilgili olarak hızlı gelişmeler sözkonusudur. Tıpkı yerli yatırımcılar gibi ekonomik ve politik faktörlerden etkilenen ÇUŞ'ların yer seçiminde nisbi maliyetler önemli bir yer oynamaya devam etmekte ancak bazı aktörlerin önemi de azalmaktadır. Örneğin düşük işçilik maliyetleri önemini giderek kaybetmektedir. Toplam maliyetler içinde işçilik maliyetinin %10-15 gibi düşük seviyesi bunu teşvik etmektedir.

Buna karşın beyaz yakalılar olarak bilinen üst düzey yöneticilerinin gelişmiş ülkelerdeki maliyetlerinin hızlı artışı ÇUŞ'leri iyi eğitilmiş insan gücüne sahip GOÜ'leri tercih etmeye neden olmaktadır. Yani ÇUŞ'lar artan yetenekler, eğitim ve yüksek becerili işgücüne sahip ülkeleri tercihe yönelmişlerdir.

Bu gerçek, artan oranda önem kazanmaktadır. Çünkü dünya çapında rekabet hızla artmakta, bu ise ürün geliştirilmesini hizmet kalitesini ön plana çıkarmaktadır. Ayrıca, çok karmaşık üretim hatlarının GOÜ'lere aktarılması bunları gerektiği gibi kullanabilecek işgücünün önemini hızla çoğaltmaktadır.

Ülke riskinin önemi ise yatırım yapılacak ülkenin seçimini belirleyen önemli bir diğer faktördür. Geçmişin acı tecrübeleri hem ÇUŞ'ları hem de akademik çevreleri risk analizlerine yöneltmiş bu sektörün hızla gelişmesini sağlamıştır. Risk faktörünün getirdiği yeni yapılanmalar ise bir çok ülkenin dış yatırımlarını sigortalamaya girişmesine neden olmuştur. Ancak bu sigorta imkanından faydalanmak oldukça zor olmaktadır. Örneğin, ABD'de sigortalanacak dış yatırımların ABD'de işsizliğe neden olmamasını gerekli kılan şart, çoğu firmanın bu imkandan mahrum kalmasına neden olmaktadır **(Adhip, 1988, s.61).**

Bununla birlikte ÇUŞ-Risk faktörü üzerine yapılan çalışmalar getiri oranının yüksekliği yeterli olduğunda ÇUŞ'ların riskten kaçınmadığına işaret etmektedir (özellikle petrol ve madencilikte).

ÇUŞ'ların dış yatırımları için en önemli faktörlerden biri de pazar hacmidir. Ancak bu durum, daha ziyade iç pazar için üretimi düşünen firmalar için geçerlidir. İhracatı düşünen ÇUŞ'lar içinse küçük ülkelerde çoğu zaman tercih sebebidir.

Yabancı yatırımcının bir ilgi alanı da gideceği ülkede var olan yabancı sermaye hacmi ve işkollarıdır. Bunu, işletme ortamı açısından başarılı çalışıp çalışmadıklarını tespit için izlemektedirler. Yabancı yatırımıyı motive eden bir diğer faktör de taşımacılık, enerji, iletişim, sanayileşmede ulaşılan aşama gibi alt yapı kalitesidir.

Özetle, artık çoğu çalışmalar yabancı yatırımcıları en çok motive eden unsurlar arasında nisbi maliyetler ve ülke riskinin yanısıra yapısal faktörlerin hızla önem kazandığını vurgulamaktadır **(Preffermann, 1992, s.5-6).**

C)GOÜ'de Tüketici Profili Değişimi Ve Gelişmiş Ülkelerde Yaşanan Ekonomik Durgunluk

Günümüzde GOÜ'leri ÇUŞ'lar için cazip kılan bir faktör ise bu ülkelerde yaşanan hızlı bir tüketici profili değişimidir. Artık, gelişmiş ülkeler için temel ihtiyaç maddesi haline gelen bir çok ürün (renkli TV'ler, küçük oto'lar vb.) özellikle yeni sanayileşen ülkelerde çok iyi satmakta ve cazip birer pazar konumuna getirmektedir.

Ayrıca özellikle son yıllarda gelişmiş ülkelerde yaşanan ekonomik durgunluk bir ilave faktör olarak ÇUŞ'lerin GOÜ'lerde yatırıma yönelmelerine neden olmaktadır. Bu faktör DYSY'larından ziyade daha çok portföy yatırımları şeklinde kendini göstermekle birlikte, DYSY'larını da etkilemektedir. ÇUŞ'lerin toplam kârları içerisinde bağlı şirket yada iştiraklerin yüksek boyutları ve bunların çogunlukla merkez şirketin kârlarını aşması yaşanan sürecin boyutlarını vurgulamaktadır.

D)DYSY'larında Sektörel Dağılımda Görülen Değişim

DYSY'larının sektörel dağılımı süreç içerisinde büyük değişme göstermiştir. İmalat ve madencilik sektöründen hizmetlere doğru büyük bir kayış yaşanmaktadır. 1970'lerin başında dünya toplam DYSY'nın %25'i hizmetler sektörüne giderken 1980'lerin ortalarında bu oran %40'lara ulaşmıştır.

Bunun temel nedeni ise, 1980'lerin başlarında birçok sanayileşmiş ülkede Arz İktisadı yanlısı makro ekonomik politikaların getirdiği finansal liberalleşme ve benzeri politikaların (özelleştirme, deregulation, vb.) teknolojik yeniliklerle bütünleşmesi sonrası hizmetler sektöründe görülen liberalleşme ve globalleşme olarak görülmektedir **(France, 1992, s.25).**

E)İktisadi Entegrasyonlar ve DYSY'larındaki Değişim

ÇUŞ'leri etkileyen bir diğer faktör entegrasyonlardır. İktisadi entegrasyonların neden olduğu stratejik saptırmalar DYSY'nın çok önemli bir bölümünün bu bölgelere kanalize olmasına neden olmaktadır. Özellikle Avrupa Topluluğu (AT) dikkat çekici bir örnektir. **Yapılan birçok çalışma AT'nin içe yönelik bölgesel kapalı entegrasyonunun uluslararası kaynak dağılımını bozucu olarak kendisine çektiğine işaret etmektedir (Urata, 1991, s.30).**

Gerçekten de DYSY'nın AT'na akışları 1980'lerin ikinci yarısıyla birlikte büyük bir sıçrama yapmıştır. 1985-87 arasında AT'na gelen akışlar 82 milyar $'a ulaşmıştır ki, 1982-84 dönemindeki 14.5 milyar $'la kıyaslandığında %565'lik bir artış sözkonusudur. Bu ise belirtilen dönemde AT'na yönelik akışların dünya DYSY'ları içindeki payını %16.4'da, %36.7'e yükseltmiştir **(Sung-Taik, 1992, s.12).**

Entegrasyon dışı ülkelerden AT'na yönelik sermaye akışındaki hızlı gelişmenin yanısıra, Topluluk içinde de sermaye hareketlerinde hızlı bir gelişme olmuştur. Özellikle son iki üyenin getirdiği coğrafi genişleme ve geniş pazarlar, bu ülkelere yönelik ilgiyi hızla arttırmış, entegrasyon teorisine uygun bir şekilde DYSY'ı zengin kuzey bölgelerinden güneydeki bölgelere doğru kayma göstermiştir **(William, 1990, s.274).**

F)DYSY'ları Ve Ülke Tercihlerinde Yoğunlaşma

ÇUŞ'larca yapılan DYSY'nın dağılımı geçmişten günümüze benzer bir trendde olmak üzere çok büyük çoğunlukla piyasa ekonomisi enstrümanlarının çalıştığı gelişmiş ülkelerde yoğunlaşmaktadır. GOÜ'lerin, alternatif dış finansman türlerine göre nitelik olarak daha faydalı bu uzun vadeli finansman tekniğinden faydalanabilmeleri sürekli sınırlı kalmaktadır.

1980'li yıllar bu gerçek için tipik bir örnek olarak düşünülebilir. Bu dönemde GOÜ'lerin sahip olduğu DYSY'ları stokları artmakla birlikte (1983'te GOÜ'lere yapılan yıllık DYSY'ı 10.4 milyar $ iken, 1988'de 25.1 milyar $'a ulaşmıştır), Dünya DYSY'ı içindeki payı sürekli azalma göstermeye devam etmiştir (1983'te %23.7 iken 1988'de %17.4'e kadar düşmüştür) **(Sung-Taik, 1992, s.23).** Diğer yandan GOÜ'de yapılan DYSY'nın piyasa ekonomisi enstrümanlarına önem veren GOÜ'de (Singapur, Brezilya, Meksika, Çin, H.Kong, Malezya gibi) yoğunlaşması da dikkat çekici bir özelliktir.

G)DYSY'ları Ve Yatırım Biçimlerinde Değişmeler

DYSY'larında görülen bir diğer gelişme ise uluslararası yatırım biçimlerinde görülen çeşitlenmedir. 1960'lardan bu yana ortaya çıkan yeni tip uluslararası yatırımlar geleneksel dış yatırımları tamamlayıcı bir rol oynamışlardır. Özellikle 1980 sonrası borç krizi bu tür yeni yatırımların çeşit ve miktarını etkilemektedir. Yeni yatırım çeşitleri başlıklar halinde şöyle sıralanabilir **(Tekeoğlu, 1988, s.16);**

-**Ortak teşebbüs (Joint Venture);** Yabancı yatırımcılar ile genellikle özel firmaların birlikte kurdukları ve sahip oldukları firmalardır.

-**Lisans Anlaşmaları (Licensing Agreements);** ÇUŞ'ların belirli bir teknolojiyi kullanma haklarını yerel pazarda üretim ve pazarlamadan sorumlu bir firmaya devri, bunun karşılığında yerel firmanın ÇUŞ'a bir ödeme yapmasını öngören anlaşmadır.

-**İşletme Anlaşmaları (Management Contracts)**

-**Anahtar-Teslim Anlaşmaları (Turnkey Contracts)**

-**Üretim Paylaşma Anlaşmaları (Production Sharing Contracts)**

-**Uluslararası Taşeron Anlaşmaları (Subcontracting)**

H)DYSY'ları Ve Beklenen Potansiyel Faydalardaki Değişmeler

Yakın zamanlara kadar DYSY'nın; sermaye açığını kapatma, teknoloji transferi sağlama, ihracatın geiştirilmesi ve istihdam sağlayıcı olduğu genel kabul görmekle birlikte gelişmeler sonrasında artık bu geleneksel potansiyel yararlara şu unsurlarda ilave edilmektedir **(3.İkt. Kongresi; 1992, s.136);**

-Gelişmiş ve sermaye ihraç eden ülkelerin
politik ve ekonomik desteği,

-Promosyon (ülke tanıtımı),
-Küreselleşme (Dışa açılma) ve
-Çevre koruma ve insan kaynaklarının geliştirilmesi.

7.2.2. GOÜ'de DYSY'larının Teşvik Edilmesi

GOÜ'de DYSY'nın teşvik edilmesi uzun yıllardan beri sanayileşmiş ülkelerde üzerinde durulan ve gerek çeşitli uluslararası organizasyonlarca gerek ulusal kuruluşlarca gerekse de ticari birliklerce geliştirilmeye çalışılan bir olgudur. Bunu sağlamak üzere çeşitli programlar tertipleyen bu kurumların çıkış noktaları temel olarak iki varsayıma dayanır.

-Gelişmiş ülkeler çıkışlı DYSY, GOÜ'lerin ekonomik kalkınmasına önemli bir katkıda bulunacaklardır ve,
-DYSY'nın GOÜ'lere yeterli akışlarının sağlanması, desteklenmedikçe çok sınırlı kalacaktır.

Kuşkusuz bu programların iki varsayım altında sınırlandırılması yeterli değildir. Çünkü bu yatırımlar sayesinde iç tasarrufları iç yatırımlarının üzerinde olan gelişmiş ülkeler fon fazlalarını tıpkı kredi vermede olduğu gibi yatırımlar yoluyla değerlendirme olanağını kendi ekonomilerine sağlamış olmakta, ayrıca bu yatırımlar yolu ile kendilerine siyasal yararlar da sağlamaktadır. Böylece gelişmiş ekonomiler fon fazlalıklarını değerlendirebilirken GOÜ'ler de çeşitli faydalar sağlamaktadırlar.

Geçmişte DYSY'nın GOÜ'lere yönlendirilmesinin teşvik edilmesinde sadece GOÜ'de problemlerin olduğu düşünülmekle birlikte sanılanın aksine gelişmiş ülkelerde de sıkıntılar olmuştur. Özellikle DYSY'nın istihdam ve teknolojik üstünlük kaybına neden olacağı ve böylece ekonominin zayıflayacağına inananların yaygınlık kazandığı dönemler bu açıdan gelişmeleri aksatıcı olmuştur. Bu tip tutumlar özellikle 1980'li yıllarla birlikte giderek azalmaya başlamıştır. Artık GOÜ'lere DYSY'nın arttırılmasının teşvik edilmesinde uluslararası kuruluşların gayretleri özel bir konumdadır. Özellikle borç krizi yılları olarak bilinen 1980'lerde bu kuruluşların önemi giderek artmış, bu kuruluşlar da faaliyetleri içinde bu konuya daha fazla ilgi göstermeye başlamışlardır. Dünya Bankası grubu kuruluşlar, OECD, Birleşmiş Milletler bu kapsamda sayılabilir.

A)OECD TEŞKİLATI

OECD Teşkilatı, GOÜ'lere DYSY'ı teşvik eden kurumlardan birisidir. Teşkilat bünyesinde uluslararası yatırımlar ve ÇUŞ'lar konusunda üye ülkeler arasında işbirliğini geliştirme görevini üstlenen Uluslararası Yatırım ve Çok Uluslu Şirketler Komitesi (CIME) 1975 yılında oluşturulmuştur. Komite GOÜ'lere özel yatırımların teşvikine özel önem vermekte ve ilgili çalışmalar yapmaktadır. Komiteye bağlı çalışma gruplarından üçü bu hususla yakından ilgilidir. Bunlar **(OECD, 1993, s.46)**;

-CIME Rehberlik Çalışma Grubu
-CIME, Uluslararası Yatırım Politikaları Çalışma Grubu ve 1992 yılında oluşturulan CIME-Sermaye Hareketleri ve Görünmeyen İşlemler Komitesi (CMIT) ortak çalışma gruplarıdır. Komite özellikle üye ülkelerin DYSY'ı konusunda koordine olmasına ve aksaklıkları düzeltmeye çalışmaktadır. Gelişmiş ülkelerin GOÜ'de DYSY'nı teşvik etmeleri ile ilgili, önemli diğer organizasyonların başlıcaları şunlardır **(Belot, 1992, s.40)**;

-AT Programları (EC-CDI ve EC-IIP),
-Uluslararası Ticaret Merkezi (ITC),
-Birleşmiş Milletler Sanayi Kalkınma Teşkilatı (UNIDO),
-Uluslararası Finans Kurumu (IFC) ve
-Çok Taraflı Yatırım Garanti Ajansı (MIGA).

B)AT Programları (EC-CDI ve EC-IIP)

DYSY'nın teşviki ile ilgili olarak AT üye ülkeleri ile Afrika, Karayib ve Pasifik ülkeleri arası promosyonu sağlayan AT Sanayi Kalkınma Merkezi (EC-CDI) ve 1988 yılında kurulan Asya, L.Amerika ve Akdeniz ülkeleri arası promosyonu sağlayan uluslararası yatırım ortaklık teşkilatından (EC-IIP) oluşur.

C)Uluslararası Ticaret Merkezi (ITC)

ITC, 1966'da GATT ve UNCTAD'ın ortaklaşa kurduğu bir birimdir. Dış ticaret konularında GOÜ'lere bilgi sağlamak, önerilerde bulunmak, eğitim ve yayın faaliyetlerinde bulunmak gibi amaçları taşır. Bu çerçevede önemli bir amacı da GOÜ'e DYSY'nı teşvik etmektir. Özellikle Joint Venture tipindeki DYSY'nın yaygınlaşmasını sağlamaya çalışır.

D)Birleşmiş Milletler Sanayi Kalkınma Teşkilatı (UNIDO)

UNIDO, 1966 yılında kurulmuştur. Başlıca görevi GOÜ'lere teknik yardım sağlamaktır. Bu çerçevede fonksiyonlarından biri de GOÜ'lere DYSY'nı teşvik etmektir.

E)Uluslararası Finans Kurumu (IFC)

IFC'nın kuruluş amacının, GOÜ'de özel yatırımların teşvik edilmesi olması kurumun önemini açıkça göstermektedir. IFC, kredi ya da sermayeye katılım şeklindeki finansman faaliyetlerinin yanısıra; yatırım öncesi planlama, proje yapımı, proje sonrası destek, şirketlerin yeniden düzenlenmesine destek, sermaye piyasalarını geliştirme ve yabancı yatırım danışmanlık hizmeti gibi teknik desteklerle DYSY'nı teşvik etmektedir (**Dunn, 1987, s.150**). IFC'nin faaliyetleri özellikle 1980'li yılların ikinci yarısıyla birlikte DYSY'nın teşviği üzerine yoğunlaşmaya başlamıştır.

DYSY'nın her çeşidini teşvik etmeye çalışan IFC'nin promasyonları; sektör promasyonları, eşleştirme ve proje geliştirmenin kombinasyonları üzerine odaklıdır. İlgili çalışmalarını sürekli geliştirmeye çalışan IFC'nin yeni faaliyetlerinden birisi de daha küçük projeleri kapsamı altına alması olarak belirtilebilir.

F)Çok Taraflı Yatırım Garanti Ajansı (MIGA)

GOÜ'lere yönelik DYSY akımlarını arttırmak ve koordine etmek amacıyla Dünya Bankasının bir yan kuruluşu olarak Nisan 1988'de kurulmuştur. Ajansın kurulmasının ardında yatan mantık GOÜ'lere yönelik DYSY'nın ticari ve politik riskler nedeniyle bir türlü istenilen seviyelere ulaşamaması ve geleneksel dış finansmanların GOÜ'lere olan akışının giderek daha sınırlı hale gelmesi nedeni ile alternatif finansmanların bu açıkları doldurmada ikame edici olarak düşünülmesidir. MIGA'nın misyonu kalkınma için özel yatırımları teşvik etmek, DYSY'nı ticari olmayan risklere karşı sigorta etmek, üyelerine teşvik ve danışmanlık hizmetleri vererek GOÜ'de cezbedici bir yatırım iklimi sağlamaktır.

Aslında, yatırımcıları risklere karşı korumak yönündeki girişimler yeni değildir. 1948 yılında dahi ABD'de Avrupa'da faaliyet gösteren firmalar için benzer kurumlar vardı ve halen günümüzde çoğu gelişmiş ve bazı GOÜ'de de benzer kurumlar vardır. Fakat bunların, genellikle yatırımlara limit koymaları, bölgesel bazda faaliyet göstermeleri ve diğer bazı kısıtlamalar içermeleri sözkonusudur. İşte MIGA bu açıkları kapatmak üzere kurulmuştur. MIGA'nın sigorta kapsamı şunlardır: Döviz transfer kısıtlamaları, her türlü kamulaştırmalar, anlaşma ihlalleri, savaş ve sivil karışıklıklar.

Garanti kapsamı normal olarak üye ülkeleri kapsarken özelleştirme ile elde edilenleri, yeni sermaye katılımlarını, modernizasyonları ve finansal yapılanmaları da sigorta etmektedir. MIGA'nın promosyon hizmetlerinde amaç, ÇUŞ'lar, politika yapıcılar ve gelişmekte olan üye ülkelerdeki özel yatırımcılar arasında bir diyalog sağlamaktır. Bu amaçla genellikle hedef ülke baz alınarak konferanslar tertiplemektedir (Şubat 1990'da Ghana, Şubat 1991'de Jamaika gibi). Bu konferanslar sonucunda olumlu sonuçlar alınmış özellikle Joint Venture tipinde bir çok yatırım sağlanmıştır **(Belot, 1992, s.45).**

MIGA anlaşmaları tipik olarak 15-20 yıllıktır. MIGA'nın uygulama sürecinde projeler, finansal, ekonomik, çevre ilişkisi ve ev sahibi ülkeye kalkınmada katkılarıyla değerlendirilir. Genellikle asgari bir yatırım miktarı belirtilmez ancak en yüksek miktar 50 milyon $'la sınırlıdır. Proje başına primler ise proje tipine göredir (MIGA'nın prim oranları kendi kendini finanse etmesi nedeni ile ulusal sigortalardan biraz daha yüksektir). Üye sayısının yüzü aştığı kurum 30 Haziran 1991'e kadar 15 garanti anlaşması yapmıştır. Tahminen bu projeler 6380 ek istihdam ve bir milyar dolar döviz sağlamıştır.

MIGA'nın garanti altına aldığı projeler şu ana kadar genellikle madencilikte yoğunlaşmıştır. Ayrıca, MIGA danışmanlık hizmetleri de görmeye devam etmektedir. Gelişmiş ve gelişmekte olan ülkelerce kısa zamanda benimsenen MIGA'nın faaliyetleri hızla artmaktadır **(Wallace, 1992, s.48-49; Shihata, 1988 s.18).**

7.2.3.DYSY'larını Özendirici Programlar ve Çeşitli Kuruluşlar

Gelişmiş ülkelerin GOÜ'de DYSY'nı teşvik etmek için değinilen kurumların programlarının çoğunluğu potansiyel yatırımcılara yardım şeklindedir. Ayrıca, bazı programlar GOÜ'de yatırım için varolan güçlükleri aşma ile ilgilidir. Bu kuruluşların DYSY'nı teşvik için sunduğu promosyon hizmetlerinde büyük farklılıklar olmakla birlikte genel olarak şunlar kullanılmaktadır:

A)Danışmanlık Hizmetleri: Potansiyel yatırımcılara yatırım yapılması düşünülen ülkeler ile ilgili yatırım ortamları, şartlar ve gerekli görülen diğer hususların hazır olarak sunulmasıdır.Bu hizmetler potansiyel yatırımcıların talebi üzerine verilmektedir.

B)Yatırım Misyonları ve İleri Programlar: Danışmanlık hizmetleri talebe bağlı olarak verilirken, çoğu zaman potansiyel yatırımcılara yatırım fırsatları hakkında bilgiler veren çeşitli inceleme ve araştırmaların doğrudan sağlanması ve potansiyel yatırımcılara ilk elden bilgi veren seminerler, ticaret fuarları, tele-konferansların sağlanmasına yönelik faaliyetlerdir.

C)Eşleştirme Faaliyetleri: Yaygın olarak yürütülen promosyon faaliyetlerindendir. En basit haliyle eşleştirici, ilkin GOÜ'de bir yatırım fırsatının belirlenmesini yapar. Sonra, bunu sağlayan organizasyon gelişmiş ülkelerde bir ilgili yatırımcı arayarak bunların eşleşip faaliyete başlamasını sağlamaya çalışır.

D)Sektör Promosyonları: Eşleştirme şeklindeki proje bazlı promosyonlardan ziyade promosyona sektörel yaklaşımda, promosyon ajansı çok genel olarak özel bir ülke ve sektörde olabilecek yatırım fırsatlarını belirlemekte ve potansiyel yatırımcılara aktarmaktadır. Sektörel taban promosyonun eşleştirme'den ayrılan yönünü oluşturmaktadır.

E)Fizibilite Çalışmalarına Destek: Çeşitli nedenlerle GOÜ'de DYSY'ne girişildiğinde fizibilite çalışmaları gerekmektedir. İlgili organizasyonlar bu noktada promosyon amaçlı olarak faaliyete geçmekte, gerek ön fizibilite çalışmalarında gerekse tam fizibilite çalışmalarında firmalara yardımcı olmaktadırlar. Bu çalışmalar zaman zaman fizibilite maliyetlerinin %50'sine kadar olan kısımların da maliyetine katlanma şeklinde olmaktadır.

F)Proje Geliştirme Ve Başlatma Desteği: Fizibilite çalışmaları bir kez tamamlandığında bazı organizasyonlar proje geliştirme ve başlatma desteği sağlamaktadırlar. Bu tür destekler özellikle tecrübesiz firmalara yöneliktir. Bu programlar çoğunlukla; finansman bulmada yardım, anlaşma metinlerinin hazırlanması, teknolojik adaptasyon ve yerel personelin eğitimi ile ilgili desteklerdir. Aşağıdaki tabloda seçilmiş bazı kuruluşların DYSY'nı teşvik hizmetleri özetlenmektedir.

TABLO 2: ÇEŞİTLİ KURUMLARIN DYSY'NA YÖNELİK PROMOSYONLARI

Ajanslar	Danışmanlık	Eşleştirme	Misyon	Sektörel	Fizibilite	Proje Gel.	Özsermaye	Kredi	Garanti
EC-CDI	M	M	M	SY	M	SY	MD	MD	MD
EC-IIP	M	M	M	MD	M	M	M	M	MD
IFC	M	M	MD	M	M	M	M	M	M
ITC	M	M	M	SY	SY	MD	MD	MD	MD
MIGA	M	M	MD	M	MD	MD	MD	MD	M
UNIDO	M	M	M	SY	SY	MD	MD	MD	MD

KAYNAK: T.J.Belot, 1992, s.40.
M: Mevcut, MD: Mevcut Değil, SY: Sınırlı Yardım

GOÜ'lere yönelik DYSY'nın teşvik edilmesine yönelik faaliyetlerin 1980'lerin başından beri hızla önem kazanmasıyla arttırılarak sürdürülen çalışmalar sadece bu kuruluşlarla sınırlı değildir. Bunların yanısıra gelişmiş ülkeler de artan bir şekilde konuya ilgilerini arttırmakta ve gerek kamusal kuruluşları gerekse yarı kamusal kuruluşları ile firmaların GOÜ'de DYSY'nı teşvik etmeye çalışmaktadırlar.

Bu kuruluşların çabalarının ardında yatan gerçek ise uluslararası kuruluşlardan farklı olarak çoğunlukla ülke menfaatleri ve zaman zaman da siyasi hedeflerdir. Örneğin, Fransa geçmişten günümüze bir çoğu eski sömürgesi olan Afrika ülkelerini ön planda tutmaya çalışmıştır. Ancak yakın zamanlarda yeni fırsatlar arayan Fransız sermayesinin de baskısıyla promosyon programlarını Asya, L.Amerika ve Ortadoğu için de genişletmiştir.

Bu ülkelerin, çoğu promosyon programları genellikle küçük ve orta ölçekli işletmelerin joint venture tipi yatırımlarını teşvik etmek üzere odaklanmıştır. Bu konudaki yaygın varsayım bu firmaların GOÜ'lere uygun teknoloji transferinde büyük ölçekli firmalardan çok daha esnek ve uygun araçlar olduğudur. Ayrıca büyük firmaların zaten yeterli kaynağa sahip olduğu bu sebeble asıl olarak küçük ve orta ölçeklilerin teşvik edilmesi ön planda tutulan bir düşüncedir.

8.BAZI YENİ DIŞ FİNANSMAN TEKNİKLERİ

GOÜ'lerin dış finansman kaynaklarından en önemlisi dış kredi temini iken sağlanan kredilerle ilgili diğer kolaylıklar da bu çerçevede değerlendirilmelidir. Verilen kredilerin bağlı ya da serbest olması sağlanan kredinin şartları içerisinde önemli bir yer tutmaktadır. Diğer yandan sağlanan kredilerin vadesinin uzunluğu ve diğer şartlar finansmanların belirleyici diğer özellikleridir.

Bu çerçevede, yapılan finansmanların ödeme devrelerinde sağlanan faiz indirimleri, konversiyonlar (yüksek faizli borçların daha düşük faizli bir borçla değiştirilmesi), yeni ödeme planlarının kabul edilmesi ve borç ertelemeleri bir tür farklı dış finansman kaynağı olarak değerlendirilmelidir. Çünkü borçlu ülkeye bu sayede ek bir finansman (daha doğrusu likitide) sağlanmış olmaktadır. Bunun önemli bir faydası sağlanan ek finansmanın bağlı olmaktan çıkıp serbest hale dönüşmesidir. Çünkü tüm borç ödemeleri dövizle yapıldığından bir borcun ödenmemesi GOÜ'lerin dış ödeme imkanlarının ilgili kısmını serbest kullanma hakkını doğurmaktadır.

Ancak borç ertelemelerinin olumlu yanları olduğu kadar kuşkusuz olumsuz yanları da sözkonusudur. Çoğu kez borç ertelemeleri karşılığında GOÜ'ler kredi verenlere karşı bazı teşvikler vermek durumunda kalabilmektedir (ertelenen borcun faiz haddinin arttırılması ya da veren ülkenin alıcı ülkeye bazı ekonomik, politik baskılarda bulunabilmesi gibi).

Borç ertelemeleri ile ilgili bir diğer husus refinansmanlardır. Refinansmanlarda borçların ödenmesi ve tecili yerine, ödenmesi gereken borç alacaklılar tarafından yapılan yeni bir finansman ile ödenmekte ve bu yeni finansman belirli bir ödeme planına göre borçlu GOÜ'nin borcu haline gelmektedir. Aslında bunun erteleme işlemlerinden farkı yoktur ve finansman konvertibil para ile yapıldığı için herhangi bir borcun ertelenmesi ile refinansmanı arasında fonksiyon bakımından değişiklik olmamaktadır **(Kayra, 1970, s.87).** Geçmişten günümüze gerek borç ertelemeleri gerekse refinansmanlar GOÜ'lerin pek çok kez kullanmak zorunda kaldıkları yöntemlerdir. Ancak kuşkusuz en yoğun kullanım 1970'li yılların sonları ile 1980'li yıllarda sözkonusu olmuştur.

Dış finansmanda Bu tekniklerin yanısıra bazı yeni teknikler de sözkonusudur. Borç-Özsermaye değişim (Debt-Equity Swap) programı, Borç-Doğa (Debt-Nature) degişim programı, Yap-İşlet-Devret (Build-Oparete-Transfer) ve benzeri proğramlar bunlar arasındadır.

8.1.Borç-Özsermaye Değişim Proğramı (Debt-Equity Swap):

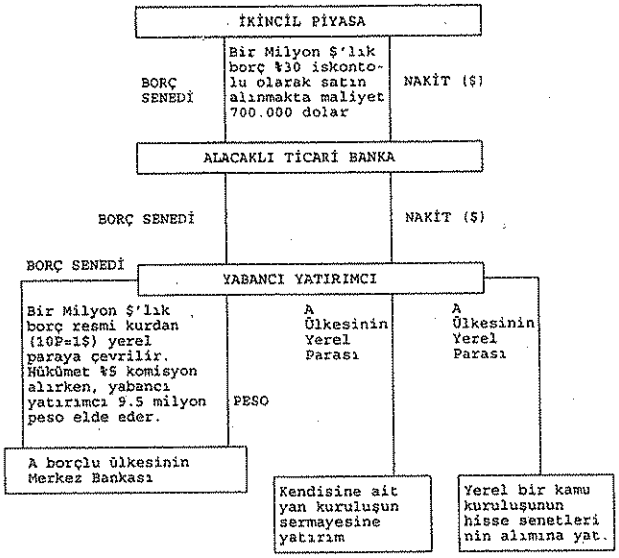
Borç-özsermaye değişim programları aslında yeni bir yaklaşım olmamakla birlikte en yoğun kullanımını 1980'li yıllarda yaşamıştır. Teknik ilk defa 1965'te Brezilya borçları için kullanılmıştır. Şili ilk defa 1985 yılında uygulamış ve 1989 yılına kadar yaklaşık 14 milyar $'lık orta ve uzun vadeli borcunun 3.3 milyar'lık kısmını Borç-özsermaye değişim programı dahil olmak üzere itfa etmiştir. Şili'nin yanısıra Meksika, Brezilya, Dominik, Ekvator, Mısır, Honduras, Jamaika, Fas, Nijerya, Peru, Flipinler, Uruguay, Venezuela ve Türkiye'de programı uygulayan ülkelerdir **(Karluk, 1988, s.49).**

1980'li yıllarda borçlu ülkelere borçlarını azaltmaları ve yabancı sermaye çekebilmeleri için alternatif bir finansal araç olarak sunulan program çok geniş bir uygulama alanı bulmuştur. Dolayısıyla tekniğin kullanılmasıyla azaltılan borç miktarları da artma göstermektedir. Nitekim programın işlem hacminin büyüklüğü 1983 yılında 1.5 milyar $'dan 1988 yılı sonunda 21 milyar $'ın üzerine çıkmıştır. Bunun %30-35'lik kısmı Meksika, %25'i Bolivya, %10'u Şili, %25'i de Venezuella tarafından gerçekleştirilmiştir.

Program vasıtasıyla bankaların alacaklarının bir bölümünü tahsil etmeleri, özel yatırımcıların GOÜ'de politik yönden kabul edilebilir sermaye yatırımları için yeni bir yol keşfetmeleri, hükümetlerin kısıtlı dövizlerle ödemek zorunda oldukları borçlarını milli para ile ödemek imkanını elde etmeleri nedeni ile **"olumlu sonuçlar"** oyunu olarak nitelenen program **(Dunn, 1987, s.143)**, her derde deva bir ilaç olarak görülmemelidir. Program borçlu ülkelerin bir miktar borcunu sermayeye çevirmesine yardımcı olmaktadır.

Örneğin Meksika'nın bu tekniği kullanarak özelleştirme programına önemli bir ivme verdiği bilinmektedir **(Wallis, 1988, s.120)**. Özü itibari ile teknik şöyledir: Bir ülkeden alacağı olan banka tahsilinde güçlük çektiği alacağını o ülkede yatırım yapmak isteyen bir şirkete ülkenin riskine göre %20-60 arasında değişen bir iskonto ile satmaktadır. Şirket ise, bu alacağı, ilgili ülkenin Merkez Bankası (MB)'nda milli paraya tahvil etmekte ve yine o ülkede yatırımda kullanmaktadır **(Tekeoğlu, 1988, s.15)**. Bu işlemde mekanizmanın işleyişi detaylı olarak şöyle gösterilebilir **(Oktar, 1992 s.51)**;

ŞEKİL 1: BORÇ-SERMAYE DEGİŞİM MEKANİZMASI



Şekilden görüleceği üzere borçlu A ülkesinin alacaklısı banka, riskli gördüğü alacağını ikincil piyasada satışa çıkarmakta ve %30 iskonto ile yapılan borç satışını bu ülkede yatırımı düşünen bir ÇUŞ satınaldığı borcu getirip ilgili ülke MB'na satmaktadır. MB'da borcu itibari değerden ya belirli bir iskontoyla ya da piyasa döviz kuruyla borçlu ülkenin milli parasına çevirmektedir (1 dolar 10 peso ise ödenecek miktar 10 milyon peso'dur. Ancak MB, %5 komisyon alıyorsa ödenecek miktar 9,5 milyon pesodur).

Bu aşamadan sonra yatırımcı şirket aldığı yerel parayla A ülkesinde yatırımda bulunacaktır. Sonuçta ilgili ülke hem borcunu azaltmakta hem de yabancı sermaye çekmekte böylece çok yönlü faydalar sağlayabilmektedir. Öte yandan, program ülke içinde yerleşik özel ve tüzel kişilerin de ortaklığına açık tutulursa, ülke dışına kaçmış sermayenin geri dönmesine de yardımcı olmaktadır. Ancak, olumlu sonuçların yanında programın çok sayıda olumsuz yanı da olduğu açıktır. Bunlardan bazıları şöyle sıralanabilir **(Karluk, 1988, s.51; Oktar, 1992, s.53)**;

-En önemli olumsuz etki ülke ekonomisi üzerindeki enflasyonist baskıdır. Özellikle değişim hacminin büyük miktarlara ulaşması bu baskıyı arttırmaktadır. Örneğin değişim işlemine bağlı olarak arttırılan para arzı

ile enflasyon arası korelasyon oranı Brezilya'da 0,84, Arjantin'de 0,85 olarak bulunmuştur. Ayrıca, bu ülkelerin yapısal kısıtlamaları nedeniyle (tasarruf oranının düşüklüğü gibi) sterilizasyon çok zor olmakta bu ise enflasyonist baskıları arttırmaktadır.

-Değişim sonucunda dış borç azaltılabilse dahi mevcut dış borcun iç borç haline dönüşmesi iç borçları arttırmakta bu da faizlerin yükselmesini teşvik etmektedir. Kısaca bütçenin yükü artmaktadır.

-Değişim sonrası ülkeye gelen yabancı sermayenin miktarı arttıkça yabancı yatırımcıların ekonomideki nüfuzları artmakta bu ise problemler çıkarabilmektedir. Üstelik, değişim programlarında yabancı sermayeye tanınan ayrıcalıklar bazı ülkelerde siyasal istikrarsızlıklara da neden olabilmektedir.

Belirtilen bu ve bazı diğer olumsuzluklar değişim programının sürekliliğini sarsıcı etkiler yapmaktadır. Örneğin enflasyonun artacağı endişesi ile Meksika 1987'de proğrama ara verirken Filipinler, değişimi kamu borçları programından çıkarmış sadece özel borçlar için izin vermiştir. Teknik sayesinde borçlarını ciddi bir oranda düştürdüğü bilinen Şili'nin ise başarısının ardında başka unsurların yattığı son çalışmalar ile gözükmeye başlamıştır.

Örneğin Şili ile ilgili bir çalışma ülkede uygulanan değişim programının, anlamlı bir ilave yabancı sermaye girişine neden olmadığını ve programın çok büyük çoğunluğunun önceden var olan yabancı sermayeye çok geniş bir sübvansiyon sağlamakla kaldığını göstermektedir **(Edwards, 1990, s.28)**. Yine Şili'de uygulanan Borç-Özsermaye değişim proğramları üzerine yapılan bir diğer çalışma benzer sebeblerle değişim proğramının Şili ve benzeri diğer ülkeler için kalıcı bir çözümlemeden çok uzak olduğunu, ülke içi para arzındaki baskıların yüksek olmasının yanısıra, ülke içi faiz oranlarını kısa zamanda yükselterek özel sektörün dışlanmasına yol açtığını belirtmektedir **(Larrarin ve Velasco, 1990, s.41)**.

Dolayısı ile Borç-Özsermaye değişim programının, tüm sonuçlar henüz yeterince bilinmemekle birlikte tercihe şayan olamayacağını alternatif yöntemler ile çözümler aranmasının daha uygun olacağını ifade etmek doğru bir yaklaşım olacaktır **(Edwards, 1990, s.28)**.

8.2.Borç-Doğa Değişim Proğramı (Debt-Nature Swap):

Yeni dış finansman tekniklerinden birisi olarak bu proğram, hızla artan çevrecilik akımlarının bir sonucu olarak gündeme gelmiş ve uygulamasında artışlar göstermiştir. Proğram, borcu büyük ülkelere borçlarının belli bir bölümünün azaltılması karşılığında, bir ekolojik bölgenin korunması yükümlülüğünü getiren bir düzenlemeye dayanmaktadır. Proğram çok borçlu ülkelerin borçlarını az da olsa azaltmaya yardımcı olduğu kadar, ekolojik çevrenin koruma altına alınmasını sağladığından, hem finans çevrelerinden hem de çevreci gruplardan önemli destek görmektedir.

Uygulamalarda değişiklik gösterebilmekle birlikte Borç-Doğa değişim proğramı tekniğinin işleyişi şöyledir; Uluslararası bir çevreci kuruluş, borçların el değiştirdiği ikincil piyasadan bir borçlu ülkenin borç senedini iskontolu bir fiyattan satın almakta, ya da bu borcun alacak hakkı, doğrudan borcun alacaklısı ticari banka tarafından bu kuruluşa hibe edilmektedir. İlk durumda, borcun iskontolu satın alınması için gerekli finansman çoğunlukla gelişmiş bir ülke ya da yardım kuruluşundan sağlanmaktadır. Daha sonra, bu çevreci kuruluş borcun yeni alacaklısı olduğunu belgeleyen senetleri, borçlu ülkedeki özel ya da kamu kesimine ait olabilen bir yerel çevreci kuruluşa devretmektedir. Bu kuruluşta, senetleri Merkez Bankasına götürüp yerel para ile karşılığını almakta ve bu fonlarla ilgili ülkede ekolojik dengenin korunmasına yönelik faaliyetlerini finanse etmektedir.

Yaygınlaşma eğiliminde olmakla birlikte, bu tekniğin halen çok sınırlı kullanım alanı bulunmaktadır **(Oktar, 1994, s.42).** Borç-Doğa değişim proğramı, Borç-Özsermaye değişim programında olduğu gibi ilgili ülkelerin dış borçlarını iç borçlara çevirmesi nedeni ile ülke içi para arzının kontrolünü zorlaştırıcı etkiler taşımaktadır.

8.3.Yap-İşlet-Devret (Build-Oparete-Transfer) Ve Benzeri Proğramlar:

Yap-İşlet-Devret (YİD) ve benzeri proğramlar bir süreden beri GOÜ'lere alternatif olarak sunulan yeni sayılabilecek bir dış finansman teknigidir. Prensip olarak YİD modeli şöyle işlemektedir: Yerli ortak da içerebilen bir uluslararası konsorsiyum, model çerçevesinde bir yatırım projesini başlatıp tamamlamakta, belirli bir süre işletmekte ve belirlenen vade sonrasında kullanılan imtiyaz karşılığında mülkiyet haklarını devlete devretmektedir.

GOÜ'lerin özellikle otoyol, köprü, metro, havaalanı, hızlı tren vb. altyapı tesislerinin kurulmasında karşılaştıkları finansal problemlere ve yabancı sermayenin potansiyel faydalarına kavuşabilmede kullanılabilecek bir teknik olarak YİD ve benzeri modeller, -verilecek imtiyazlar, alternatif maliyet ilişkisi iyi ayarlanabilirse- önemli bir potansiyel olarak düşünülebilir. Yarım kalmış yatırımların veya tesis bazında teknolojisi eskimiş işletmelerin tamamlanması veya yenilenmesinde kamunun bir finansman külfetine katlanmadan kullanılabilecegi Tamamla-İşlet-Devret modelleri bir diğer model olarak düşünülebilir **(Uludağ, 1991, s.83).** YİD modelleri GOÜ'lerin dış finansman yükünü azaltmada ve ilave yabancı sermaye çekmede önemli potansiyeller arzetmektedir. Modelin avantajları olarak belirtilebilecek bazı noktalar şunlardır **(Öniş ve Özmucur, 1991, s.51);**

-Yatırım projelerinin daha hızlı ilerlemesi,
-Ülkeye yabancı sermaye çekilebilmesinde bir araç olması,
-Özellikle teknolojik ilerlemeye katkısı olmak üzere yabancı yatırımcıların potansiyel faydalarını arzetmesi,
-Kaynak kullanımında etkinligin artmasına katkı yapması,
-Öncelikli projeler için ilave bir finansman kaynağı olabilmesi,
-Kamu finansmanının rahatlamasına neden olarak devletin asli vazifelerine kaynak ayırmasına yardımcı olması,
-Ve kamu bütçesinin rahatlamasına parelel dış borç yükünün azalmasına yardımcı olması.

YİD ve benzeri modeller çeşitli şekillerde düşünülebilir. Ancak bir dış finansman teknigi anlamında düşünüldügünde GOÜ'ler için çoğu zaman bir imtiyaz kapsamında gerçekleşebilecek bu modellerin dikkatli bir şekilde seçilmesi ve verilen garantilerin uygun bir hukuksal tabanda, GOÜ'lere yeni yükler getirmeyecek şekilde işletilmesi uygulamaların başarısını belirleyici olacaktır.

9.DIŞ FİNANSMANLARIN YÖNETİM VE KOORDİNASYONU İLE İLGİLİ BİR TEKNİK: KONSORSİYUMLAR

GOÜ'lerin temel problemlerinden birisi dış kaynaklara olan bağımlılıkları ve bu kaynaklara ulaşabilmelerindeki var olan zorluklardır. Bunların bir koordinasyon içinde sağlanarak kullanılabilmeleri bir diğer problemdir. Tarihsel deneyimler göstermektedir ki, GOÜ'lere yapılan dış finansmanların büyük bir kısmının bu ülkelerce israf edildiği ya da yerine sarfedilmediği iddiaları önemli ölçüde geçerlilik taşımaktadır. Örneğin, Tanzanya, Zaire ve Somali'nin sürekli ithalat gerektiren bir techizatla ultra-modern havaalanları inşa etmeleri, Fildişi Sahili ve Nijerya hükümetlerinin sil baştan yeni başkentler kurmaları bu kapsamda sayılabilir **(Arnoud, 1992, s.84).**

Özellikle ülke ekonomisinin şartlarından uzak prestij yatırımlarına yönelen yönetimlerin hataları bu çerçevede değerlendirilmelidir.

Dış finansmanların yönetim ve koordinasyonu ile ilgili çabalara değinildiğinde, ilgili literatürde hemen her zaman kastedilen dış yardımların koordinasyonudur. Bu olgu özellikle belirli bir ülkeye çeşitli kaynaklarca temin edilen finansmanların koordinasyonu ile ilgili olmak üzere yardım konsorsiyumları ile birlikte düşünülmektedir. Aslında çoğu zaman bu yaklaşım, dış finansman açıkları içindeki ülkelerin açıklarının kapatılmasında çeşitli kaynakların uyum içinde bir araya getirilmesi amacını taşır.

Diğer yandan, belirli bir projenin dış kaynak gereksinimini biraraya gelerek karşılayan banka konsorsiyumları, yardım konsorsiyumlarından farklı bir olgudur. Özellikle sağlanan kredilerin daha çok ticari nitelik arzetmesi ve katılan tarafların farklılığı belirgin özellikler arasında yer almaktadır.

Dış finansman/yardım konsorsiyumları alternatif dış finansman kaynaklarına ulaşabilmede problemleri olan ülkelere yönelik olarak finansmanı yapacak ülkeler ile alıcı ülkeler arasında, alıcıların kalkınma programlarının uygulanabilmesi için gerekli dış finansman miktarı üzerinde anlaşma zemininin hazırlanıp, ortak bir programın vericilerce hazırlandığı bir kuruluştur **(Dikeç, 1984, s.35).** Dolayısıyla, konsorsiyumlar doğrudan kaynak veren kuruluşlar değil kaynakların sağlanmasına aracılık eden kuruluşlardır. Kurulan konsorsiyumlar, ilgili ülkenin kalkınma planlarında gereksinim duyulan dış finansmanların sağlanmasında koordinasyon işlevini görmekte, yapılan işlemleri değerlendirmekte ve kayıtlara geçirmektedir. Böylece konsorsiyumlar kredilerin sağlanmasında, kredilere uygulanacak faiz hadlerinin ödemesiz dönem ve vadelerinin uyum içerisinde olmasını sağlayacak vazifeler görmektedir.

Konsorsiyumlarca sağlanan krediler; program kredileri, proje kredileri ve borç ertelemeleri ile refinansman kredileridir. Sağlanan bu krediler aynı zamanda önemli ölçüde bağlı krediler şeklinde kullandırılmaktadır **(Tuncer, 1967, s.32).**

Aralarında Türkiye'nin de bulunduğu bir çok ülke için yardım konsorsiyumları ve benzeri kuruluşlar oluşturulmuştur. Ancak konsorsiyumların yardım veren ülke ve kuruluşların insiyatiflerini ellerinden alması nedeni ile 1960'lı yıllardan ortalarından itibaren konsorsiyumlar yerine danışma grupları tercih edilmeye başlanmıştır. Halen de varlığını sürdüren bu kuruluşlar için şu ülkeler örnek gösterilebilir: Türkiye, Pakistan, Hindistan, Sri Lanka, Bolivya, Kenya, Gana ve Nikaragua.

BÖLÜM 2

TARİHSEL SÜREÇ İÇERİSİNDE GOÜ'LERE YÖNELİK DIŞ FİNANSMANLARIN GELİŞİMİ VE ANALİZİ

Çalışmanın bu kısmında geçmişten günümüze onar yıllık dönemler halinde GOÜ'lerin dış finansman deneyimleri incelenecek ve analiz edilecektir. İnceleme ve analiz sırasında özellikle 1970, 1980 ve 1990'lı yıllara öncelik verilecek daha önceki dönemlerle ilgili olarak temel karakteristikler vurgulanacaktır.

1.GOÜ'LERE YÖNELİK DIŞ FİNANSMAN AKIŞINDAKİ GELİŞMELER VE 1950'Lİ YILLAR

İçinde bulunduğumuz yüzyılın ilk yarısı iki büyük dünya savaşı ve bir büyük dünya ekonomik bunalımına sahne olmuştur. Birinci Dünya Savaşı öncesi, sanayi devriminin getirdiği üstünlükle büyük bir sermaye birikimine kavuşan İngiltere'nin önderliğinde hızla gelişen sermaye hareketleri savaş sonrası dönemde özellikle 1930'larda ortaya çıkan ekonomik bunalım ile dünya sermaye hareketlerinin hemen tamamen kesintiye uğramasına neden olmuştur.

Kriz yıllarının atlatılmasının hemen ardından patlak veren II.Dünya Savaşı ise sürecin bir süre daha gelişmesine engel olmuştur. II.Dünya Savaşının bitiminde ise artık dünya, soğuk savaşın hakim olduğu iki kutuplu bir hale gelirken, İngiltere'nin yanısıra ABD'de yeni bir iktisadi güç olarak ön plana çıkmıştır.

Soğuk savaş yıllarının başlamasıyla birlikte çok sayıda ülkenin iştiraki ile kurulan uluslararası finansal kurumların faaliyete geçmesi sermaye hareketlerine yeniden ivme veren güçlü bir başlangıç teşkil etmiştir. Birçok ulus devletin teşekkül ettiği bu yıllarda ABD'nin ekonomik üstünlük olarak İngiltere'nin yerini alması sözkonusudur. Bu yıllarda yaygın olan görüş Asya, Afrika ve Latin Amerika'daki GOÜ'lerin batılı usuller ve yardım şeklindeki dış finansmanlarla kalkınabilecekleridir.

Böylece bu on yıl boyunca GOÜ'lere yönelik başlıca dış finansmanlar; bağışlar, mal transferleri ve daha çok iki yanlı finansmanlardan oluşmaktadır. Kuşkusuz bunların büyük çoğunluğu da daha çok siyasi amaçlıdır (ABD'nin Marshall Planı gibi). 1950'li yılların ortalarından itibaren uluslararası finansal kurumların GOÜ'lere yönelik faaliyetlerini arttırmaları bu ülkelere yönelik kredi hareketlerini genişletmiştir.

Görüleceği üzere bu yıllarda GOÜ'lere yönelik dış finansmanlar daha çok yardım şeklinde iki yanlı krediler olarak işlemektedir. GOÜ'ler bu yıllarda koşullarını dahi fazla incelemeden büyük miktarda borçlanma yoluna gitmişler ve özel sermaye akımları sınırlı kalmıştır. Bu akımlar içinde en önemlisi DYSY'ı şeklinde özellikle ABD kökenli firmaların yatırımları ile gerçekleşmiştir. Ancak bu yatırımlar daha çok Batı Avrupa'da gerçekleşmiştir. Dolayısıyla 1950'li yıllar GOÜ'ler için resmi kaynaklı dış finansmanların yaygın olarak kullanıldığı yıllardır.

Bu yıllarda finansal yardımların büyük bölümü ABD, İngiltere, Fransa gibi gelişmiş ülkelerin tanıdığı ayrıcalıklı koşullarda, sermayenin iki taraflı transferi şeklinde yapılmıştır. 1950'lerin ortalarından itibaren yardım şeklindeki finansman akışı büyük miktarlara ulaşmış, ancak geçici ve bir çok yönlerden yetersiz olduğu ortaya çıkmış ve çoğu zaman ekonomik kalkınma süreciyle ilişkisi az olmuştur. Dolayısıyla 1950'li yıllarda GOÜ'lere yönelik dış finansman ağı çoğu yazarca eleştirilmiş ve bazı ülkelerin morotoryum ilanları da bu görüşlere örnek olarak gösterilmiştir **(Atabek, 1991, s.42).**

2.GOÜ'LERE YÖNELİK DIŞ FİNANSMAN AKIŞINDAKİ GELİŞMELER VE 1960'LI YILLAR

1950'li yıllardan sonra GOÜ'lere yönelik dış finansmanlarla ilgili gelişmiş ülkelerde genel kabul gören görüş, GOÜ'lerdeki iç tasarruf ve teknoloji açığının sanayileşmede darboğaza neden olduğunun ileri sürülmesi ve bu ülkelere bağış içerikli finansmanlar ve doğrudan yatırımlar yapılarak açıkların kapatılabileceği tezi ile ifade olunabilir.

1960'lı yıllarda iki yanlı resmi finansmanlar, çok yanlı finansmanlar ve özel sermaye transferleri hızlı artış göstermiş, ancak özel sermaye transferlerindeki artış çok yanlı finansmanların çok üstünde gerçekleşmiştir. Euro-Piyasalarının 1960'lı yıllarla birlikte hızla gelişmeye başlaması bu açıdan önemlidir. Yine ABD çıkışlı DYSY'larının hızla artışının gerisinde 1960'lı yıllar önemli bir yere sahiptir. 1950 yılında ABD kökenli DYSY'ları 11.8 milyar dolar iken, 1960'lı yıllardaki hızlı gelişme ile birlikte 1970 yılına gelindiğinde 75.5 milyar dolara ulaşmış ve bunun bir kısmı da GOÜ'lere gitmiştir **(Salvatore, 1990, s.346).**

Diğer yandan 1960'lı yıllarda 1950'lilerin aksine artık en büyük kreditör ABD değildir. Hızla gelişen Batı Avrupa ülkeleri de artık önemli dış finansman sağlayıcı ülkeler haline gelmişlerdir. 1960'lı yıllarda GOÜ'in dış finansman kaynakları ile ilgili olarak temel karakteristikler şöyledir;

-1950'li yılların en önemli dış finansman kaynaklarından iki yanlı krediler hızlı gelişmesini sürdürmüştür. Şöyle ki; 1960 yılında net toplam iki yanlı akımlar 4,2 milyar $'dan sürekli bir artışla 1967 yılında 6.2 milyar $'a yükselmiştir.

-Uluslararası finansal kurumların faaliyetlerini GOÜ'lere döndürmeleri ile birlikte 1950'li yıllarda çok sınırlı olan çok yanlı finansmanlar hızla artış göstermiştir. 1960 yılı itibari ile net toplam çok yanlı finansmanlar 281.7 milyon $'dan hızlı bir artışla 1967 yılında bir milyar $'ı aşmıştır.

-GOÜ'in dış ticaretine yönelik kredilendirme süreci de bu çerçevede hızlı bir gelişme göstermiştir. 1960 yılında net devlet garantili özel ihracat kredileri 498 milyon $ iken hızla bir artışla 1967 yılında 1.342 milyar $'a ulaşmıştır.

-1960'lı yılların en önemli özelliklerinden birisi de 1950'li yıllarda oldukça sınırlı olan, GOÜ'lere yönelik özel DYSY'nın dikkate değer bir canlanma içerisine girmesidir. Şu kadarını söylemek gerekir ki, 1960'lı yıllarda GOÜ'lere yönelik dış finansmanlar içinde en önemli kalem iki yanlı transferler iken ikinci en önemli kaynak DYSY'larıdır. Dönem boyunca yaklaşık olarak her yıl GOÜ'lere 3 milyar $ civarında kaynak akımı gerçekleşmektedir **(Kayra, 1970, s.127).**

-1960'lı yıllarda uluslararası ticari banka kredilerinin GOÜ'in dış finansmanları içindeki payı %15 civarında kalırken toplam dış finansmanların %80'leri resmi nitelikli finansmanlardan oluşmakta **(Debs ve diğ., 1987, s.17),** ve tüm bu kaynakların yaklaşık %60'ı imtiyazlı kaynaklar içermektedir **(Todaro, 1983, s.338).**

-1960'lı yıllarla ilgili belirtilmesi gerekli bir nokta da bu yılların ikinci yarısından itibaren GOÜ'lerin Euro-piyasalara çıkmaya başlamasıdır. Fildişi Sahili bu açıdan öncü ülkedir. Fildişi Sahili 1968'de 10 milyon $'lık ilk Euro krediyi alan ve Euro piyasaları GOÜ'lere bir alternatif olarak benimseten ülke olması nedeni ile önemlidir **(Arnoud,1992, s.50).**

3.GOÜ'LERE YÖNELİK DIŞ FİNANSMAN AKIŞINDAKİ GELİŞMELER VE 1970'Lİ YILLAR

1970'li yıllar dünya ekonomi tarihi içerisinde ayrıcalıklı bir yere sahiptir. Bretton Woods sisteminin getirdiği sabit fakat ayarlanabilir döviz kuru sisteminin yerini dalgalı kurlara bırakması, petrol krizleri, yaygın enflasyonlar, faiz oranlarındaki keskin dalgalanmalar, değişken faiz oranlı kredilendirme süreçlerinin yaygınlaşması vb. çoğu beklenilmeyen gelişmeler 1970'li yıllara özgüdür. 1970'li yılların konumuz açısından en önemli yanı ise kalkınma finansmanı tedarikinde büyük ve önemli kurumsal değişmelerin olmasıdır.

Aslında 1970'li yılların başlarına gelindiğinde GOÜ'lerin ödemeler dengesi problemleri hayli yükselme gösterirken borç yükleri de sürekli bir artma göstermekteydi. Aynı yılları Birleşmiş Milletler (BM) ikinci kalkınma onyılı olarak değerlendirmekte ve gelişmiş ülkelerin GSMH'nın %1'ini her yıl GOÜ'lere transfer etmelerini ve bunun en az %70'nin de resmi kalkınma finansmanı olmasını (geri kalan %30 özel akışlarla kapatılabilir) hedeflemeyi sürdürmekteydi.

BM'in bu hedefi yoğun bir şekilde tartışılmış ve kabul edilmiştir. Ancak tüm ülkelerin kabulü de sözkonusu değildir. Nitekim Belçika, Hollanda, İsveç daha sonra kabul ederken, Almanya prensip olarak kabul ettiğini ilan etmekte, ABD ise hedefi reddetmekteydi.

TABLO 3:DIŞ FİNANSMAN ÇEŞİTLERİ AÇISINDAN TÜM ÇEŞİTLERİ İLE GOÜ'LERİN 1970-82 ARASINDA SABİT FİYATLARLA TOPLAM NET KAYNAK ALIŞLARI (MİLYAR $)

	1970	1971	1972	1973	1974	1975	1976	1977	1978	1979	1980	1981	1982
I.Resmi Kalkınma Finans.	21.30	22.18	21.48	24.72	29.10	32.03	30.19	28.82	33.53	33.79	36.21	36.62	34.97
1.İki Yanlı	18.45	19.03	18.47	20.90	24.13	26.16	24.45	22.18	26.36	27.19	28.65	28.70	27.37
a)DAC Ülkeleri	14.58	15.31	14.43	13.80	14.51	14.97	14.09	13.85	15.66	17.28	17.56	18.28	18.93
b)OPEC Ülkeleri	1.00	1.07	1.44	3.96	7.32	8.69	7.67	5.88	8.23	7.36	8.47	7.61	5.63
c)CMEA Ve Diğerleri	2.86	2.65	2.60	3.14	2.29	2.51	2.69	2.46	2.47	2.54	2.62	2.81	2.81
2.Çok Yanlı Ajanslar	2.86	3.16	3.01	3.82	4.97	5.87	5.74	6.63	7.17	6.60	7.56	7.93	(7.61)
II.Özel Gönüllü Ajanslarca Yapılan Bağışlar	2.22	2.21	2.27	2.67	2.15	2.05	2.00	2.04	1.97	2.06	2.24	2.02	2.36
III.İmtiyazlı Olmayan Fin.	28.22	28.71	29.04	38.71	34.94	52.46	51.77	61.21	69.11	61.08	54.71	69.27	(57.84)
1.Resmi Ya da Resmi Dest.	10.20	11.94	8.19	9.47	13.47	16.10	18.78	21.62	22.92	19.81	21.81	22.14	23.12
a)Özel İhr. Kred.(DAC)	5.39	6.58	3.14	2.26	4.23	6.76	10.00	12.14	11.58	9.37	10.79	11.33	(9.19)
b)Resmi İhr. Kred.(DAC)	1.52	1.75	1.62	2.20	1.41	1.83	2.06	1.98	2.65	1.83	2.39	2.01	(2.50)
c)Çok Taraflı	1.83	2.23	2.21	2.55	3.19	3.87	3.77	3.70	3.68	4.40	4.70	5.68	6.82
d)Diğer Resmi Ve Özel Akışlar (DAC)	0.64	0.68	0.98	1.99	1.46	1.15	1.19	0.86	1.62	1.21	2.17	1.96	(3.07)
e) Diğerleri	0.82	0.70	0.24	0.47	3.18	2.49	1.76	2.94	3.39	3.01	1.77	1.16	(1.53)
2.Özel Olanlar	18.01	16.77	20.86	29.24	21.46	36.36	32.98	39.59	46.18	42.27	32.90	47.13	34.73
a)DYSY	9.51	8.03	9.24	9.20	3.33	17.37	12.33	13.49	13.83	14.20	10.22	16.13	(11.24)
b)Bankacılık Sektörü	7.73	8.01	10.48	18.91	17.64	18.35	18.84	21.70	27.68	26.35	21.34	29.00	(21.45)
c)Tahvil	0.77	0.73	1.14	1.13	0.49	0.64	1.81	4.40	4.67	0.72	1.34	2.00	2.04
Toplam Alışlar (I+II+III)	51.75	53.11	52.79	66.10	66.19	86.54	83.96	92.07	104.61	96.93	93.16	107.92	95.18

KAYNAK: OECD, Development Cooperation, 1983 (Paris: OECD, 1983), s.52.

Uluslararası para sistemindeki köklü değişikliğin ardından 1960'lı yılların sonlarından itibaren, resmi kalkınma finansmanlarından ziyade daha çok özel ticari kredilerle kendilerini finanse etmeye yönelen GOÜ'lerin karşısına ikinci bir sürpriz de Ekim 1973'de Arap-İsrail Savaşının başlaması ile birlikte, Arap ülkelerinin önce ABD ve Hollanda'ya petrol sevkiyatlarını durdurmaları ve hemen arkasından OPEC'in daha çok siyasi nedenlerle petrol fiyatlarını aniden dört kat arttırması ile çıkmıştır.

Bu şartlar altında GOÜ'ler için artık ön plana çıkan **"kalkınmanın finansmanından ziyade dış açığın finansmanı"** olmaktaydı. Petrol şokunun kötü sonuçları ise GOÜ'ler için kendini birbirini takip eden ödeme dengesizlikleri ile gösterdi. Hemen hemen tüm GOÜ'ler büyük sıkıntılara ardarda girmeye başladılar. Krizden en çok faydalananlar ise kuşkusuz OPEC üyesi ülkelerdi. Bu ülkeler birden çok büyük gelirlere kavuşmuşlardır (1974-80 arasında bu ülkelerin fazlaları 330 milyar $'dır). Dikkat edilirse bu ülkelerde oluşturulan bir çok kalkınma fonunun kuruluşu 1970'li yıllardadır. Dolayısı ile 1970'li yıllar GOÜ'ler için dış finansman ihtiyaçlarının şekil değiştirerek hızla arttığı yıllar iken Petro-Dolarların devreye girmesi ile birlikte aynı zamanda borçlanma imkanlarının da hızla arttığı yıllardır.

Petrol krizinin arkasından gelen yeni dengesizlikler kredi piyasalarında iki büyük kurumsal değişikliği getirmiştir **(Paul, 1992, s.43).**

a)İlk değişiklik, ticari banka kredileri üzerindeki riskteki bir azalmadır. Gelişmiş ülkelerdeki resmi sektörler (mevduat sigorta ajansları, Merkez Bankaları ve diğer resmi kurumlar) aşamalı olarak ticari bankaların mevduat yükümlülüklerinde karşılayamama riskini önemli oranlarda üzerlerine almışlardır.

b)İkinci değişiklik ise bu yıllarda cari bir çok finansal ve kanuni yeniliklerin hükümet borçlularına ticari banka kredilerinin tüm risklerine olan idrakini azaltmasıdır. En azından verilen kredilerin çok büyük çoğunlukla sendikasyon olması bu bankaların üzerlerindeki riskin büyüklüğünü yeterince anlamalarını engellemiştir. Ticari bankalararası artan rekabet ise bu süreci arttıran önemli bir diğer faktördür.

Hızla artan Petro-Dolarların tamamı bu dönemde ilgili ülkelerce kullanılamadığından batılı ülkelerde yatırımlarda kullanılma yolu seçilmiştir. Gerçi OPEC ülkeleri artan fonlar vasıtasıyla kendi ülkelerinde önemli

yatırım hamlelerine girişmişler ve batılı ülkelerde bir çok firmayı satın almaya yönelmişlerse de gelirlerinin çok büyük bölümünü Amerika, Avrupa ve Japon bankalarına yatırmışlardır.

Dolayısıyla bir yandan GOÜ'lerin dış kaynaklara olan taleplerinin hızla artışı ve OPEC ülkelerinin gelir fazlalarını uluslararası ticari bankalara aktarmaları, diğer taraftan ticari banka kredileri üzerindeki riskin ilgili kamu otoritelerince azaltılmasına yönelik girişimler ve risk idrakinin azalması ile ticari bankalar arası artan rekabet, GOÜ'lerin dış finansman kaynakları içinde uluslararası ticari banka kredilerini ön plana çıkarmış ve bol miktarda kullanmaya yöneltmiştir. Diğer yandan, ilerleyen yıllarla birlikte hızlanan enflasyon oranlarının öngörülememesi reel faizleri negatif düzeylere kadar düşürmüş, borçlanma yolu ile finansmanın hızla artmasını teşvik edici bir diğer faktör olarak yerini almıştır.

Bu şartlar altında GOÜ'ler borçlanmalarını hızla uluslararası ticari bankalara yöneltmişlerdir. Tablo 3 ve 4'den izleneceği üzere dış finansman tedariklerini bu kurumlar ağırlıklı olarak sağlamaya başlamışlardır. Bu artış öyle ilginç boyutlara ulaşmıştır ki, 1960'lı yıllarda GOÜ'lerin dış finansman kaynakları, daha çok resmi kalkınma finansmanları ve DYSY'leri şeklinde iken, 1970'li yıllarda görülen gelişme sonrasında, 1980'li yılların başına gelindiğinde aşağıdaki tablodan da görüleceği üzere süreç tamamen tersine dönmüş ve imtiyazlı olmayan finansmanlar hemen tamamen ön plana çıkmıştır.

TABLO 4: GOÜ'LERE YAPILAN DIŞ FİNANSMANLARDA RESMİ KALKINMA FİNANSMANLARI (RKF) İLE İMTİYAZLI OLMAYAN FİNANSMANLAR (İOF)'IN YILLAR İTİBARİ İLE YÜZDE DAĞILIMI (Sabit Fiyatlarla)

	1970	1971	1972	1973	1974	1975	1976	1977	1978	1979	1980	1981
RKF:	41.1.	41.7	40.6	37.3	43.9	37.0	35.9	31.3	32.0	34.8	38.8	33.9
İOF:	54.5	54.0	55.0	58.5	52.7	60.6	61.6	66.4	66.0	63.0	58.7	64.1

KAYNAK: Tablo 3'ten Derlenmiştir.
RKF: Resmi Kalkınma Finansmanları İOF: İmtiyazlı Olmayan Finansmanlar
Not:(RKF) ve (İOF)'lar Toplamının 100'den Küçük Oluşu Özel Gönüllü Ajanslar Bağışlarının Hesaplamaya Dahil Edilmemesinden Kaynaklanmaktadır.

Bu çerçevede 1970'li yıllarda GOÜ'lere yönelik dış finansmanlarla ilgili temel karakteristikler şöyle özetlenebilir:

-İlk olarak GOÜ'ler daha çok ticari finansmana yönelmişlerdir. Bu ise, en çok uluslararası bankacılık sisteminin hızla gelişmesini sağlamıştır. Böylece Petro-Dolarlar uluslararası ticari bankalar aracılığıyla GOÜ'lere doğru yöneltilmiştir (Recycling).

-Bu yıllarda GOÜ'lere yönelik dış finansmanlarda her ne kadar resmi finansmanlar önemini korumuşsa da ağırlık imtiyazsız finansmanlara doğru çok büyük ölçüde kaymıştır. Şu kadarını söylemek gerekir ki, **1974-1983 aralığında petrol üreticisi olmayan GOÜ'ler için net dış finansmanın %80'den fazlası kredi şeklinde, bunun da üçte ikisi ticari, değişken faiz oranlı, ödemesiz dönemler ve vadeleri daha kısa olan uluslararası ticari bankalar kredilerinden oluşmaktadır (Lessard,1986,s.2).**

-1960'lı yıllarda toplam dış kaynaklar içinde oransal payı hızla artan DYSY'larının 1970'li yıllarda gelişmesi önemli ölçüde zayıflamış ve oransal olarak gerileme göstermiştir. 1970-80 döneminde üçüncü dünya

ülkelerinde DYSY'ları ortalama %2.7, kalkınma finansmanları %7.5, banka finansmanları ise %20 artış göstermiştir (**Arnoud, 1992, s.48**).

-Diğer yandan 1960'lı yıllarda oldukça sınırlı olan uluslararası piyasalardan tahvil ihraçları yoluyla fon elde edilmesi olgusu 1970'lerin özellikle ortalarından itibaren hızlı bir gelişme göstermiştir. 1970 yılında GOÜ'lerin uluslararası piyasalara tahvil ihraçları yolu ile elde ettikleri net finansmanlar sadece 300 milyon $ iken 1978 yılında bu rakam 3,9 milyar $'a ulaşmıştır. Ancak tahvil ihraçları ile fon temini banka sektörü ile elde edilenlerinin yanında son derece sınırlıdır.

-Birleşmiş Milletler'in 1970'li yıllar için koyduğu hedefe görünüşte ulaşılmıştır. Ancak, gerçek durum tam bir hayal kırıklığı olarak değerlendirilmelidir. Çünkü, 1978 yılında OECD içindeki sanayileşmiş ülkelerin ortalama performansı GSMH'larının yalnızca %0.35'idir. ABD için bu oran 1960'da %0.5 iken 1978'de %0.27'ye inmiştir. 1978 yılı itibariyle Japonya %0.23, Almanya ise %0.38'lik seviyeleri ancak yakalayabilmişlerdir. İskandinav ülkeleri ve Hollanda ile OPEC ülkelerinde bu yüzde fazlasıyla aşılmıştır (özellikle OPEC üyelerinin finansmanları bağlı olmaması nedeni ile takdire değerdir).

Bu durumu hayal kırıklığı olarak ifade etmenin asıl nedeni aktarılacak fonların %70'nin resmi kalkınma finansmanı, %30'nun ise özel finansman şeklinde hedeflenip kabul edilmesine rağmen, gerçekleşmenin tam tersi olmasıdır (**Todaro, 1983, s.339**). Batılı gelişmiş ülkelerin finansmanlarının düşük kalmakla birlikte, liberal dış ticaret politikaları ile birlikte bu açıkları kapattıkları yönündeki iddiaları ise gerçeklerden uzaktır. Çünkü bilindiği üzere 1970'li yıllar New Merkantilizm ya da yeni korumacılık olarak belirtilen tarife dışı dış ticaret kısıtlamalarının hızla yaygınlaştığı yıllardır.

1970'li yıllarda GOÜ'lere yönelik dış finansmanların genel karakteristikleri kuşkusuz bunun sürekliliği üzerine kuşkuları arttırmaya başlamıştır. Örneğin, bu ülkelerin dış borçlanmalarının hızla artması, siyasi otoritelerin ekonomik olmaktan çok prestij içerikli yatırımlara yönelmeleri bankaların daha güvenilir gördükleri (ödeme gücüne sahip olduğu izlenimi veren) ülkelere borç vermede yarışa girmeleri sonrasında bu ülkelerin borçlarını dahi yeni borçlarla ödemeye başlamaları dikkat çekicidir.

Banka kredilerine müracaat, 1981'de artık eski borçları ödemek için yapılmaktadır. Bu oran 1971'de %24.5 iken, 1981'de %51'e yükselmiştir (**Arnaud, 1992, s.58**). Aşağıdaki tablo bu sonu olmayan borçlanma çılgınlığını özetlemektedir.

TABLO 5: PETROLU OLMAYAN GOÜ'DE BORÇLANMADA ARTIŞ (1973-1980) (MİLYAR DOLAR VE ORAN OLARAK)

	1973	1974	1975	1976	1977	1978	1979	1980
1. Net Borçlarda Değişim (a)	+5.3	+20.9	+24.8	+20.8	+28.0	+38.8	+35.6	+46.1
2. Diğer Finansman (b)	10.1	13.0	11.8	12.0	14.9	17.2	23.0	24.1
3. 1+2'nin toplamı Kullanıldığı Yer	15.4	33.9	36.6	32.8	42.9	56.0	58.6	70.2
4. Dış ticaret açığı (petrolden kaynaklanan Açık)	10.7	32.8	40.4	25.7	23.0	33.0	47.6	70.6
Toplamın Yüzdesi	38.6	41.7	34.0	63.3	72.7	50.8	49.1	52.0
5. Borç Faizi	4.6	5.7	7.5	8.3	10.1	14.2	20.7	30.1
6. Diğer ödeme ve transferler (c)	0.9	4.2	6.1	6.3	5.3	6.2	11.4	15.6
7. Toplam Fin.İhtiyacı (4+5+6)	16.2	42.7	54.0	40.3	38.4	53.4	79.7	116.3
Bakiye 7-3 (d)	-0.8	-8.8	-17.4	-7.5	+4.5	+2.6	-21.0	-46.1

KAYNAK: World Economic Outlook, 1983'ten aktaran P.Arnoud, 1992, s.60.
a) Resmi rezervler çıktıktan sonra 3. Dünyanın uzun vadeli borçlarındaki artış.
b) Durumu değiştirmeyen, ya borçlu ülkenin hükümetlerine net transfer, veya doğrudan net yatırımlar ya da IMF katkıları.
c) Y.Sermayenin yeniden yatırımıyla, ülke vatandaşlarının dışardaki mevduatları.
d) Kısa vadeli kredilerle hata ve noksan bakiyesi.
e) 1979-80'deki açığın aşırı büyümesi (7-3) ve (6) sermaye kaçışının başladığını gösteriyor.

İlerleyen yıllarla birlikte artan kuşkular doğrulanmış ve önceleri tek tek ülke bazında (1978-80 arasında Türkiye, Peru, Jamaika, Zaire gibi) daha sonraki yıllarda dünya çapında ödeme krizleri başgöstermiştir. Ancak, şurası bir gerçektir ki sorunu GOÜ'lerin aşırı borçlanmaları, ya da gelişmiş ülkelerin GOÜ'leri aşırı borca boğmaları şeklinde basitleştirmek hiç bir zaman yeterli bir açıklama değildir.

Sorun, uluslararası finansmanın kompleks ve çift yönlü keskin bir kılıç gibi işlemesinden, GOÜ'lerin kendi içsel yapılanmalarından, yetersiz organizasyonlarından, gerçekçi olmayan kolaycı çözümler peşinde koşmalarından ve bir seri tali sebeblerin birleşmesinden kaynaklanmaktadır. Şu ana kadar önemli ölçüde değindiğimiz bu faktörleri topluca şöyle sıralayabiliriz:

1.1970'li yıllar Dünya ekonomik konjonktürünün hızla değiştiği yıllardır. Bu yıllara kadar hızlı bir ekonomik büyüme yaşayan batılı ekonomiler, 1970'li yıllarla birlikte önemli problemlerle karşılaşmaya başlamışlardır. Uluslararası para sistemi yıkılmış, enflasyonlar hızlanmış, petrol fiyatlarındaki ani artışı izleyen resesyon ve üretim azalışının arkasından stağflasyon olgusu ile tanışılmıştır. Bu yıllarla birlikte batılı ekonomilerde yükselmeye başlayan yeni korumacılık akımları GOÜ'lere de yansımış ve bu ülkelerin ihracat gelirlerinde önemli gerilemelere neden olmuştur.

Bu yıllar, aynı zamanda petrol ihraç eden ülkelerin dış ticaret hadlerinde (DTH) önemli iyileşmeleri ortaya koyarken petrol ihraç etmeyen GOÜ'lerde, DTH'nin önemli oranlarda azalmasına, böylece GOÜ'lerin reel dış gelirlerinde önemli dalgalanmalara neden olmuştur. **Petrol harcamalarındaki hızlı artışlar bu ülkeleri kalkınmalarının finansmanından ziyade açıkları kapatmaya yönelik finansmana itmiştir.** Kuşkusuz bu durumda GOÜ'ler için var olan tek alternatif, dış kaynak kullanımının arttırılmasıydı.

2.Petro-Dolarların ortaya çıkması ve Recycling mekanizması GOÜ'lere önemli bir yeni dış finansman kaynağı sağlamıştır. GOÜ'lerin bu mekanizmayı işletebilmek için uluslararası ticari bankaların yaygın olarak kullandığı kısa vadeli kredilendirme süreci yerine, orta ve uzun vadeli kredi istemeleri ise bankaların değişken faizli borç verme sistemini devreye sokması ile birlikte giderilmiştir.

Giderek yükselen enflasyon oranları ve öngörü eksikligi nedeniyle 1970'lerin ortalarından itibaren reel faizlerin negatif oranlara düşmesi ile birlikte GOÜ'lerin kredi taleplerinin hızla artması belirtilen sistemin giderek yaygınlaşmasını sağlamıştır. Resmi kalkınma finansmanlarının gerektiği kadar arttırılamaması ise bu süreci giderek tırmandırmıştır. Sonuçta, 1970'li yıllarda GOÜ'lere yönelik dış finansmanlar resmi kalkınma finansmanlarından imtiyazsız ticari finansmanlara dönüşmüş, özellikle de uluslararası ticari banka kredileri şeklinde GOÜ'lere yönelik finansmanlar çok hızlı bir şekilde artış göstermiştir. Bu tehlikeli gidişat dış finansmanın giderek özelleşmesinin bir sonucudur.

Uluslararası ticari bankalar arası rekabet ve acele plasman arayışları borç verileceklerin kredi güvenirliklerinin ihmaline neden olmuştur. Ancak 1970'li yılların ikinci yarısından itibaren kredibilite analizleri artmaya başlamış, bunun sonucunda ise borçlanmanın özellikle belirli ülkelerde yoğunlaşması sözkonusu olmuştur (Nitekim çoğu Asya ve Afrika ülkesi bu fonlardan uzak kalmışlardır).

3.Öte yandan 1970'li yılların en tipik özelliklerinden biri de sabit kurlardan dalgalı kurlara geçiş yılları olmasıdır. Bu olgu 1970'lerde bellibaşlı dünya paralarının dolar karşısında ve birbirleri arasındaki paritelerde çok büyük değişmelere neden olmuştur. Örnegin, Alman Markı, ABD Doları karşısında yarı yarıya, İsviçre Frangı yarıdan fazla değer kazanmıştır. Kuşkusuz bu olgunun en önemli yönü kendini dış krediler üzerinde göstermesidir.

Zira, ülkelerin uluslararası gelirleri, giderleri, borçları ayrı paralar üzerinden olabilmektedir. Dolayısıyla kur değişimleri borç yükünün hafiflemesi ya da ağırlaşması üzerine etki etmiştir. Örneğin 1980'lerin başlarında İsviçre Frangının (SF) dolar karşısında değer kaybetmesi halinde tüm döviz gelirleri SF üzerinden olan bir ülke 1979'da dolar üzerinden borçlandığında, 1983 yılında bu borç nominal olarak yaklaşık %30 oranında ağırlaşmış demektir.

Dolayısıyla bu durum birçok GOÜ'nin başını ağrıtmış önemli zararlarla karşılaşmalarına neden olmuştur. Bu durumu araştırmak için yapılan bir çalışma 1979-82 arasındaki üç yılda GOÜ'lerin dış borç alırken, üzerinden borç aldıkları paralar ithalatlarındaki paya uygun olabilseydi bu ülkelerin toplam borçlarının 30 milyar $ daha düşük olabileceğine işaret etmektedir (Kazgan, 1988, s.168).

4.Uluslararası finansmanın GOÜ'lere getirdiği yüksek risk sadece bu kadarla sınırlı kalmamış, uluslararası ticari bankaların orta ve uzun vadeli kredilerinde uyguladıkları değişken faiz oranları ise çok daha tesirli olumsuz etkilere neden olmuştur. Böylece, finansal istikrarsızlığın yaygın olduğu bir ortamda ticari bankalar tüm riski GOÜ'ler üzerine atmışlardır.

GOÜ'ler ise faiz oranlarındaki düşük hatta negatif seviyeler sebebiyle geleceği düşünmeden bu noktayı ihmal ederek ve hatta yıllar ilerledikçe önceki borçlarının anapara ve taksitlerini ödeyebilmek için zorunlu olarak bu borçlanma usüllerini sürdürmüşlerdir. Ayrıca, GOÜ'lere yönelik olarak verilen kredilerin spread'ların yüksek oluşunun nedeni de bu çerçevede değerlendirilmelidir. Ülke riskine göre değişen spreadlar, özellikle daha zayıf durumdaki GOÜ'lere daha yüksek oranlarda uygulanmış, vadeler daha kısa tutulmuştur. İran'daki siyasal kriz nedeniyle II.Petrol Krizi ise GOÜ'lerin dış kaynak ihtiyaçlarını bir kez daha arttırmış, böylece mevcut sistem süreklilik kazanmıştır.

Ancak 1970'li yılların sonlarıyla birlikte bu sürecin geleceğine ilişkin tereddütler başlamış, aynı zamanda dünya finans sisteminde çok büyük değişiklikler de sözkonusu olmaya başlamıştır. ABD'nin enflasyonla mücadele paketi çerçevesinde para politikasında yaptığı değişiklik değişim rüzgarının temelini oluşturmaktadır. ABD Başkanı Reagan'ın 1981 başlangıcında Federal Reserve Board (FED)'in para arzı büyüme oranını dereceli olarak altı yılda %50'lik bir indirime tabi tutmasını istemesine rağmen FED, yönetimi dinlemeyerek vergi indirimlerinden gelebilecek bir enflasyon artışı korkusu ile sadece 1981 yılında bu azaltmayı %75'lik bir oranda yapmıştır (Craig, 1989, s.40).

Politika değişikliği kısa zamanda etkisini göstermiş, prime rate ve libor hızla yükselmeye başlamıştır. ABD bütçe açıklarının geçmiş dönemlere nazaran katlanarak artışı ve bu beklenmedik borç alıcı ülkenin finansal pazara çıkışı sürecin hızlanmasında etkili olmuştur. Sonuçta faiz oranları, ABD'de 1978'deki %7.93 seviyesinden 1981'de %18.38'e, Avrupada ise 1979'da %10.6 seviyesinden kısa bir süre içinde %19.6'a yükselmiştir. Bu durum karşısında, GOÜ'ler artan ödeme yüklerini tek alternatif olarak daha çok borçlanarak taşımaya çalışırken, 1979-82 arasında toplam borçları %58 oranında ve bunun içindeki banka borçları %70 oranında artış göstermiştir.

Bu süreç kısa vadeli borçları da ikiye katladığından, enflasyon oranlarının yükseldiği dönemlerdeki negatif reel faiz oranlarına alışan GOÜ'ler, enflasyon oranlarının hızla düştüğü 1981 ve 1982'de olaganüstü olarak ifade edilebilecek pozitif reel faizlere katlanmak zorunda kalmışlardır. Faizlerin artışı ve ona eşlik eden enflasyonun gerilemesi yüzünden GOÜ'ler 1978-79 ile 1980-81 aralığında %20 oranında daha fazla reel faiz ödemek zorunda kalmışlardır (Arnaud, 1992, s.66).

GOÜ'lerin dış finansmanında gelinen bu nokta, dış borç yönetimlerinin yaygın yetersizliği ve siyasi otoritelerinin giriştikleri devasa projeler ve prestij yatırımları ile, bir de bu ülkelerin dış ticaret hadlerinde 1980'lerin başlarında görülen bozulma sonrası ihracat gelirlerinin istenen seviyelerden uzak kalması GOÜ'leri çıkmaza sokmuştur. Çok geçmeden de Meksika ve diğer çok borçlu GOÜ'ler ve ardından da diğer bir çok GOÜ dış finansmanda kriz yıllarına girmişlerdir **(GOÜ'lerin dış finansman krizine girmesine yol açan gelişmelerin detayı için bkz. Korkmaz, E. 1988, S.133-149).**

4.GOÜ'LERE YÖNELİK DIŞ FİNANSMAN AKIŞINDAKİ GELİŞMELER VE 1980'Lİ YILLAR

Eylül 1982'de Meksika'nın morotoryum ilanı ve bunu başta çok borçlular olmak üzere diğer borçlu GOÜ'lerin izlemesi 1980'li yılların GOÜ'ler açısından yaygın olarak dış finansmanda kriz yılları şeklinde nitelendirilmesine neden olmuştur. İktisat literatüründe nasıl 1970'li yıllar petrol krizi yılları olarak nitelendirilmekte ise 1980'li yıllar da borç krizi yılları olarak değerlendirilmektedir.

1982'de Latin Amerika ülkelerinden Meksika ve Arjantin ve Avrupa'da Polonya, borçlarını ödeyemeyeceğini ilan edince borç krizi yılları fiilen başlamıştır. Kriz, başlangıçta geçici sanılmakla birlikte hızla artan dünya ihracatı ve giderek düşen faiz oranları sonucunda, borç servisi oranlarının düştüğü 1984 yılı dışında meydana gelen gelişmeler hiç de beklendiği gibi olmamıştır. Zira bir çok olumsuz faktör sözkonusudur **(Oktar, 1988, s.148);**

-Yeni ekonomik politikaların uygulanmaya konulmasına ve bazı GOÜ'lerin cari işlemleri düzelmesine rağmen borç servisi rasyoları artış göstermiştir.

-İstisnalar dışında ağır borçlu GOÜ'de büyüme oranları zayıflamış veya çok düşük kalmıştır.

-Başlangıçta yapılan iyimser değerlendirmeler GOÜ'lerin ihracatlarının hızla artacağı varsayımına dayanmakla birlikte, beklentiler gerçekleşmemiş ve ancak 1985 yılında o da nisbeten çok düşük düzeyde gerçekleşmiştir. Ayrıca, bu yıldan sonra da iyileşmeler yeterince sürmemiş, artan yeni korumacılıkla birlikte kötümserlik yayılmıştır.

-Bazı GOÜ'lerde daha önce uygulamaya konulan ekonomik politikalarda, gelirlerin azalması ve ekonomik büyümenin yavaşlamasından dolayı artan politik baskılar sonucunda sapmalar görülmeye başlanmıştır.

Böylece ilerleyen yıllarla birlikte GOÜ'de kriz yaygınlaşmış ve süreklilik kazanmıştır. Bunun hem sebebi hem de sonucu olarak nitelendirilebilecek bir gelişme de GOÜ'lere yönelik gönüllü özel kaynaklı dış finansmanların giderek daralma göstermesidir. Özellikle, uluslararası ticari bankalar **"Bankalar güneşli havada şemsiye verir, yağmur yağdığında geri isterler"** deyişini haklı çıkartmak isterler gibi, GOÜ'lerin en güç zamanlarında destek olmaktan ziyade, belki de ilk bakışta daha rasyonel bir tavırmış gibi görünen kendi bindikleri dalı kesmeyi yeğlemişlerdir. Bunun en önemli sonucu da GOÜ'lere yönelik uluslararası ticari banka kredilerinin çok keskin bir daralma içine girmesi olmuş ve borç ertelemeleri dönemini başlatmıştır.

1974-81 döneminde yılda ortalama 2 milyar dolar olan borç ertelemeleri 1982'den 1985'e kadarki dönemde, uzun vadeli borçların üçte ikisine eşit olan 140 milyar dolara ulaşmıştır. Ayrıca, bankalar iradi olmayan 27 milyar dolarlık yeni kredi açmışlardır ki, bu yeni krediler eski borçların ödenmesinde kullanılmıştır. Aslında bu durum GOÜ'lerin pazarlık gücünü yansıtması açısından dikkate değerdir. Brezilya'lı iktisatçı **Celso**

Nung: "Bir milyon dolar borcum olsa işim bitik, ama 50 milyar dolar borcum olsa bankanın işi bitik" derken bu pazarlık gücünü ifade etmeye çalışmaktadır **(Açba, 1991, s.79).**

Yeni açılan gönülsüz kredilerin spread'leri ve komisyonları hızla yükselmiştir. 1983 yılında Brezilya'nın 6.5 milyar dolarlık borcunu erteletebilmek için 875 milyon dolar komisyon ödemesi gelinen noktanın boyutunu göstermesi açısından ilginçtir. **(Arnoud. 1992, s.79).** Tablo 6 1980'li yıllarda GOÜ'lere yönelik dış finansmanların sürecini göstermektedir.

TABLO 6: GOÜ'LERE YÖNELİK DIŞ FİNANSMAN ÇEŞİTLERİ AÇISINDAN TOPLAM NET KAYNAK AKIŞLARI (UZUN VADELİ) (MİLYAR DOLAR VE YÜZDE OLARAK)

	(Milyar $)								(%)							
	1982	1983	1984	1985	1986	1987	1988	1989	1982	1983	1984	1985	1986	1987	1988	1989
Toplam Net Kaynak Akışları	91.0	71.9	63.3	60.4	54.7	51.6	66.4	70.9	100	100	100	100	100	100	100	100
Resmi Kalkınma Fin.	35.3	33.9	33.3	34.1	36.0	36.0	37.6	40.1	38.7	47.1	52.6	56.4	65.8	69.7	56.6	56.5
-Resmi Bağışlar	10.4	9.9	11.4	13.2	14.1	15.0	18.1	19.0	11.4	13.7	18.0	21.8	25.7	29.0	27.2	26.7
-Resmi Krediler	24.9	24.0	21.9	20.9	21.9	21.0	19.2	21.1	27.3	33.3	34.5	34.6	40.0	40.6	28.9	29.7
-İki yanlı	13.4	13.1	9.5	8.7	8.4	8.3	7.9	9.3	14.7	18.2	15.0	14.4	15.3	16.0	11.8	13.1
-Çok yanlı	11.5	11.0	12.4	12.2	13.5	12.7	11.4	11.8	12.6	15.2	19.5	20.1	24.6	24.6	17.1	16.6
Özel Krediler	44.5	29.3	21.5	15.2	9.2	2.1	9.5	7.4	48.9	40.7	33.9	25.1	16.8	4.0	14.3	10.4
-Ticari Bankalar	31.7	20.4	16.2	5.8	2.2	-1.4	2.0	3.3	34.8	28.3	25.5	9.6	4.0	-2.7	3.0	4.6
-Tahvil İhracı	4.9	1.1	0.3	4.9	1.5	0.3	3.2	2.8	5.3	1.5	0.4	8.1	2.7	0.5	4.8	3.9
-Diğer	7.9	7.8	5.0	4.5	5.5	3.2	4.3	1.3	8.6	10.8	7.8	7.4	10.0	6.2	6.4	1.8
DYSY'ları	11.2	8.6	8.4	10.6	9.6	13.5	19.6	23.6	12.3	11.9	13.2	17.5	17.5	26.1	29.5	33.2
Toplam Uzun Vadeli Net Transferler	29.2	13.6	-0.2	-4.6	-7.3	-12.4	-5.8	4.0	32.0	18.9	-0.3	-7.6	-13.3	-24.0	-8.7	5.6

KAYNAK: World Debt Tables 1991-92, s.18'den derlenmiştir.

Sonuç olarak, 1980'li yılların bize yansıttığı pek çok özellik vardır. Bunları şöyle özetleyebiliriz:

1.1980'li yıllar GOÜ'lere yönelik dış finansmanların çok hızlı bir şekilde daralma gösterdiği yıllardır. 1982'de tüm dış finansmanlar 91 milyar dolar iken, uzun yıllar bu değere bir daha ulaşamamıştır. Bunun en büyük nedeni GOÜ'lere özel kaynaklı dış finansmanların hızlı ve aşırı bir şekilde daralma göstermesidir. Nitekim 1982 yılında tüm dış finansman kaynakları içinde ticari bankalar kredileri 31.7 milyar dolardan 1989'da 3.3 milyar dolara inmiştir ki, bu bir çöküştür.

2.Benzer şekilde GOÜ'lerin tahvil ihracı yoluyla fon temin etmeleri, bu ülkelerin risklerinin hızla artması neticesinde 1970'li yıllardaki istikrarlı artışın aksine keskin bir daralma göstermiştir. Üstelik bu imkandan ancak sınırlı sayıdaki GOÜ'ler ve özellikle Asya Kaplanları olarak bilinen ülkeler faydalanabilmiştir.

3.DYSY'larında da benzer bir süreç yaşanmış olup, özellikle çok borçlu ülkelere yönelik yatırımlar anlamlı azalışlara sahne olurken, tüm GOÜ'ler de bu çerçevede 1980'lerin sonlarına kadar anlamlı artışlardan mahrum kalmışlardır. Bu yatırımlar da belirli bölge ve ülkelerde yoğunlaşma göstermiştir. Üstelik bazı ülkelerde var olan olumsuzluklar nedeni ile yabancı sermaye bu ülkeleri terketme yolunu dahi seçmiştir. Örneğin Le General Tire (lastik üreticisi) ve Volkswagen, Arjantin ve Venezuella'daki şubelerini kapatma yolunu seçmişlerdir. Dolayısıyla Dünya DYSY'ları içinde GOÜ'lerin payı 1980'ler boyunca daralma göstererek 1983'te %23.7'den 1988'de %17.4'e kadar gerilemiştir **(Taik, 1992, s.23).**

Aşağıdaki tablolar 1980'li yıllar boyunca ve 1990'ların hemen başlarında DYSY'nın GOÜ'de yoğunlaştığı temel ülkeler ve yüzde paylarını özetlemektedir.

TABLO 7: GOÜ'LERE YÖNELİK DYSY'LARI (MİLYAR DOLAR)

ÜLKELER	1982	1983	1984	1985	1986	1987	1988	1989	1990	1991	1992
DÜŞ GEL.	1.766	1.997	2.641	3.940	3.673	4.726	5.755	7.717	6.601	7.383	9.212
Çin	386	543	1.258	1.659	1.875	2.314	3.194	3.393	3.489	4.366	5.022
Mısır	294	490	729	1.178	1.217	948	1.190	1.250	734	253	1.200
Endonez.	225	292	222	310	258	385	576	682	1.093	1.482	1.602
Nijeria	433	345	200	478	167	603	377	1.882	588	712	675
ORTA GEL.	9.392	6.625	5.709	7.024	6.199	9.004	13.985	15.604	17.606	26.524	29.040
Arjantin	257	183	268	919	574	-19	1.147	1.028	2.008	2.439	2.495
Brezilya	2.910	1.560	1.598	1.348	320	1.225	2.969	1.267	901	1.600	2.000
Şili	401	135	78	114	116	230	141	184	249	576	640
Kolombiya	366	618	584	1.023	674	319	203	576	501	420	500
Gabon	132	112	8	15	110	90	133	-31	74	125	75
G.Kore	69	69	110	234	435	601	871	758	715	1.116	950
Malezya	1.397	1.261	798	695	489	423	719	1.668	2.514	3.455	3.608
Meksika	1.655	461	390	491	1.523	3.246	2.594	3.037	2.632	4.762	6.200
Morocco	80	46	47	20	1	60	85	167	165	320	350
Y.Gine	86	139	116	83	91	93	154	204	186	290	450
Filipinler	16	105	9	12	127	307	936	563	530	544	675
Portekiz	144	146	195	274	238	465	922	1.737	2.123	2.021	1.800
Tayland	191	350	401	163	263	352	1.105	1.777	2.444	2.014	2.700
Tunus	340	184	113	108	63	92	61	78	75	150	200
Türkiye	55	46	113	99	125	115	354	663	684	810	1.100
Venezüela	257	86	18	68	16	21	89	213	451	1.914	1.000
TÜM ÜLK.	11.158	8.622	8.350	10.964	9.874	13.703	19.740	23.321	24.008	33.907	38.252

NOT: 116 ülke kapsanmıştır.
KAYNAK: World Debt Tables, 1992-93, s.21'den derlenmiştir.

4.Belirtilen sürecin bir sonucu olarak 1980'li yıllar boyunca GOÜ'lere yönelik dış finansmanlar seyir değiştirmiş ve resmi kaynaklı finansmanlar hızla özel finansmanların yerini almıştır. Ancak resmi finansmanların yeterince arttırılamaması nedeni ile toplam akışlar de daralma sürecine girmiştir.

Tablo 6'dan da görüleceği üzere GOÜ'lere yönelik resmi finansmanların toplam dış finansmanlar içindeki yeri 1982'de %35.3'ten 1980'li yıllar boyunca hızla yükselme göstermiş ve 1987 yılında %69.7 ile en üst seviyesine kadar gelebilmiştir. Aslında GOÜ'lere yönelik net kaynak akışları da bu kanaldan sağlanmıştır. Özellikle Dünya Bankasının 1985-88 arasında yapısal uyum kredilerini arttırması bunda etkili faktörlerden biri olmuştur.

TABLO 8: GOÜ'LERE YÖNELİK DYSY'LARI (YÜZDE PAY OLARAK)

ÜLKELER	1982	1983	1984	1985	1986	1987	1988	1989	1990	1991	1992
DÜŞ GEL.	15.8	23.1	31.6	35.9	37.1	34.3	29.1	33.1	27.0	21.7	24.8
Çin	3.4	6.2	15.0	15.1	18.9	16.9	16.2	14.5	14.5	12.8	13.1
Mısır	2.6	5.6	8.7	10.8	12.3	6.9	6.0	5.3	3.0	0.7	3.1
Endonez.	2.0	3.3	2.6	2.8	2.6	2.8	2.9	2.9	4.5	4.4	4.2
Nijeria	3.8	4.0	2.3	4.3	1.7	4.4	1.9	8.1	2.4	2.1	1.7
ORTA GEL.	84.2	76.8	68.3	64.0	62.8	65.7	70.8	66.9	73.0	78.2	75.2
Arjantin	2.3	2.1	3.2	8.3	5.8	-0.1	5.8	4.4	8.3	7.1	6.5
Brezilya	26.1	18.0	19.1	12.2	3.2	8.9	9.9	5.4	3.7	4.7	5.2
Şili	3.4	1.5	0.9	1.0	1.2	1.7	0.7	0.8	1.0	1.7	1.7
Kolombiya	3.3	7.1	6.9	9.3	6.8	2.3	1.0	2.5	2.0	1.2	1.3
Gabon	1.2	1.2	0.1	0.1	1.1	0.6	0.6	-0.1	0.3	0.3	0.1
G.Kore	0.6	0.8	1.3	2.1	4.4	4.4	4.4	3.2	2.9	3.3	2.5
Malezya	12.5	14.6	9.5	6.3	4.9	3.0	3.6	7.1	10.4	10.2	9.4
Meksika	14.8	5.3	4.6	4.4	15.4	23.7	13.1	13.0	10.9	14.0	16.2
Morocco	0.7	0.5	0.5	0.1	0.01	0.4	0.4	0.7	0.7	0.9	0.9
Y.Gine	0.8	1.6	1.3	0.7	0.9	0.7	0.8	0.8	0.8	0.8	1.1
Filipinler	0.1	1.2	0.1	0.1	1.3	2.2	4.7	2.4	2.2	1.6	1.7
Portekiz	1.3	1.6	2.3	2.5	2.4	3.4	4.6	7.4	8.8	5.9	4.7
Tayland	1.7	4.0	4.8	1.5	2.6	2.6	5.6	7.6	10.1	5.9	7.0
Tunus	3.0	2.1	1.3	0.9	0.6	0.6	0.3	0.3	0.3	0.4	0.5
Türkiye	0.5	0.5	1.3	0.9	1.3	0.8	1.8	2.8	2.8	2.4	2.8
Venezüela	2.3	0.9	0.2	0.6	0.1	0.1	0.4	0.9	1.8	5.6	2.6
TÜM ÜLK.	100	100	100	100	100	100	100	100	100	100	100

KAYNAK: World Debt Tables, 1992-93, s.21'den derlenmiştir.

Ancak sağlanabilen tüm imkanlar sorunları çözebilmekten uzak kalmıştır. Özellikle çok borçlu GOÜ'ler açısından bakıldığında durum hiç de içaçıcı olmamıştır. Örneğin çok borçlu GOÜ'lere yönelik çok taraflı kuruluşların net kredileri 1988'de faiz ödemelerinin %29'una kadar düşmüştür. Halbuki bu oran 1982 yılında %326'dır **(Husain ve Mitra, 1989, s.4).**

Aşağıdaki tabloda çok borçlu ülkelerin 1980-88 aralığında içine düştükleri bunalımın boyutları farklı göstergelerle aktarılmıştır.

TABLO 9: ÇOK BORÇLU ÜLKELERDE BORÇLULUK GÖSTERGELERİ

	1980	1982	1985	1986	1987	1988
Toplam Dış Borç (Milyar $)	289	391	454	482	527	512
Borç-GSMH Oranı	33	45	59	62	63	61
Borç-İhracat Oranı	171	259	296	353	357	321
Borç-Servis Oranı	26	37	39	36	36	43
Faiz-İhracat Oranı	12	20	26	27	19	26

KAYNAK: I.Husain ve S.Mitra, 1989, s.6.

5.GOÜ'ler ve dış finansman ilişkisi açısından 1980'li yılların bir özelliği de borç krizi nedeni ile zaten var olan uluslararası ekonomik ve siyasal problemlerin karşılıklı bir etkileşim mekanizması altında artarak derinleşmesidir. Birbiri ardınca gelen moratoryumları çeşitli kurtarma operasyonları izlemiş, borç erteleme anlaşmalarını izleyerek çok borçlu ülkeler borçlular grubunu oluşturmuş ve 1984 yılında Quito bildirisi ile Kartağana konferanslarını tertiplemişlerdir.

1984 yılında çok borçlu ülkeler Ekvator'un başkenti Quito'da toplanarak yayınladıkları bir bildiri ile krizden batılı ülkeleri sorumlu tutmuş ve borç indirimleri ile vade kolaylıklarının sağlanması yönünde bir bildiri yayınlamışlardır. Buna Quito bildirisi denilmektedir. Yine 1984 yılında borçlu ülkeler Kartagana konferansını toplayarak benzeri istekleri ve şikayetlerini dile getirmişlerdir. Batılı ülkeler bu toplantılara katılımdan genellikle kaçınmışlardır.

Bu gelişmeler neticesinde batılı ülkeler uluslararası finansal kurumları ve uluslararası ticari bankalar da hızla kendi aralarında işbirliğine yönelmişlerdir. Bunun getirdiği önemli sorunlardan birisi 1970'lerin sonlarına kadar IMF, IBRD ve uluslararası bankalar gibi başlıca uluslararası finansal kuruluşların birbirinden oldukça kopuk ilişkilerinden uzaklaşarak, ortak hareket eden kurumlar haline gelmeleridir.

Öte yandan, Ekim 1985'te ABD Maliye Bakanı Baker tarafından önerilen planla çok borçlu ülkeleri rahatlatmayı amaçlayan ve bir borç krizinin ortaya çıkışını önleme gayesini güden proğramda uluslararası ticari bankaların bu ülkelere 30 milyar dolar kaynak sağlamaları önerilmiştir. Ancak plan başarısızlıkla sonuçlanmıştır. Bunun üzerine yeni arayışlara girişilmiş ve çeşitli borç değişim ve dönüştürme mekanizmaları oluşturulmaya çalışılmıştır (Borçların, yeni borçlarla değiştirilmesi (Debt-Debt Swap), Borçların öz sermaye ile değiştirilmesi (Debt-Equity Swap), Borçların-özelleştirilme programları çerçevesinde dönüştürülme planları gibi).

Ancak kritik durumun devam etmesi neticesi kreditörlerle borçlu ülkeler arası ilişkiler yumuşama eğilimine girmiş ve bu çerçevede 1987 ile 1988 yıllarında çok büyük miktarlarda borç erteleme anlaşmaları imzalanmıştır.

Krize çözüm arayışlarının bir uzantısı da 1989'da hazırlanan Brady Planıdır. Brady planının esasını, borç ve borç ödeme sorununu tek tek ele alıp her ülkenin durumuna, ekonomik reformlarını gerçekleştirebilme olanağına göre yeniden bir borç verme imkanı ile birlikte düşünerek, borçlarını ve borç ödemelerini azaltmak oluşturmaktadır. Plan aynı zamanda borç yükümlülüklerinden indirim yapılmasını ve planın IMF ve IBRD tarafından da desteklenmesini önermektedir.

Özellikle ticari borç yükünü azaltmayı hedefleyen plan, borç sorununda bir ilerleme sağlamakla beraber sadece birkaç orta gelir grubundaki borçlu ülkede uygulanabilmiştir. Bu yolla Meksika, Kostarika ve Filipinlerin dış borcu 9.5 milyar dolar azaltılabilmiştir **(Çelik, 1992, s.28)**.

6.1980'li yılların GOÜ'lerde neden olduğu önemli bir diğer problem ise, hemen her gelişmekte olan ülkenin karşılaştığı sermayenin ülke dışına kaçışıdır. Kesin bir tahmin yapılamamakla birlikte, özellikle çok borçlu ülkelerde bunun ilgili ülkelerin uluslararası ticari bankalara olan borçlarının üçte ikisi civarında olduğu sanılmaktadır.

7. Kuşkusuz 1980'li yılların en beklenilmedik hadisesi GOÜ'den gelişmiş ülkelere doğru net mali kaynak transferidir. Tablo 6'dan görüleceği üzere 1983-89 arasında GOÜ'ler 30.3 milyar dolarlık bir transferle gelişmiş ülkeleri desteklemişlerdir. Bu, tek kelimeyle yoksul ülkelerin zenginleri finanse etmesidir. GOÜ'lerin gelişmiş ülkelere net kaynak transferi sağlayarak kalkınabileceği savunulamayacağına göre durum büyük bir handikap oluşturmaktadır. Bu açmazı yaşayan ülkeler ise başta Latin Amerika olmak üzere çok borçlu GOÜ'ler grubudur. Tablo 10 bu ülkeler açısından yaşanan sürecin boyutlarını aktarmaktadır.

TABLO 10: ÇOK BORÇLU ÜLKELERE TOPLAM NET KAYNAK AKIŞLARI (MİLYAR %)

	1980-82 (Yıl.Ortalama)	1983-85 (Yıl.Ortalama)	1986-88 (Yıl.Ortalama)
Resmi Transferler :	0.4	0.8	1.4
DYSY'ları :	4.0	3.5	2.5
Resmi Krediler (Net):	6.7	8.2	4.4
- İki yanlı :	2.2	1.6	1.6
- Çok yanlı :	3.1	3.8	3.9
- IMF :	1.4	3.8	-1.1
Özel Krediler :	30.1	7.3	-0.5
Toplam Net Akışlar :	41.2	19.8	7.8
Toplam Net Transfer.:	15.9	-20.8	-29.0

KAYNAK:I.Husain, S.Mitra, 1989, S.3'ten Derlenmiştir.

8.1980'li yılların gelişmeleri arasındaki önemli bir olgu da GOÜ'lere yönelik dış finansmanların yönetim ve koordinasyonuyla çok sıkı bir ilişki içinde olan uluslararası finansal kurumlara yönelik tepkilerin artmasıdır. Tepkiler, daha çok üçüncü dünya ülkeleri kökenli olmakla birlikte geniş bir ülkeler yelpazesini kapsamaktadır. Uluslararası finansal kurumların gerek kriz öncesi, gerekse kriz sonrası gösterdigi yetersiz performans ve krizin tüm yükünü çoğu zaman GOÜ'lerin çekmesi yönündeki politika tavsiyeleri tepkilerin odak noktalarıdır.

Dünya Bankasına 1980'li yıllarda yapılan geri ödemelerin, bu kurumun sağladığı yeni finansmanların altında kalması, üstelik IBRD destekli bir çok projenin (özellikle çok borçlu orta gelirli ülkelerde) başarısızlıkla

sonuçlanması bu kapsamdadır. Zaten bu sebeble araştırmalara yönelen Dünya Bankası sonuçta makro ekonomik koşullar değişmeden çoğu projenin başarı şansının olamayacağını farketmiş ve verilecek kredilerin ekonomilerde yapısal değişime yol açacak alanlara kaydırılması şartını gerekli görmeye başlamıştır.

Dikkat edilirse uzun bir süredir Dünya Bankası'nın yaptığı araştırmalar ve yayınlarda yapısal uyum programları ile eş zamanlı incelemeler sözkonusudur. Ancak, serbest piyasa ekonomisinin gerçekleştirilmesi olarak kısaca belirtebileceğimiz modellerin uygulamalara geçirilebilmesi, bu kurumlardan finansman sağlamanın önkoşulu haline getirilmesine karşın, aynı tavsiyeleri piyasa modelinden sıkça sapmalar gösteren Batılı ülkelere hatırlatmamaları bu kurumlara olan güvenin sarsılmasına neden oluşturabilmektedir **(Ertürk, 1991, s.47).**

Batılı ülkelerde tarife dışı korumacılığın, sübvansiyonların hızlı artışları, yüksek bütçe açıkları ile ABD'nin GOÜ'lere akabilecek fonlara el koyması, Körfez Krizi sırasında ABD'ye destek veren Mısır'ın borçlarının önemli bir kısmının affedilmesine karşılık çok daha güç durumdaki Afrika ülkelerinin önerilerinin reddedilmesi, önceliklerin ve finansmanların geçmişte görülmemiş bir şekilde Doğu Bloku ülkelerine doğru yönlendirilmesi bu çerçevede düşünülmelidir.

5.GOÜ'LERE YÖNELİK DIŞ FİNANSMAN AKIŞINDAKİ GELİŞMELER VE 1990'LI YILLARIN BAŞLANGIÇ DÖNEMLERİ

Dış finansman-GOÜ'ler ilişkisi açısından dikkati çeken bir özellik, uluslararası sermaye hareketlerinin Dünya ekonomik konjonktürü ile güçlü bir ilişki içinde olmasıdır. Dünya ekonomisinin büyüdüğü, dünya ticaretinin artış hızının yükseldiği dönemlerde, gerek artan ihracat gelirleriyle ithalat ve yatırımların finanse edilme olanağı artmakta, gerekse gelişmiş ülkelerden, uluslararası finans kurumlarından ve özel sermaye akımları yolu ile fon akımı sağlanması kolaylaşmaktadır **(Aktan, 1993, s.44).**

Tarihsel süreç bunun örnekleri ile doludur ve bu açıdan özellikle 1970'li ve 1980'li yıllar dikkate değerdir. 1980'li yılların hemen başında baş gösteren dünya ekonomik durgunluğu ile GOÜ'lerin dış finansanında krize girmeleri, 1980'li yılların ikinci yarısıyla birlikte başlayan ekonomik canlanmaların krizli yılların aşılmaya başlanması ile eşanlı gitmesi ilişkinin boyutunu kısmen de olsa yansıtması açısından önemlidir. Ancak şu bir gerçektir ki, 1980'li yıllar özel sermaye akımları GOÜ'ler ilişkisi açısından telafisi oldukça zor sorunlar bırakarak bitmiştir. Özellikle uluslararası ticari banka kredilerinin daha uzun yıllar geçmişteki canlılığına bir daha dönebileceğine pek az ihtimal verilmektedir. Bu açıdan bakıldığında çeşitli kısıtlar ileri sürülmektedir. Bunların başlıcaları şunlardır **(Husain, Mitra, 1989, s.21);**

-Uluslararası ticari bankaların özellikle çok borçlular olmak üzere GOÜ'lere karşı bakışlarında şüphecilik ağır basmaktadır. Bu ülkelerde gerekli kredibilitenin geliştirilmesinin uzun zaman gerektirmesi ve iç siyasi problemlerin gerekli atılımları engelleyebileceği endişesi bankaların şüphelerini arttırmaktadır.

-Çoğu gelişmiş ülkede bankaların gerek düzenleyici, gerekse rekabetçi şartlardaki hızlı değişmeler nedeni ile ağır baskılar altında kalmaları GOÜ'lere fon aktarımını engelleyici olmaktadır.

-Ticari bankaların uzun dönem firma ilgilerinin farklılaşması bir diğer faktördür. Bir çok bölgesel ve küçük banka, kredilerini iç piyasalar ve ticaret finansmanına kaydırma stratejisi içine girmiştir.

-Büyük borç erteleme anlaşmalarının varlığı bir diğer problemdir. Örneğin Kolombiya'da 1988 yılında yeni fon sağlama toplantılarına 175 kreditör bankadan sadece 112'si katılmıştır.

Bu kısıtlar, beklentileri yoğunlaştırarak GOÜ'lerin çoğunun tekrar kredibiliteye sahip olabilmelerinde uzun ve güç bir zaman diliminin gerekliliğini vurgulamaktadır. Bu sebeble daha uzun yıllar çoğu GOÜ'nin ticari bankalardan uzun vadeli gönüllü finansman elde edebilmeleri çok güç olarak görülmektedir.

1980'li yılların GOÜ'lere bu kötü mirasının ardından 1990'lı yılların hemen başları Dünya ekonomik konjonktürün bir kez daha inişe geçtiği yıllar olarak karşımıza çıkmaktadır. Hatta bu durgunluk için II.Dünya Savaşından bu yana yaşanan en ağır bunalım ifadeleri kullanılmaktadır. Bir yanda Doğu blokunun kaçınılmaz çözülmesi ve geçiş aşamasının getirdiği problemler, diğer yanda batılı ülkelerin hızla artan ekonomik sorunları GOÜ'lere yönelik sermaye hareketlerinin ciddi açmazlarla karşılaşmasına neden olmaktadır. Nitekim Ravi Batra **"Kriz 1990"** adlı eserinde bu yılları bir felaket tellallığı seviyesinde iç karartıcı bir senaryo ile yansıtmaya çalışmaktadır.

1990'lı yıllar dünyada bir sermaye darboğazının giderek yoğunlaştığı zamanlara işaret etmektedir. Dünyanın büyük sermaye ihracatçısı gelişmiş ülke ekonomilerinde sermaye ihracı talebinde daralma görülmekte ve tasarruflar, özellikle demografik etmenlerce azalmayla karşı karşıya kalmaktadır.

Öte yandan, gerek Doğu Bloku ülkelerinin gerekse çok borçlular başta olmak üzere GOÜ'lerin sermaye taleplerindeki hızlı artışlar sermaye arzının değişmediği hatta azaldığı, talebe ise dev bir kadronun eklendiği dikkate alınınca, uluslararası sistemde faiz oranlarının genel olarak önümüzdeki yıllarda yükseliş eğilimi içinde olacağını haber vermektedir (Son yıllarda faiz oranlarındaki düşük seviyeler daha çok bu ülkelerdeki ekonomik durgunluğun derinliği ile açıklanmaya çalışılmaktadır) **(Çelik, 1992, s.25).**

Diğer yandan yaşanan bu olumsuzluklar zincirine rağmen 1990'lı yılların ilk üç yılı GOÜ'ler açışında olumlu göstergelere de işaret etmektedir. Çoğu GOÜ'de yaşanan birbiri arkasına ekonomik reformlarla ekonomilerini yeniden yapılandırma arayışları (dışa açık, ihracata yönelik ve serbest piyasa ekonomisi enstrümanların giderek güçlendiği bir süreç olarak değerlendirilmelidir) meyvelerini vermeye başlamış, bir çok orta gelirli GOÜ'in ekonomik göstergeleri yeterli olmamakla birlikte olumlu bir trende girmiştir. Özellikle GOÜ'in borçluluk göstergelerinin 1980'li yılların iç karartıcı seviyelerinden sonra tekrar 1970'li yılların seviyelerine gelmesi dikkat çekicidir.

1980'li yılların sonları ile birlikte başlayan bu sürecin konumuz açısından en önemli sonucu ise dış finansmanda kriz yıllarının önemli ölçüde aşılarak aşağıdaki tablodan da görüleceği üzere reel sermaye transferlerinin negatiften tekrar pozitif hale dönüşmesidir.

TABLO 11: DIŞ FİNANSMAN ÇEŞİTLERİ AÇISINDAN 1990'LI YILLARDA GOÜ'LERE (UZUN DÖNEM) TOPLAM NET KAYNAK AKIŞLARI VE TOPLAM NET (UZUN DÖNEM) TRANSFERLER (MİLYAR $ VE %)

	1990			1991			1992		
	Net Akış.	%	Net Trans.	Net Akış.	%	Net Trans.	Net Akış.	%	Net Trans.
Resmi Kalkınma Finansmanları	58.8	60.0	37.7	59.4	51.1	36.7	62.0	46.2	37.5
Resmi Bağışlar	28.2		28.2	31.3		31.3	31.1		31.1
Resmi Krediler (Net)	30.6		9.5	28.2		5.4	30.9		6.4
-İki yanlı	15.8		6.2	13.8		4.0	13.4		2.4
-Çok yanlı	14.8		3.3	14.4		1.4	17.5		4.0
Özel Krediler (Net)	11.4	11.6	-27.1	14.2	12.3	-26.8	25.9	19.2	-8.4
-Ticari Bankalar	-4.1		-28.5	3.9		-19.9	-		-
-Tahviller	3.2	3.2	-1.6	7.6	6.6	-0.9	-		-
-Diğerleri	12.4		3.1	2.8		-5.9	-		-
DYSY'ları	24.0	24.4	10.0	33.9	29.4	20.2	38.3	28.6	19.3
Portföy Özsermaye Yatırımları	3.8	3.8	3.8	7.6	6.5	7.6	8.1	6.1	8.1
Toplam	98.0(A)	100	24.4(B)	115.2(A)	100	37.7(B)	143.3(A)	100	56.5(B)
Toplam Net Transferlerin Toplam Net Akışlar İçindeki Payı (B/A)		24.9			32.7			42.1	

KAYNAK: World Debt Tables 1992-93 s.16 ve s.17'deki Tablolardan yararlanılarak hazırlanmıştır.

Tablonun gösterdiği üzere, 1990'lı yıllar GOÜ'lere yönelik dış finansmanların nisbi olarak olumlu bir trende girdiği yıllardır. 1990 yılında 24.4, 1991 yılında 37,7 ve 1992 yılında tahminen 56,5 milyar dolar olmak üzere GOÜ'lere net transferler olarak dış finansman sağlanmıştır. Bu trend aynı zamanda resmi kalkınma finansmanlardan tekrar özel finansmanlara kayışın da bir göstergesidir.

Nitekim, belirtilen süreç boyunca Resmi Kalkınma Finansmanları (RKF)'nın toplam dış finansmanlar içindeki payı hızla azalarak 1990 yılındaki %60'lık seviyeden 1992 yılında tahminen %46.2'lik seviyeye inilmiştir. İleriki yıllar için yapılan projeksiyonlar da trendin devamı yönündedir. Tablo 11'in bizlere ifade ettiği temel gerçek, GOÜ'lerin dış finansmanda giderek alternatif finansmanlara ve özellikle portföy yatırımlarına doğru kaydığıdır.

6.GOÜ'LERDE DIŞ FİNANSMAN KRİZİNİN AŞILMASI ÇABALARI

1990'lı yılların ortalarına doğru gelindiğinde görülmektedir ki, tüm GOÜ'lerin borçları artmaya devam etmektedir. 1991 yılı sonunda 1,608 milyar dolar olan toplam GOÜ'lerin borç stokunun 1992 sonunda 1,703 milyar dolara çıkması sözkonusudur.

Ancak birçok orta gelirli GOÜ'nin uluslararası finansal piyasalara girmede dikkate değer gelişmeler gösterdiği de açıktır ve **daha önemlisi şimdilerde çoğu GOÜ'nin borçluluk göstergeleri 1982 öncesine dönmektedir. Yani borç stoklarındaki artışa nazaran çoğu GOÜ'nin borçluluk göstergesi bekleninin aksine iyileşme göstermeye devam etmektedir.**

Diğer yandan bu grup ülkelere yönelik DYSY'larının da önemli miktarda artışı dikkat çekicidir. Bu göstergeler bizi uluslararası ticari bankalar ve onların bazı ortagelirli GOÜ'lerdeki borçluları için on yıl önce başlayan borç krizinin genel olarak aşıldığına götürmektedir. Özellikle borçlanma açısından bakıldığında bu durum görülebilmektedir. Nitekim Kosta Rika, Meksika, Nijerya, Filipinler, Venezuela, Uruguay grubu ülkelerde, ticari borçlar üçte bir oranında azaltılırken borçluluk göstergeleri de kriz öncesi göstergelere gelmiştir.

Bazı orta gelirli ülkelerde ise süreç krizin aşılmaya çalışıldığı bir safhadadır. Örneğin Bulgaristan, Dominik, Ekvator, Peru, Polonya gibi ülkeler borç ayarlama anlaşmalarını sürdürürken ticari borçların azaltılması çalışmaları devam etmektedir. Ekonomilerini yeniden yapılandırmayı başarabilen ülkelerde sürecin hızlanması önemli bir özelliktir. Bununla birlikte özellikle Sahra Altı Afrika ülkelerinin krizden çıkamadıkları, resmi finansmanlarla kendilerini finanse etmeye çalıştıkları görülmektedir.

Bu grup ülkeler için görüşmeler ve çalışmalar devam etmektedir. Örneğin Paris Klubü (Zenginler klubü olarak da bilinir. 1956 yılında kurulmuştur. Borç veren ve verdikleri borçları yeni bir ödeme planına bağlamak isteyen sanayileşmiş ülkelerle uluslararası mali kuruluşların bazılarının temsilcilerinin katılımından oluşan gayri resmi bir kuruluştur), Aralık 1991'de bu durumdaki ülkeler için yeni bir bağış menüsü uygulamada fikir birliğine varmıştır.

Gelinen nokta itibariyle yaşanan finansman krizinin bizlere öğrettiği çeşitli sonuçlar vardır. Bu sonuçlar genel olarak potansiyel bir dış finansman krizinin nasıl önlenebileceği ve kriz çıktığında nasıl üstesinden gelinebileceği sorularına cevap arar mahiyettedir. Dünya Bankası uzmanları bu konuda aşağıdaki temel noktaları vurgulamaktadırlar **(World Debt Tables,1993, s.10)**;

6.1.Potansiyel Bir Krizin Önlenmesi

1.Zıt yönlü dış şoklardan zarar görme olasılığına karşı geleceği düşünen kredilendirme ve borçlanma politikaları mutlaka hesaba katılmalıdır. Cari faiz oranları ve ticaret hadleri şartları dış finansman kararları için zayıf bir rehber mahiyetindedir. Düşük faizli ve dolayısıyla ucuz maliyetli gözüken borçlanmalar, faiz oranları arttığında yüksek faizli ve dolayısıyla pahalı borçlanmalara dönüşebilme potansiyeline sahiptir. Diğer yandan, GOÜ'lerdeki yabancı yatırımcılar karar verirken, potansiyel risklerin sistematik doğasını ve küreselliğini de (örneğin dünya ticaret koşulları) hesaba katmalıdırlar.

2.Finansal anlaşmalarda beklenilmedik olaylara karşı risk paylaşım mekanizmasının kurulması potansiyel krizleri hem daha az muhtemel, hem de kriz halinde daha az maliyetli kılacaktır.

3.Düşük gelirli ülkelerde kalkınma finansmanı olarak kullanılacak fonların geniş ölçekli olarak RKF'ları şeklinde olması sağlanmalıdır. Bunun için de gelişmiş ülkeler ve uluslararası mali kurumların bu ülkelere yönelik finansmanlarını uygun ekonomik politikalar desteğinde arttırması gereklidir.

6.2.Potansiyel Krizlerin Üstesinden Gelinmesi

1.Bir kriz anından önce, bunun nedenleri nihai ayarlama ihtiyacı için tespit edilebilmelidir ki zarar minimum kılınabilsin. Ayrıca, kriz anında var olan nakit problemlerinin sadece ticari bankalar aracılığı ile çözülebileceğinin sanılması hayal kırıklığına neden olabileceğinden, uluslararası kurumların gerekli tedbirleri alması ve uygulamaya koyabilmesi gereklidir.

2.Bir borç ödeme yetersizliği krizinin nihai çözümü borç ve borç servisi azaltmalarını gerektirmektedir. Borç yükümlülüklerinin azaltılması hem ülkeyi, hem de yabancı yatırımcıları saptırıcı etkilerden uzaklaştırarak ekonomik büyümeyi sürdürebilir bir tabanda olası hale getirecektir.

3.Uluslararası sermaye piyasalarına girebilmek için iyi iç ekonomik politikalar gereklidir. İyi bir ekonomik politika bu piyasalara girebilmede anahtar role sahiptir. Örneğin Doğu Asya ülkeleri bunu 1980'lerin

ortalarından beri sürdürebilmektedir. Uygun ekonomik politikalar ile birlikte uygulamaya koyulan borç ve borç servisi azaltmaları güçlü pozitif etkiler yapmaktadır. Azaltma operasyonlarının tek başına uygulanması bu başarılardan uzaklaşmaya neden olacaktır.

4.Resmi sektörün varlığı krizi çözme ve nihai ayarlamaların uygulanmasında önemli bir rol oynamaktadır. Dolayısıyla bu kurumların varlığı ile müdahaleleri sistematik çöküşlerden kaçınmada koordinasyon unsuruyla problemleri aşmada anahtar bir rol üstlenmelidir.

7.1990'LI YILLARDA GOÜ'LERE YÖNELİK ALTERNATİF DIŞ FİNANSMANLARIN ARTAN ÖNEMİ VE GELİŞİMİ

Geleneksel finansmanlar, literatürde uluslararası ticari bankaların orta ve uzun vadeli finansmanları ile uluslararası sermaye akışlarını gösteren tablolarda resmi kalkınma finansmanları kısmında gösterilen, daha çok dış yardım mahiyetinde ve içeriğinde bağış öğesi içeren finansmanlar iken, **alternatif finansmanlar geleneksel finansmanlar dışında kalan tüm diğer finansman formları olarak belirtilebilir.** Bir gruplamadan uzak olarak alternatif finansmanların şunları kapsamına aldığı söylenebilir;

-Doğrudan yabancı sermaye yatırımları (Direct Investment)
-Proje kredileri (Project Lending)
-Portföy yatırımları (portfolio Investment)
-Kapalı uçlu fonlar (Closed-End Equity Funds)
-Özel garantisiz borçlanmalar (Private Nonquarenteed Debt)
-Lisans Anlaşmaları (Lisencing)
-Ortak girişimler (Joint Ventures)
-Yarı özsermaye anlaşmaları (Quasi-Equity Contracts)
-Ve diğer özel kaynaklı borçlanmalar

Alternatif finansmanının şekilleri daha dar bir gruplandırmaya gidilerek ortak gruplar halinde gösterilebilir. Bu kez gruplama;

-Doğrudan yabancı sermaye yatırımları,
-Portföy özsermaye yatırımları (kapalı uçlu fonlar, depo edilen menkul kıymet sertifikaları (ADR's) ve doğrudan özsermaye yatırımları),
-Özel garantisiz borçlanmalar (Krediler, Tahvil ihraçları, Finansman Bonoları ve Mevduat Sertifikaları) şekline dönüşecektir.

Aşağıdaki tablo GOÜ'lere yönelik alternatif finansmanların boyutlarını yansıtmaktadır (istatistiksel tabanlardaki farklılık tablo içindeki bazı kalemlerin önceki tablo'dan ayrılmasına neden olmakla birlikte gelişimin boyutlarını yansıtması gözönünde bulundurularak ihmal edilecektir).

TABLO 12: 1989-1991 YILLARI ARASINDA GOÜ'LERE YÖNELİK ALTERNATİF FİNANSMANLAR (MİLYAR DOLAR)

Finansman Tipi	1989	1990	1991	1989-91
DYSY'ları (Net Akışlar)	23.343	25.445	33.546	82.334
Portföy Özsermaye Yatırımları	3.409	3.737	7.299	14.445
Kapalı Uçlu Fonlar	2.123	2.831	943	5.897
ADR'S	0	138	4.902	5.040
Doğrudan Özsermaye Y.	1.286	768	1.454	3.508
Özel Olanlar	6.151	15.211	20.312	41.674
Ödünçler	2.020	9.044	7.648	18.712
Tahviller	3.544	5.295	10.134	18.973
CP's ve CD's	587	872	2.530	3.989
TOPLAM	32.903	44.393	61.157	138.453

KAYNAK: Stijn Claessens, 1993, s.93.

Genel olarak uluslararası portföy yatırımları (UPY), doğrudan yatırımlardan farklı olarak yabancı yatırımcılar tarafından ya uluslararası menkul kıymet borsalarından ya da GOÜ'lerin borsalarından tedarik edilen doğrudan alımlar şeklindeki finansal enstrümanları içerirler. Bu enstrümanlar iki grup halinde ifade edilebilir;

-**Özsermaye Enstrümanları:** Ülke fonları (country funds), depo edilen menkul kıymet sertifikaları (ADR's), global depo edilen menkul kıymet sertifikaları (GDR's) ve yabancı yatırımcılar tarafından payların doğrudan satın alınması (Direct Purchase of Shares by Foreign Investors),

-**Borçlanma Enstrümanları:** Uluslararası tahvil ihraçları (İnt.Bond issues), finansman bonoları (commercial paper), ve mevduat sertifikaları (certificates of deposit).

Bu yaklaşım bize alternatif finansmanları daha dar gruplar halinde ifade etme imkanı vermektedir. Öyleyse alternatif finansmanlar genel olarak iki grup olarak belirtilebilir. İlk grup, tüm çeşitleriyle DYSY'larını kaparken, ikinci grup yine tüm çeşitleriyle UPY'larını kapsamına almaktadır. UPY'larının karakteristikleri sağlıklı verilerin bulunmasında zorluklara neden olmaktadır ve çoğu zaman da tahminler şeklindedir. Sadece UPY'larını göstermesi ve daha geniş bir zaman dilimini içermesi nedeniyle aşağıda aktarmayı uygun gördüğümüz tabloda da bu genel durum görülebilir.

TABLO 13:GOÜ'LERE BRÜT PORTFÖY YATIRIM AKIŞLARI (MİLYAR DOLAR)

	1989	1990	1991	1992	89-92
Portföy Özsermaye Yatırımları	3.5	3.8	7.6	8.2	23.0
-Ülke Fonları	2.2	2.9	1.2	0.6	6.9
-Depo Edilen Menkul Kıymet Serti.	0	0.1	4.9	5.6	10.7
-Doğrudan Özsermaye Yatırımları	1.3	0.8	1.5	1.9	5.4
Tahvil, Finansman bonosu ve Mevduat Sertifikası İhraçları	4.1	5.6	12.7	19.1	41.5
TOPLAM	7.6	9.3	20.3	27.3	64.5

KAYNAK: Masood Ahmed ve S.Gooptu, 1993, s.12.

Tablolardan görüleceği üzere GOÜ'lere yönelik alternatif finansmanlar, 1980'li yılların sonlarıyla birlikte başlayan bir süreçte hızlı bir şekilde artma göstermektedirler. Özellikle UPY'ları GOÜ'ler için yakın zamanlarda dış finansman kaynakları içinde en hızlı büyüyen grup haline gelmiştir (tüm kaynak akışlarının başta biri olmak üzere). Ayrıca, bir çok borçlu orta gelirli GOÜ'de dış finansmanların %40'dan fazlası 1990'lı yıllarda alternatif finansmanlar şeklinde olmuştur **(Claessens, 1993, s.92).**

GOÜ'lerin alternatif finansmanlara yönelişinin gerisinde 1980'li kriz yıllarının olumsuz sonuçlarından etkilenme geniş ölçüde tesirli olmuştur. Kriz yılları boyunca RKF'nin yeterli seviyelerden uzak kalmasının yanısıra, uluslararası ticari bankaların açtıkları kredilerin hızla azalarak negatif seviyelere kadar inmesi ve bunun daha uzun bir süre eski canlılığına kavuşamayacağı gerçeği (Nitekim GOÜ'ler halen uluslararası ticari bankalara kaynak transferine devam etmektedirler) GOÜ'leri yeni kaynak arayışlarına sevketmiştir.

İşte bu ortamda gerek birçok GOÜ yöneticisi, gerekse uluslararası finansal kurumlar ve birçok iktisatçının yayınları GOÜ'ler için dış finansman temininde alternatif finansmanların çok önemli bir rol üstlenebileceğini gündeme getirmiş, GOÜ'lerin alternatif dış finansmanlara ulaşabilmeleri için gerekli çeşitli düzenlemelere gitmeleri tavsiye edilmeye başlanmıştır. Ticari bankalardan gönüllü finansmanların daralmasının sürekliliği ise bu kararları pekiştirmiştir.

Bu tavsiyeler çok genel olarak, serbest piyasa ekonomisi enstrümanlarının harekete geçirilmesi çerçevesinde finansal liberalizasyon, menkul kıymet piyasalarının teşviki, özelleştirme ve DYSY'larını harekete geçirecek düzenlemelerdir.

Gelişmiş ülkelerdeki kurumsal yatırımcıların ellerindeki giderek artan fonların varlığı bu gelişmenin sürükleyici gücünü oluşturmuştur. Nitekim gelişmiş ülkelerdeki kurumsal yatırımcıların ellerindeki fonların 1989'da 7,5 trilyon dolar civarında olduğu ve bunun yıllık %15 arttığının hesaplanması **(Aktan, 1993, s.49)** cazibe bakımından oldukça yüksektir.

GOÜ'ler için bu piyasaların cazip oduğu kadar 1990'lı yıllarda batılı ekonomilerin yaygın olarak yaşadığı ekonomik bunalım gerek doğrudan gerekse de portföy yatırımları için yeni imkanlar arayan batılı ekonomik birimler için de büyük fırsatlar dünyasının harekete geçirilmesinde bir diğer itici faktör olmuştur.

Ancak belirtmek gerekir ki, yeni fırsatlardan tüm GOÜ'lerin aynı derecede faydalanılabildiği de söylenemez. Her ne kadar **GOÜ'lere yönelik alternatif finansmanlar son yıllarda olumlu bir şekilde artıyor ise de bu finansmanların üçte ikisi 1989-92 arasında sınırlı sayıdaki GOÜ'lerde yoğunlaşmıştır.** Hemen tüm alternatif finansmanlar için geçerli olan bu durum aralarında Türkiye'nin de bulunduğu bazı Latin Amerikan Ülkeleri ile Uzak Doğu ülkelerinde yoğunlaşma göstermektedir.

Alternatif finansmanların gelişiminde GOÜ'lerin politikalarının geniş ölçüde etkili olduğu aşikardır. Dolayısıyla politikalardaki değişiklikler, GOÜ'lere yönelik alternatif finansmanların tipi ve miktarı üzerinde önemli etkiler yapabilmektedir. Örnek vermemiz gerekirse, portföy özsermaye yatırımları içinde ülke fonları ve depo edilen menkul kıymet sertifikalarının gelişimi gösterilebilir. Yakın tarihlere dek çoğu GOÜ'de yabancı yatırımcılara izin verilen tek enstrüman olan ülke fonları, portföy özsermaye akışlarının ekseriyetini teşkil etmiştir.

Ancak, özellikle 1990 yılından sonra birçok GOÜ'de özsermaye yatırımlarına yönelik kısıtlamaların kaldırılması ya da azaltılması ve ABD borsa komisyonunun getirdiği kolaylıklar sonrasında GOÜ'lere yönelik

UPY'larının içinde ülke fonlarının payı hızla azalmıştır. Buna karşın, ADR ve diğerlerinin payı hızla artmıştır. Bu husus bizi alternatif finansmanların GOÜ'deki finansal sistemin yapısıyla güçlü ilişkisini vurgulama imkanı da vermektedir.

Yakın zamanlarda finansal sistemlerini liberalizasyona tabi tutan Şili, G.Kore, Meksika ve Türkiye gibi ülkelerin bu özellikleri sayesinde alternatif finansmanın ülkelerine yönelik akışlarını arttırabilmeleri alternatif dış finansman tipleri ile ülkelerdeki finansal sistemlerin ne kadar sıkı bir ilişki içinde olduğunu vurgulamaya yetmektedir (Claessens, 1993, s.99). Tabi ki alternatif finansmanların sadece finansal sistemlerce tayin edildiğini her zaman söyleyebilmenin güç olduğu da açıktır. Mali politikalar, kur politikaları, yapısal kurumsal kısıtlamalar, ülke riski faktörleri gibi sayabileceğimiz bazı unsurların tıpkı iç yatırımcılar gibi yüksek getiriler peşinde koşan yabancı yatırımcıları ve bunların davranışlarını da etkileyeceği açıktır.

Uluslararası finansmanda, sendikasyon kredilerinin azalan rolü ve uluslararası menkul kıymet piyasalarının artan önemi sonucu finansmanlarda aracısızlaşma (disintermediation) eğilimlerini de bu çerçevede değerlendirmek gereklidir.

Gerçekten bankaların, geleneksel mali aracılık görevleri, deregulasyon ve modern teknoloji aracılığıyla bilginin yaygın bir şekilde ulaşılabilir olması nedeni ile yavaş yavaş gelişmiş ülkelerden başlayan bir süreçle GOÜ'lere yayılarak aşınmaya uğramaktadır. Bu yeni finans ortamında, yatırımcılar ve finansman arayanlar artık aralarında bankaların bulunmasına giderek daha az gerek duymaktadırlar **(Sutherland,1993).** Bu ise, GOÜ'leri her zamankinden daha çok uluslararası finansal piyasalar analizlerine yöneltmektedir.

GOÜ'lerin dış finansman imkanlarını alternatif finansmanlar ile genişletebilmelerinde üzerinde önemle durulması gereken iki noktada; bu ülkeler için proje kredilerinin (Ticari Bankalar kanalı ile) temini ve tahvil ihracı yolu ile dış finansman temin etmede giderek genişleyen gelişmelerdir.

GOÜ'ler-Dış finansman ilişkisinin tarihsel analizi kriz yıllarına kadar GOÜ'lerin uluslararası ticari bankalar finansmanlarından proje finansmanında geniş olarak yararlandıklarını, ancak krizli yıllarla birlikte bu imkandan giderek uzaklaştıklarını göstermektedir. Nitekim uluslararası ticari bankalar GOÜ'lere fon aktarmada çok ihtiyatlı davranmaktadırlar.

Ancak, kalkınma sürecinde özel finansmanların yeri ve önemi inkar edilemeyeceğine ve resmi finansmanların sınırlılığı ile itici şartları sürdüğüne göre bir alternatif finansman olarak proje finansmanlarının önemi ihmal edilmemelidir. Bu sebeple GOÜ'lerin bu alternatifi gözden uzak tutmamaları faydalı olacaktır. Uluslararası kuruluşlardan sağlanan kredilere şu sebepler dolayısı ile azalan talebin varlığı da konunun bir alternatif olarak değerlendirilmesini gerekli kılmaktadır **(Erden, 1993, s.37);**

-Uluslararası kuruluşların en büyüğü Dünya Bankasıdır. Ancak bu kurumun katı kuralları çerçevesinde projenin her aşamasındaki müdahaleci özelliği artarak sürmektedir.

-Bu kurumlar kanalıyla sağlanan proje kredilerinde mekanizmanın ağır işlemesi nedeniyle projelerin çok uzun zaman alması ve bu süreç içinde siyasal iktidarların değişmesiyle birlikte projeyi uygulayan kuruluşlardaki yönetimler değişebilmektedir.

-Kredilendirmede döviz havuzu (currency pool) sisteminin kullanımının artışı karmaşık finansman yapılarını doğurmakta, bu ise finansal yönetimleri zorlaştırarak yatırımcılara itici gelmektedir.

Uluslararası ticari bankaların proje finansmanı konusunda cari tutumları şöyle tesbit edilmiştir **(Paul, 1992, s.56)**;

-Ticari bankalar özellikle çok borçlu ülkelerde proje finansmanlarına sınırlı ilgi duymaktadırlar ve ilgi alanları genellikle ihracata yönelik projeler ile sınırlıdır.

-Bankalar ayrıca geniş kapsamlı olarak politik risk garantilerini gerekli görmektedirler.

-Bankaların GOÜ'lere karşı tutumlarında ilgili ülkelerdeki potansiyel düzenleyici faktör ve mevzuat değişiklikleri önemli olmaktadır.

-Bankalar özellikle çok borçluları benzer bir tutumla kategorize etmeyi tercih etmekte, durumu iyiye gidenler ve kötüye gidenler şeklinde bir risk tercihini yapmaktadırlar.

Tüm bu göstergelerin, ilgili GOÜ'lerin makroekonomik performansları ile ilgisi çok sıkı olduğuna göre, bu kaynaklardan yararlanmayı ve bir alternatif olarak ekonomisine kazandırmayı amaçlayan GOÜ'lerin gerekli düzenlemeleri gerçekçi bir şekilde yapması gereklidir. Nitekim bu tür reform sürecinden geçen GOÜ'lerin bunu başarabildiğini ülke örnekleri göstermektedir. 1990'lı yılların sonuna doğru yaşanan gelişmeleri incelediğimiz ileriki kısımlarda bu konudaki son gelişmelere değinilmektedir.

8.ULUSLARARASI TAHVİL PİYASALARI, KREDİ DEĞERLİLİĞİ (RATING) VE GELİŞMEKTE OLAN ÜLKELER

GOÜ'ler için alternatif finansmanlardan biri olan tahvil ihraçları kanalıyla dış finansman temininin önemini giderek arttırması ve yaygın bir enstrüman haline dönüşmesi bu konuda detaylı incelemeleri gerekli kılmaktadır.

8.1.Uluslararası Finansmanın Yeni Boyutları

Liberal içerikli ekonomik politikaların hemen hemen tek bir dalga halinde tüm dünyayı sarmaya başladığı 1980'li yıllardan günümüze kadar yoğun bir değişim yaşanmaktadır. Hemen tüm ülkeler, ekonomilerini serbest piyasa ekonomisi enstrümanlarını harekete geçirecek tarzda yeniden yapılandırma arayışları içerisindedirler. **Bu değişimin en önemli halkalarından birisini de uluslararası finansman** oluşturmaktadır. Bu bağlamda özellikle 1980'li yıllardan başlamak üzere Uluslararası Finansal Piyasalar (UFP)'dan yapılan finansmanların hızlanması sözkonusudur. Bunun en önemli nedenleri ise şunlardır **(Akyüz, 1993, s.12)**;

1.Uluslararası finansal piyasalarda, piyasa katılımcılarına ilişkin düzenlemelerde liberalleşme (örneğin Japon piyasalarından yabancıların borçlanmalarına 1980'lerin ortalarından itibaren izin verilmesi ya da çeşitli piyasalarda yatırımcılara sağlanan kolaylıklar gibi),

2.Uluslararasılaşmayı engelleyen vergi ve benzeri düzenlemelerin önemli ölçülerde ortadan kaldırılması (örneğin ABD, İngiltere, Fransa ve Almanya'da yerleşik olmayanlara ödenen faizlere uygulanan stopajın kaldırılması gibi),

3.Yeni finansal araçların hızla gelişmesi,

4.Kurumsal yatırımcıların gelişmesi ve portföy çeşitlendirmesinin giderek artan bir şekilde devam etmesi,

5.Enformasyon ve bilgisayar teknolojisindeki gelişmeler,

6.Finansman ihtiyaçlarının büyümesi ve ulusal piyasaların yetersiz gelmeye başlaması.

TABLO 14: UFP'DAN FİNANSMAN VE ÜLKE GRUPLARININ PAYLARI (MİLYAR DOLAR VE % OLARAK)

	1988	%	1989	%	1990	%	1991	%	1992	%	1993	%
Tahviller	227.1	50.08	255.7	54.81	229.9	52.86	297.6	56.7	333.7	54.73	170.3	66.4
H.Senetleri	7.7	1.7	8.1	1.74	7.3	1.68	23.4	4.46	23.5	3.85	6.0	2.3
Sendikasyon Kred.	125.5	27.67	121.1	25.96	124.5	28.63	116.0	22.1	117.9	19.34	31.2	12.1
Para Piyasası Araç.	76.6	16.89	73.2	15.69	66.2	15.22	80.2	15.28	127.9	20.98	47.5	18.5
Diğer	16.6	3.66	8.4	1.8	7.0	1.61	7.3	1.46	6.7	1.1	1.3	0.5
TOPLAM	453.5	100	466.5	100	434.9	100	524.9	100	609.7	100	256.3	100
OECD Ülk.	413.8	91.2	426.5	91.4	304.4	88.4	457.9	87.2	535.7	87.8	228.8	89.2
GOÜ'ler	22.5	5.0	21.8	4.7	28.6	6.6	46.2	8.8	47.3	7.7	15.1	5.8
Orta ve Doğu Avr.	4.6	1.0	4.7	1.0	4.6	1.1	1.8	0.3	1.8	0.2	2.1	0.8
Diğer	12.6	2.8	13.5	2.9	17.3	3.9	19.0	3.7	25.2	4.1	10.3	4.0
TOPLAM	453.5	100	466.5	100	434.9	100	524.9	100	609.7	100	256.3	100
GOÜ'ler	22.5	100	21.8	100	28.6	100	46.2	100	47.3	100	15.1	100
Tahviller	4.2	18.6	2.6	11.9	4.5	15.7	8.3	17.9	14.0	29.5	8.2	54.3
H.Senetleri	0.3	1.3	0.1	0.4	1.0	3.4	5.0	10.8	7.2	15.1	0.3	2.0
Sendikasyon Kred.	15.5	68.8	16.2	74.3	19.8	69.2	26.7	57.7	16.5	34.8	5.8	38.4
Para piyasası Araç.	1.2	5.3	2.0	9.1	1.2	4.1	1.7	3.6	7.9	16.7	0.5	3.3
Diğer	1.3	5.7	0.9	4.1	2.1	7.3	4.5	9.7	1.7	3.6	0.3	2.0

KAYNAK: Sudarshan Gooptu, 1993, s.71'den Derlenmiştir. (1993 Yılı, Ocak-Nisan Dönemi İtibari İledir)

UFP'dan finansmanları ve bunların çeşitleri ile dağılımını özetleyen Tablo 14'den görülebileceği üzere;

-UFP'dan sağlanan finansmanların en büyük kısmı tahviller ile para piyasası araçları olarak belirtilen finansman bonoları ve orta vadeli senetler toplamından (medium term notes) oluşmaktadır. Aynı zamanda bu kalemler giderek önemlerini arttırmaktadırlar.

-UFP'dan yapılan finansmanların çok büyük çoğunluğu genellikle sanayileşmiş ülkeler olarak belirtebileceğimiz OECD ülkelerine yöneliktir. Orta ve Doğu Avrupa ülkeleri olarak belirtebileceğimiz eski merkezi planlı ekonomilerin yeri çok sınırlı iken özellikle son yıllarda GOÜ'lerin paylarında ciddi artışlar sözkonusudur. Nitekim tablo 13 ve 14'den görülecegi üzere GOÜ'lerin tahvil ve benzeri borçlanma enstrümanları ihraçları ile elde ettikleri finansmanlar son yıllarda hızla artmıştır.

8.2.Tahvil finansmanı, Kredi Degerliligi (Rating) Ve GOÜ'ler

Tahvil ihracı ile sağlanan finansman uluslararası tahvil (Euro Bond) ve yabancı tahvil (Foreign Bond) ihracıyla gerçekleştirilir. Ancak yabancı tahvillerde aracılık yüklenimi (Underwriting) ihracın yapıldığı ülke firmalarından oluşan bir konsorsiyum tarafından yürütülürken uluslararası tahvillerde belirtilen konsorsiyum uluslararası bir yapıdadır. Yabancı tahvillerin ihracı, ihracın gerçekleştirilecegi ülke yasalarına göre yapılırken, uluslararası tahvillerin ihracı hiç bir ülkenin yasasına tabi değildir. Ayrıca yabancı tahvillerin kupon oranları İhraç edildikleri ülkenin ulusal ihraçlarının kupon oranlarına yakınken (genellikle çok az üzerinde), uluslararası tahvillerin kupon oranları aşağı veya yukarı yönde büyük degişiklikler gösterebilir **(Akyüz, 1993, s.13).**

Tahvil ihraçları genellikle güçlü kabul edilen para birimleri ya da sepet paralar üzerinden yapılır. Tahviller sabit veya değişken faizli olabilmektedir. Tahvil ihraçları, ihracı koordine eden ilgili mali kurumlara bir komisyon ödenmesini gerekli kılar. Bunun yanında önemli bir diğer maliyet unsuru olan risk primi (spread)

sözkonusudur. Bu oran ilgili borçlanıcıların durumuna göre artıp azalma göstermekte ve aynı zamanda finansman talep eden ilgili borçlanıcıların piyasalara girip girememesini de belirleyici bir unsur olmaktadır.

Tahvil ihraçları ve risk primi ile ilgili son derece önemli bir kavram, kredi değerliliğinin tespiti (Rating) analizleridir. Rating'e duyulan ihtiyaç küreselleşen dünya ekonomisinde daha da önem kazanmaktadır. **Rating, açılacak kredilerin, zamanında ve tam olarak geri ödenmesi ihtimali hususunda uluslararası sermaye piyasalarındaki kriterlere uygun ve objektif bir ölçü sağlamak amacıyla, bir borçlunun ihraç ettiği menkul kıymetlere yatırım yapılması halinde, yatırımcının bundan dolayı yükleneceği riskin bulunmasına ilişkin bir çalışmadır (Karaöz, 1990, s.29).**

Bir analiz olarak rating işlemi sermaye piyasaları ile ilgili olarak çeşitli fonksiyonlar görmektedir. Bunları şöyle sıralayabiliriz;

-Menkul kıymetlerin alınıp satılması veya muhafaza edilmesine ilişkin kararların alınmasında risk faktörünün değerlendirilmesi bakımından kolay ve çabuk bir referanstır.

-Muhtelif borçluların ve/veya bunların ihraç ettiği menkul kıymetlerin ortak bir kritere oturtulması ile riskin tespitinde belirli bir standardizasyon sağlar.

-Menkul kıymetlerin ikincil piyasalarda işlem görmesi bakımından önemli bir göstergedir.

-Borçlular ve bunların ihraç ettiği menkul kıymetler bakımından mukayeseli bir çalışma yapmak imkanı verir.

-Bilgilerin geniş bir yatırımcı kitlesine yayılmasıyla, borçluların girebileceği sermaye piyasalarını ve dolayısıyla finansman kaynaklarını arttırır.

-Yatırım kararlarını daha güvenilir bir temele dayandırarak menkul kıymetlerin fiyatlarının daha ekonomik ve istikrarlı oluşmasını sağlar.

İş bölümünün ve ihtisaslaşmanın giderek arttığı ve önem kazandığı dünya ekonomisinde kredi değerliliğinin tesbitine yönelik analizleri kendi imkanları ile yapmak isteyen yatırımcı sayısı zamanla azalmıştır. Çok büyük finansman kuruluşları dahi bu analizlerin gerektirdiği maliyetlerden kaçınmak istemektedir. Bu gelişmeler sonuçta uzmanlaşmış kurumların öne çıkmasını sağlamıştır.

Rating firmaları, esas itibari ile, kredi-ülke riskinin analizinde uzman mali analist ve ekonomistlerden oluşan kuruluşlardır. Bu firmalar zamanla edindikleri tecrübeler sayesinde herhangi bir yatırımcının kendi imkanları ile yapabileceği bir analizden daha geniş bir inceleme alanını kapsayacak şekilde hizmet verebilmektedirler.

Rating firmaları, yaptıkları iş açısından bir danışman veya yatırım bankacılığı ya da menkul değerler uzmanı rolünde olmadıkları gibi, yaptıkları değerlendirmenin neticesinde borçlu veya yatırımcıya karşı herhangi bir sorumluluk da üstlenmezler.

Rating işlemleri genellikle istek üzerine yapılmaktadır. Bununla birlikte verdikleri notun talep edenin beğenip beğenmemesine önem vermemekte ve kabul edilmeme hallerinde verdikleri notları yayınlamamak ve açıklamamakla yetinmekte-dirler. Kuşkusuz rating firmaları yaptıkları hizmetin karşılığında bir ücret talep etmektedirler. Diğer yandan bir ülkedeki hiç bir kuruluşun **aynı vade içerisinde,** ülkenin Rating'inden daha iyi bir nota sahip olamaması önemli bir diğer noktadır **(Goodell, 1993).** Bu gerçek bir ülkedeki firmaları kısıtlayan bir faktör olmakla birlikte sonuçta tutarlı olarak görülmelidir.

Rating firmaları analizlerini yaparken başlıca iki sorunun cevabıyla ilgilidirler **(Karaöz,1990, s.31);**

a)Objektif unsur: Borçlu, borçlarını ödeme gücüne sahip midir. Yani, borçlunun ekonomik ve mali durumu, varlıklarının seviyesi borçlarını tam olarak karşılamaya yeterlimidir

b)Subjektif unsur: Borçlu, borçlarını ödemeye isteklimidir. Yani, ilk şartı sağlayan borçlu, taahhütlerini zamanında yerine getirmeye niyetlimidir. İşte Rating firmaları bu soruların cevaplarını bulmaya çalışmakta ve bunun için çok geniş içerikli olarak, politik ekonomik risk analizleri yaparak değerlendirmeye gitmektedirler. Bununla birlikte bu firmaların her zaman en iyi değerlendirmeleri yaptığı iddia edilemez. Tarihsel gerçekler nadiren de olsa bazı hatalı derecelendirmelerin varlığını göstermektedir **(Reilly, 1986, s.383).**

Bugün dünyada sınırlı sayıda büyük ve kurumsallaşmış Rating ajansı vardır. Duff and Phelps, Fitch, Moody's, Standard and Poor's, JTR (Japan Credit Rating Agency), (EIU) Economist Intellegence Unit bunların en çok bilinenleridir.

Tablo 15 sözkonusu rating firmalarından dördünün puanlama sistemleri hakkında detaylı olarak bilgi sunmaktadır.

TABLO 15: TAHVİL DERECELENDİRMELERİ VE AJANSLAR

	Duff and Phelps	Fitch	Moody's	Standard and Poor's	
Yüksek Derece	1	AAA	Aaa	AAA	: Bir borç enstrümanına verilen en yüksek derecedir. Anapara ve faiz ödemelerinde son derece güçlü bir kapasiteyi gösterir.
	2-4	AA	Aa	AA	: Yüksek kaliteli tahvillere verilen derecedir. Anapara ve faiz ödemelerinde güçlü bir kapasiteyi gösterir.
Orta Derece	5-7	A	A	A	: Bu tahviller birçok lehte yatırım tutumuna sahiptir. Ancak zıt ekonomik değişikliklere karşı temkinli olmayı önerir.
	8-10	BBB	Baa	BBB	: Bu nota sahip tahviller anapara ve faiz ödemelerinde uygun bir kapasiteye sahip olunduğunu fakat zıt ekonomik koşullarda ödemelerin gecikme riskine karşı zayıf bir kapasite oluşturabileceğini gösterir
Spekülatif_Derece	11-13	BB	Ba	BB	: Tahvillerin anapara ve faiz ödemelerinde sadece ılımlı bir korumaya sahip olduğunu gösterir.
	14	B	B	B	: Genel olarak zayıf karakterli tahvilleri gösterir. Geri ödemelerde güven azdır.
Taahhütlerin Karşılanamama Riskinin çok Yüksek Olduğu Durumlar	15	CCC	Caa	CCC	: Zayıf kalitedeki ihraçlardır. Risk yüksektir.
	16	CC	Ca	CC	: Oldukça yüksek risk içerdiğini gösterir.
	17	-	C	-	: En düşük tahvil kalitesine verilen nottur. Risk son derece yüksektir.
	-	C	-	C	: Geri ödemelerin mümkün olamayacağı tahvil ihraçlarında verilen nottur.
	-	DDD	-	D	: Taahhütlerin yerine getirilmesinin en yüksek derecede olanaksız halde olduğunu ifade etmek için verilen nottur.
	-	DD	-	-	: " "
	-	D	-	-	: " "

KAYNAK: Frank K.Reilly, 1986, s.384.

NOT: Rating firmaları verdikleri notları ileri derecede + veya - işaretleriyle (Fitch ve SP's) ya da 1,2,3 şeklindeki sayılarla (Moody) belirtirler. Pozitif işaret ve en düşük sayı,ilgili kategorideki en iyi durumu yansıtır. Moody's için Baa, SP's için BBB- ve daha yukarı dereceler yatırım seviyeli kredi değerliliğini gösterir.

8.3.Kredi Değerliliği (Rating) Analizinin Etkileri

Rating firmalarınca verilen notlar yatırımcıların davranışlarını yoğun olarak etkilemektedir. Bunun en önemli sonucu Uluslararası Sermaye Piyasaları (USP)'ndan fon talep edenlerin ödeyeceği risk priminin ve talep edilen finansmanın diğer mali şartlarının olumlu ya da olumsuz yönlerde etkilenmesidir. Bu ise tahvil finansmanı

kanalıyla fon talep edicilerin borçlanma maliyetlerini etkilemektedir. Aslında, bu boyutuyla derecelendirme mekanizması finansman talep edenlerin finansman piyasalarına girebilip giremeyeceğinin de bir ölçütü olmaktadır.

Yukarıdaki tabloda yer alan orta derecenin altında bir notu olan ülkenin menkul kıymet ihraçlarına talep son derece sınırlı olacak ve risk primi eşanlı olarak yükselerek dış finansmanın mali koşullarını giderek kötüleştirecektir. Örneğin, spekülatif kategoriye giren ülkelere uygulanan risk primi %2.0'a veya daha üstlere kadar çıkabilmektedir ki, daha aşağı risk primi talepleri spekülatif kategorideki talep edicilerin bunu hakedemeyeceği gerekçesiyle geri çevrilebilmektedir **(Neftçi, 1993).**

Öte yandan, derecelendirmeye tabi tutulup spekülatif derecede bir not alan ülkenin karşılaşacağı olumsuz sonuçlar bu kadarla sınırlı değildir. **Spekülatif derecedeki bir not, ülkenin sadece ihraç edeceği menkul kıymetlere talebi değil, özellikle özel kaynaklı diğer dış finansmanların da ilgili ülkeye akışını global olarak olumsuz yönde etkileyecektir. Çünkü alınan olumsuz notlar doğrudan ülkenin elde ettiği finansmanların geri dönüşü ile ilişkilidir ve sadece dış kaynak imkanlarını azaltmak ve maliyetlerini arttırmakla kalmayacak, tüm diğer özel kaynaklı dış finansmanların ilgili ülkeye akışını olumsuz etkileyebilecektir.**

Belirtilen bu sonuçlar ilgili ülkelerin bütçe açıklarının finansmanı açısından borçlanma stratejisinde bir değişikliğe yol açarak, iç borçlanmaya ağırlık verilmesi halinde ülke içindeki cari faiz oranlarını arttırıcı yönde etki yapacaktır. Aynı zamanda ülke içinde ekonomik birimlerin dövize olan taleplerinin hızla artması ilgili ülke parasının değer kaybını hızlandırıcı etkiler doğurabilecektir.

9.GOÜ'LER VE ULUSLARARASI SERMAYE PİYASALARI

9.1.GOÜ'lerin Uluslararası Sermaye Piyasalarından Borçlanma İmkanlarındaki Gelişmeler

GOÜ'lerin Uluslararası Sermaye Piyasaları (USP)'ndan finansman teminleri 1980'den sonraki borç krizi yıllarına kadar gelişme göstermekle birlikte, 1980'den sonraki yılların olumsuz şartları bu piyasalara GOÜ'lerin girebilmelerini önemli ölçüde kısıtlamıştır.

Bununla birlikte, bu piyasaların GOÜ'lere 1980'li yıllar boyunca kapılarını tamamen kapattığı söylenemez. Krizin en yoğun yıllarında dahi bazı GOÜ'lerin başarılı menkul değer ihraçları olmuştur. Özellikle Uzak Doğu'daki bazı GOÜ'ler, birer iyi örnektirler.

1980'li yılların sonları ile 1990'lı yıllarda birçok GOÜ'nin tekrar USP'na dönebildiği görülmektedir. Asya'da; Malezya, Çin, Güney Kore, Tayland, Hindistan, Endonezya, Avrupa'da; Macaristan, Türkiye, Yunanistan, Portekiz, Kıbrıs Rum Kesimi, Latin Amerika'da; Şili, Meksika, Venezuela, Brezilya, Afrika'da; Cezayir, Güney Afrika Cumhuriyeti, Mısır ve Gabon en önemli menkul değer ihraççısı ülkeler olmuşlardır.

Bu ülkelerin bazıları piyasalara girebilmede çok başarılı iken, diğer bazıları daha az başarılı olmuşlardır. Araştırmalar bu piyasalara girebilmede başarı gösteren GOÜ'lerin şu temel özelliklerine dikkat çekmektedir **(Fedder ve Mukherjee, 1992, s.100);**

-Ekonomilerini önemli ölçüde liberalizasyona tabi tutup, yapısal kurumsal serbestiyi önemli ölçüde geliştirebilmişlerdir.
-Özel sektörün ekonomideki öncü rolünü kavrayıp gerekli önemi vermişlerdir.
-Yabancı sermaye yatırımlarını harekete geçirebilmek için gerekli düzenlemeleri yapabilmişlerdir.
-Ekonomik büyümenin motoru olarak ithal ikamesi yerine, ihracata yönelik, dışa açık politikaları seçmişlerdir.
-Cari işlemler dengelerini kurabilmiş, en azından önemli ölçüde iyileştirebilmişlerdir.
-Mali açıkları azaltabilmişlerdir.
-Politik istikrara sahip olabilmiş ve bunu geliştirebilmişlerdir.

Meksika örneği bu açıdan ilginçtir. 1970-82 arasında büyük tahvil ihraçları gerçekleştiren Meksika, 1982 kriziyle birlikte piyasalardan çekilmek zorunda kalmış ve yakın yıllara kadar piyasalara girememiştir. Meksika yönetimi bu süreç içerisinde ekonomisini geliştirecek büyük reformlara girişmiş ve ülkeyi GOÜ'ler içinde "yatırım" seviyesindeki ülkeler sınıfına sokarak kısa vadeli yatırım için düşünülen bir ülke olmaktan çıkarıp, uzun vadeli düşünülebilen ülkeler arasına katmıştır.

Meksika, 1986 yılında uluslararası mali kurumların ve ticari kreditörlerin desteğinde ülkeyi dünya ekonomisine açan ve bütünleştiren bir istikrar programı yürürlüğe koymuştur. Aynı yıl GATT'a üye olmuş ve ticari liberalizasyon (hassas sektör ayrımı yapılarak) hızla başlatılıp, büyük bir devalüasyonun arkasından kambiyo politikalarını değiştirmiştir. Ancak, enflasyonun hızlanmasıyla birlikte (1987 sonunda %160) tüm kesimlerin işbirliği sağlanarak ücretler, kamu sektörü fiyat ve tarifeleri, nominal döviz kuru dondurulmuş ve sıkı para ve maliye politikası uygulamalarına geçilmiştir. Bunların yanısıra özelleştirme, yapısal kurumsal serbestleştirme (deregulation) ve rekabeti teşvik edecek sanayi politikaları reformları ile yapısal reform çabaları kuvvetlendirilmiştir.

1988'de kurulan hükümet de ekonomik reformlara devam etmiş ekonominin dışa açıklığını ve demokratik hakları geliştirmiştir. Uluslararası mali kurumlarla sağlanan fikir birliği ile ihracat teşvik edilmiş, imalat sanayi ihracat gelirleri 1989'da petrol ihraç gelirlerini aşmıştır. Bu reformlar, Meksika'nın USP'larındaki itibarını hızla yükseltmiştir.

Brady planının Meksika'daki başarılı sonuçları ise diğer bir faktör olarak yabancı yatırımcıları Meksikaya yöneltmiştir. Bu arada enflasyon 1988'de %52'lik seviyeden 1989'da yaklaşık %20'ye çekilebilmiştir. İşte bu performans Meksika'nın başarısını getirmiştir (**Fedder ve Mukherjee, 1992, s.84 - Voljc ve Draisma, 1993, s.123**).

9.2.Belli Başlı Borçlanma Piyasaları

A:ABD Sermaye Piyasası

ABD sermaye piyasası, yatırımcıları çeşitli risklerden korumayı amaçlayan çok sıkı düzenleyici bir iklime sahiptir. Bu piyasada yapılacak tüm tahvil ihraçları yetkili birimlere tescil edilmek zorundadır. Yoğun bir müracaat presedürü ve maliyetler sözkonusudur. Zor ve maliyetli tescil işlemleri yabancı tahvil ihraçları

açısından menkul kıymetler ve döviz komisyonu (SEC) düzenlemeli "Yankee Piyasası"nı GOÜ'ler için genellikle kaçınılan bir piyasa yapmıştır.

Piyasada, coğrafi yakınlık, tanınmışlık önemli bir rol oynar. Aynı zamanda Rating notları, bu piyasa için son derece önemlidir. Fakat yeni getirilen bazı düzenlemeler ABD piyasalarında kurumsal yatırımcılara yönelik tahvil ihraçlarında bazı kolaylıklar sağlamıştır (144a Kuralı). Böylece bu kuralla ABD'li kurumsal yatırımcılar SEC tescil ve izni olmaksızın yabancı tahvillere yatırım iznine kavuşmuştur.

B:Eurotahvil Piyasaları

Eurotahvil piyasaları çok büyük yatırımcı tabanlı, geniş likiditeye sahip, olgun piyasalardır. 1990 yılındaki ihraçlar toplamı 160 milyar dolardır. Bu piyasalarda tahvil ihracı için herhangi bir devlet ya da kuruluşlardan izin almak gerekmez. İhraç için uzmanlaşmış bir finans kurumuyla anlaşılır. Bu kuruluşlar gerekli araştırmaları yapar ve ihraççıya nasıl bir faiz ve spread'la ne kadar borçlanabileceğini bildirir ve karşılığında bir komisyon alırlar.

Tahvillerin genellikle hamiline olarak ihraç edildiği piyasada en yaygın kullanım alanı bulan para ABD doları, Alman markı ve İsviçre Frankı'dır. Euro piyasalar, **geçmişte** Doğu Bloku ülkelerince sıkça kullanılan piyasalardır. **Şemsiye teorisinin** işlerligi bu ülkelerin Euro piyasalardan geniş bir ölçekte faydalanabilmelerine yardımcı olmuştur. Teori, Sosyalist ülkelerin birbirlerini sıkı bir biçimde desteklemeleri ile ilgilidir. Kısaca güç duruma düşen bir Doğu Bloku ülkesinin Karşılıklı Ekonomik Yardım Konseyi (COMECON)'un derhal devreye girerek sorunlu ülkeye yardım edecegi tezi ile ifade edilmektedir **(Shapiro, 1990, s.148).**

Ancak yaşanan gelişmeler ve bu ülkelerin kriz içine girmesi ihraçlarını hızla azaltmak zorunda bırakmaktadır. Bununla birlikte nispi daha iyi durumdaki eski Doğu Bloku ülkeleri sınırlı da olsa Alman piyasalarına girebilmektedir. Çünkü Alman kurumsal yatırımcıların yüksek getirili fakat yüksek riskli yatırımları sevmesi bu piyasaya Asya ülkelerinin, Latin Amerika ülkelerinin ve bazı eski sosyalist ülkelerin girebilmesini sağlamaktadır.

İhraçlar için talep edicilerin yapısı ise çeşitlilik göstermektedir. Aşağıda Alman markı ve ABD doları üzerinden çıkarılan Euro tahvillerin tipik yatırımcılarının kimler olduğu hakkında sunulan bilgiler oldukça ilginç bir örnek oluşturmaktadır.

TABLO 17: EUROTAHVİL PİYASASINDA YATIRIMCILAR

Alman Markı Euro Tahvil İhracı		ABD Doları Euro Tahvil İhracı	
Yatırımcılar	% Payı	Yatırımcılar	% Payı
Alman küçük yatırımcılar	40	Avrupalı perakende Yat.	25
Alman kurumsal "	15	L.Amerikan " "	20
Avrupalı küçük "	20	Avrupalı kurumsal "	30
Avrupalı kurumsal "	10	ABD'li " "	15
L.Amerikan küçük "	10	Japon " "	5
Japon kurumsal "	2	Ortadoğu'lu " "	5
Ortadoğulu " "	3		

KAYNAK: M.J.Fedder ve M.Mukherje , 1992, s.97-98.

C:Samuray Piyasası

Samuray piyasası Tokyo'da yabancı ihraççılar için Japon yeni üzerinden ihraçların yapıldığı piyasadır. Çoğu GOÜ'ler için bu piyasa 1980'lerin sonlarına kadar kapalı kalmıştır. Oldukça sıkı kontrollere sahip olan bu piyasaya girebilmek için Japonya Maliye Bakanlığı'nın iznini ve tescilini almak gereklidir. **Ayrıca, ihraç talebinde bulunanların ABD kökenli ya da Japon Rating firmalarınca derecelendirmeye girmeleri şartı aranmaktadır.**

Samuray Piyasasının, yatırımcıları hemen hemen tamamıyla kurumsal yatırımcılardır. Piyasa çok az likittir ve ikincil piyasa çoğu ihraçlar için sözkonusu degildir. Zira, yatırımcılar aktiflerini uzun vadeli olarak tutmaktadırlar.

Diğer piyasalarda olduğu gibi 1990'lı yıllarla birlikte piyasadaki temel problem, fonların azalması ve Japon kurumsal yatırımcıların riskli borçlulara yatırım yapmadaki giderek artan gönülsüzlüğüdür. Zaten 1990'lı yıllarla birlikte hızla artan yabancı tahvil ihraçları portföy çeşitlendirmesinde GOÜ'lerin limitlerinin giderek dolmasına yol açmıştır. Bu probleme özellikle eski doğu bloku ülkelerinin yaptıkları başvurular da ilave bir yük getirmiştir. Bu yüzden piyasaya girebilmeyi arzulayan eski doğu bloku ülkelerine sözkonusu durum sıkça hatırlatılmaktadır.

9.3.Uluslararası Finansman-GOÜ'ler İlişkisinin Yeni Boyutlarını Açıklamaya Yönelik Bazı Görüşler

GOÜ'ler için hızla gelişen esnek bir dış finansman tekniği olan tahvil ve diğer portföy yatırımı finansmanlarının hacim olarak artmakla birlikte, sınırlı olduğu görülmektedir ve aynı zamanda piyasalar küçük bir yatırımcı tabanı ile büyümeye devam etmektedir. Geleceğe dönük olarak yapılan projeksiyonlar bu gelişmenin mevcut trend boyunca devam edeceğini söylemekle birlikte bunun nereye kadar olabileceğini cevaplamaktan uzaktır. Piyasaların zorlu yapıları da bu soruların cevaplamasını zorlaştırıcı bir faktördür. Zaten, GOÜ'lere yönelik portföy yatırımlarının son yıllarda hızla artışıyla ilgili olarak farklı şekillerde ifade edilmekle birlikte iki temel açıklama yapılmaktadır **(Ahmed ve Gooptu, 1993, s.13);**

A.İlk grup görüşlere göre son yıllardaki ABD faiz oranlarındaki hızlı düşüşler bunun sebebidir (ABD faiz oranlarının II.Dünya Savaşı'ndan bu yana en düşük seviyeleri civarında olduğunu hatırlarsak). Çünkü böylece kurumsal yatırımcılar için riski yüksek olmakla birlikte yüksek getiriye sahip bu ülkeler alternatif cazibe merkezleri olmaktadır.

B.Diğer grup görüşler ise GOÜ'lerin piyasalarının yapısından kaynaklanan çekiciliğini baz almakta ve özellikle L.Amerika ve benzeri ülkelere, ekonomik reformlarına, bu reformların ticari borçların azaltılması anlaşmalarına refakat etmesine ve bunun büyüme ile kredibiliteye olan etkilerine dikkat çekmektedirler.

Bu iki temel görüş, birbirinden ayrılıp zıt görüşler olarak ifade edilmek yerine tamamlayıcı açıklamalar olarak kabul edilmelidir. Ancak şu kadarını söylemek gerekir ki, ilk grup görüşlerde yoğunlaşma yaşanmaktadır. Gerek GOÜ'lerdeki menkul kıymet piyasalarının gelişmiş ülkelere kıyasla yüksek getirileri, gerekse GOÜ'lerin borçlanma enstrümanlarına ödedikleri yüksek faizler **yaşanan sürecin konjonktürel bir durum olduğu** ve gelişmiş ülkelerde faizlerin yükselip ekonomik canlanmanın sağlanarak menkul kıymetler fiyatlarının tırmanışa geçeceği bir dönemde giderek azalabileceği tezini ön plana çıkarmaktadır **(Kuczynski, 1993, s.335; Oktar, 1994, s.40).**

10.GOÜ'LERE YÖNELİK DIŞ FİNANSMAN AKIŞINDAKİ GELİŞMELER VE 1990'LI YILLARIN SONUNA DOĞRU YAŞANANLAR

GOÜ'lere yönelik dış finansman akışındaki gelişmeler açısından, 1990'lı yılların başları ve devam eden yıllar kriz döneminin tersine olmak üzere önemli gelişmeler göstermeye devam etmektedir. Nitekim son yıllardaki gelişmeler de dikkate alındığında 19902lı yılların genel karekteristiginin; GOÜ'lere yönelik özel sermaye akışlarında hızlı bir büyüme ve resmi kalkınma finansmanlarında bir duraklama olduğu görülmektedir **(Global Dev. Fin., 1997, s.3).** Kuşkusuz bu sürecin en önemli boyutu, GOÜ'lere yönelik net dış finansman girişlerinin sürmesi ve GOÜ'lerin dış finansmanının daha çok alternatif dış finansmanlara ve özellikle portföy yatırımlarına kayması olmuştur. Tablo 18'den bu durum izlenebilmektedir.

TABLO 18:DIŞ FİNANSMAN ÇEŞİTLERİ AÇISINDAN 1993-96 DÖNEMİNDE GOÜ'LERE (UZUN DÖNEM) TOPLAM NET KAYNAK AKIŞLARI (Milyar Dolar)

Finansman Şekli	1993	%	1994	%	1995	%	1996	%
ToplamNet Kaynak Akışları	212	100	207	100	237	100	285	100
Resmi Kalkınma Fin.	55	26	46	22	53	22	41	14
Bağışlar	29	14	32	16	33	14	31	11
Krediler	26	12	13	6	20	8	10	4
İki Yanlı	10	5	3	2	9	4	-6	-2
Çok Yanlı	15	7	10	5	11	5	15	5
Toplam Özel Finansmanlar	157	74	161	78	184	78	244	86
Borçlanmalar	45	21	45	22	57	24	89	31
Ticari Bankalar	-0.3	-0.1	11	5	27	11	34	12
Tahvil İhraçları	36	17	29	14	29	12	46	16
Diğer	9	4	5	3	2	1	8	3
DYSY'ları	67	32	84	41	96	41	110	39
Portföy Özsermaye Yatırımları	45	21	33	16	32	14	46	16

Kaynak: Global Dev. Fin. Vol.1 1997 s.3'ten Yararlanılarak Düzenlenmiştir.
Not: Veriler Tam Sayıya Tamamlanmıştır.

Tablo 18'den görülecegi üzere GOÜ'lere yönelik dış finansmanlar 1993-1996 döneminde hızlı bir gelişme göstermeye devam etmektedir. Toplam net dış finansman akışları bu dönemde 212 milyar dolardan yaklaşık olarak %35'lik bir büyümeyle 1996 yılında 285 milyar dolara ulaşmıştır. Bu süreçte RKF'nın toplam

dış finansmanlar içindeki payı sürekli azalmış ve 1993 yılındaki %25.9'dan 1996 yılında %14.3'e kadar gerileme göstermiştir. RKF'nın tersine özel finansal akışların toplam içindeki payı ise sürekli artma göstermiş ve 1993 yılında %74.1 iken, 1996 yılında %85.7'e kadar yükselme göstermiştir.

Tabloda dikkati çeken önemli bir diğer olguda gelenksel dış finansaman kaynaklarından olan Ticari banka kredilerinin uzun bir dönemin ardından yeniden canlanma içine girmesidir. Her ne kadar 1970'li yılların ikinci yarısıyla dış finansmanda kriz yıllarının başladığı yıla kadar olan dönem arasındaki kadar olmasa da ticari bankaların yeniden devreye girmesi dikkate değer bir gelişme olmuştur.

Ancak bu gelişme geçmişle kıyaslandığında önemli iki farklılığa sahiptir. Bunlar şunlardır(Global Dev. Fin., 1997, s.6):

1)Ticari bankalardan yapılan borçlanmaların çok önemli bir kısmı eskiden olduğu gibi devletlere degil, özel sektör firmalarına gitmektedir. Nitekim 1995 ve 1996 yıllarında yapılan yeni borçlanma anlaşmalarının yaklaşık olarak %60'ı kurumsalaşmış özel sektör firmalarına gitmiştir. Bu firmaların ait oldukları ülkeler şunlardır; Şili, Çin, İndonezya, Malezya, Meksika, Güney Afrika Cumhuriyeti, Tayland ve Türkiye.

2)Yeni kredilerin büyük çoğunlugu başta altyapı yatırımları amacına yönelik olmak üzere proje kredisi şeklindedir.

Yukarıda özetledigimiz dış finansmandaki gelişmelerin önemli bir boyutu ise, sözkonusu gelişmelerin GOÜ'ler arasında eşit olarak dağılmamış olmasıdır. Bu açıdan bakıldığında belirtilen gelişmelerin, çoğu GOÜ için yeterli olmaktan uzak kalmış olduğu görülmektedir. Tablo 19 bu duruma işaret etmektedir. Tablo 19'dan dikkati çeken hususlar şu şekilde özetlenebilir:

-GOÜ'lere yönelik net dış finansman akışları hızlı bir biçimde artmasına rağmen ilgili ülkeler arasında büyük farklılıklar sözkonusudur.

-Doğu Asya ve Pasifik ülkeleri ile Latin Amerika ülkeleri sözkonusu dış finansmanların en büyük kısmını kendilerine çekebilmektedir.

-Gelir grupları açısından bakıldığında ise nisbi olarak daha gelişmiş ve daha dışa açık ekonomilere sahip GOÜ'lerin daha çok finansman çektikleri görülürken, bu grup ülkelerden 12 tanesinin toplam içindeki payları son yıllarda bir miktar azalmakla birlikte sözkonusu net finansman girişlerinin %70'den fazlasını kendilerine çekmeye devam etmektedirler.

TABLO 19: ÖZEL KAYNAKLI DIŞ FİNANSAMN AKIŞLARININ GOÜ'LER ARASINDAKİ DAĞILIMI (MİLYAR DOLAR VE% OLARAK)

	1993	%	1994	%	1995	%	1996	%
Toplam GOÜ'ler	157	199	161	100	184	100	244	100
Sahra Altı Afrika	-0.5	-0.3	5	3	9	5	12	5
D.Asya ve Pasifik	62	40	71	44	84	46	109	45
Güney Asya	6	4	9	6	5	3	11	5
Avr.ve Mer. Asya	26	17	17	11	30	16	31	13
Latin Amerika	60	38	54	34	54	29	74	30
O.Doğu-K. Afr.	4	3	6	4	1	1	7	3
Gelir Grupları								
Düşük Gelirliler	50	32	57	35	53	29	67	27
Orta Gelililer	107	68	104	65	131	71	177	73
Seçilmiş Ülkeler	133	84	122	75	131	73	178	73
Çin	40	26	44	27	44	24	52	21
Meksika	21	13	21	13	13	7	28	12
Brezilya	16	10	12	8	19	10	15	6
Malezya	11	7	9	6	12	7	16	7
İndonezya	1	1	8	5	12	7	18	8
Tayland	7	5	5	3	9	5	13	5
Arjantin	14	9	8	5	7	4	11	5
Hindistan	5	3	6	4	4	2	8	3
Rusya	3	2	0.3	0.2	1	1	4	2
Türkiye	8	5	2	1	2	1	5	2
Şili	2	1	4	3	4	2	5	2
Macaristan	5	3	3	2	8	4	3	1

Kaynak: Global Dev. Fin. Vol.1 1997 s.7'den Yararlanılarak Düzenlenmiştir.
Not: Veriler Tam Sayıya Tamamlanmıştır.

11.DIŞ FİNANSMAN TÜRLERİNİN KARŞILAŞTIRMALI BİR ANALİZİ

GOÜ'lerde kalkınmanın iç finansman kaynaklarıyla karşılanmasının yetersizliği sebebiyle başvurulan dış finansmanlar farklı tipleri ve özellikleri ile farklılıklar göstermekle birlikte genel olarak şu fonksiyonlara sahip olduğu söylenebilir:

-İç kaynaklarla finanse edilemeyen kârlı projeleri finanse ederek potansiyel milli geliri zamanla arttırır.

-Yatırımların ülke dışından finansmanı sonucu, beklenen milli gelire bağlı olarak ülke içi tüketimi azaltıcı ya da arttırıcı etki gösterir.

-Dalgalanmalar gösterebilen yurtiçi toplam tüketimi düzenleyici etkileri vardır.

-Özel kalkınma stratejileri ile ilişkili veya ekonomik riskleri yabancı yatırımcılar ya da ülkelere kaydırıcı özellikler içerir.

-Yatırımların seçimi ve yönetimi ile ilgili risk ve sorumluluklarda kaydırma etkisi ile değişmelere neden olucu özellikler içerir.

-Dış finansman yoluyla sağlanan kaynak transferi mekanizması, içeriğinde imtiyazlı değerler arzedebilir.

Dış finansmanların bu potansiyel fonksiyonları görünüş itibari ile son derece olumlu bir tablo yansıtmakla birlikte, dış finansman-GOÜ'ler ilişkisinin tarihsel analizi, incelediğimiz üzere sayısız riskler ve problemler ile doludur. Şunu açıkça söylemek gerekir ki, dış finansman, gelişmekte olan bir ülke için iki kenarlı keskin bir kılıç gibidir. Bu kılıç hem büyük bir potansiyel refah kaynağı hem de büyük tehlikeler içeren bir araçtır **(Lessard, 1986, s.1)**. Sorun, finansmanın gerektiği anda, uygun mali koşullarda temin edilmesi ve uygun ekonomik politikalar içerikli bir ekonomide, uygun ve rasyonel sahalara enjekte edilmesidir. Bunlardan birinin ya da birkaçının yetersizliği beklenen faydayı sağlayamayacağı gibi tersine sonuçlara da neden olabilecektir. GOÜ'lerin bir çoğunun yaşadığı tecrübeler bunun örnekleri ile doludur.

Dünya Bankasının, finanse ettiği projelerin bir çoğunun başarısızlıkla sonuçlanması neticesi yaptığı araştırmalarda, makro ekonomik koşullar değişmeden bu projelerin hiç bir zaman başarı şansının olamayacağını farkederek 1980'lerin ikinci yarısından itibaren kredilerini ekonomilerde yapısal değişime yol açacak alanlara kaydırmış olmasını bu çerçevede değerlendirmek gerekir **(Ertürk, 1991, s.47)**.

Benzer şekilde Dünya Bankasının 1993 yılında yayınladığı "World Debt Tables" isimli yayındaki şu ifadeler de aynı gerçekleri dile getirmektedir; **"GOÜ'lerdeki dış finansman krizinin temel dersi ekonomik kalkınmanın anahtarının iç kaynaklar ve politikalar olduğunu göstermektedir. Bu ülkelerde, ülke riski nedeniyle sağlanabilecek dış finansmanların hacmi son derece sınırlıdır ve buna karşın fazla itimat etmekte çok riskli bir stratejidir. Dış finansman zıt yönlü dış gelişmeler ve neden olabileceği olumsuz etkilerle GOÜ'lerin zarar görmelerine yol açabilmektedir".**

Farklı formlardaki dış finansmanlar GOÜ'ler için farklı sebeblerle talep edilebilmektedir. Teknoloji transferi sözkonusu olduğunda DYSY'ları en cazip dış finansman tekniği olduğu halde, altyapı yatırımlarının finansmanında ödemesiz dönemi ve vadesi uzun, faiz oranları ticari faizlerin altında çok yanlı uluslararası mali kuruluş kredileri önem arzetmektedir. Diğer yandan, fakirlik kıskacındaki GOÜ'lerde ise faizsiz çok uzun vadeli IDA kredileri önem kazanmaktadır.

Benzer şekilde, finansal derinliğe sahip GOÜ'ler için portföy yatırımları talep edilen bir finansman şekli olarak görülmektedir. **Bu farklılıklar finansman şekillerinin ikame yeteneğini daraltırken tamamlayıcılık özelliklerini ön plana çıkarır.** GOÜ'lerin kalkınmışlık dereceleri, ekonomik performans ve kredibiliteleri, uyguladıkları ekonomik politikalar, yasal-kurumsal düzenlemeler, milli gelir seviyeleri dış finansmanların birbirleriyle ikame edilebilmesine sınırlar çizmektedir **(Hansen, 1987, s.109).**

Örneğin, kişi başına milli geliri düşük ülkeler için DYSY'ları ancak çok sınırlı bir kaynak olabilirken, piyasa ekonomisi enstrümanlarının geçerlilik kazanmadığı, finansal piyasaların gelişmediği ülkeler, portföy yatırımlarından faydalanamamaktadır.

Bu belirgin özelliklerin yanısıra dış finansmanların bir kaynak transferi, bir riskleri kaydırma mekanizması ve imtiyazlı değerler içerebilmesi nedeniyle de bir bağış mekanizması olarak işleyebileceğine değinmiştik. Ancak, bu mekanizmaların tüm dış finansman şekillerinde eşit olmadığı da açıktır. Tablo 20 bu konuda bazı bilgiler sunmaktadır.

TABLO 20: FİNANSAL ENSTRÜMANLAR VE MEKANİZMALAR

Mekanizma	Zaman boyunca kaynak transferinin derecesi		Riskleri Kaydırma Derecesi			Kaynak Transferinin imtiyazlı Pay İçerme Derecesi		
Enstrümanlar	Kısa Vade	Uzun Vade	Az	Orta Derece	Geniş bir Derece	Az	Orta Derece	Geniş bir Derece
Ticari Banka Kredileri	x		x			x		
Uzun Vadeli Tahviller		x	x			x		
Dünya Bankası Kredileri		x	x				x	
Uluslararası Kal.Yard.		x		x				x
IMF Telafi Edici Finans.	x			x				x
Mal Fiatları. Endeksli Tah.		x			x	x		
Özsermaye Yatırımları		x			x	x		

KAYNAK: Donald R.Lessard, 1986, s.13.

Tablodan görüleceği üzere, her finansal enstrüman farklı özellikler arzetmektedir. Örneğin, bunların bazısında kaynak transferi uzun vadeli iken (uzun vadeli tahviller ve Dünya Bankası kredileri gibi) bazılarında çok kısadır (Ticari bankalar kredileri gibi). Benzer şekilde diğer mekanizmalar da finansman tiplerine göre farklılıklar arzetmektedir. **Özellikle ticari bankalar finansmanlarının ne kadar olumsuz mekanizmalara sahip olduğu düşünülürse bu kaynağa 1970'li yıllarda çok fazla başvuran GOÜ'lerin ne kadar tehlikeli bir sürece kendilerini teslim ettikleri daha iyi anlaşılmaktadır.**

Dolayısıyla, her ülke ekonomisinin kendi gerçeklerini gözönünde bulundurarak dış finansman tercihlerinde bilinçli ve gerçekçi tavır göstermeleri rasyonel bir tutum olacaktır. DYSY'ları tabloya dahil edilmemekle birlikte, özsermaye yatırımlarının üç özelliğini de önemli ölçüde yansıttığını belirtebiliriz.

BÖLÜM 3

TÜRKİYE EKONOMİSİNİN GELİŞİM SÜRECİNDE DIŞ FİNANSMAN KULLANIMI VE KARŞILAŞILAN TEMEL SORUNLARIN ANALİZİ

1.TÜRKİYE EKONOMİSİNİN FİNANSMAN SORUNLARINA GENEL BİR BAKIŞ

Nüfusu hızla artan, işsizlik problemini çözememiş, kişi başına milli geliri düşük seviyelerde seyreden tıpkı diğer GOÜ'ler gibi ülkemiz de gelişme sürecinin tipik handikaplarını hem sebeb hem de sonuç olarak yoğun bir şekilde ve birarada yaşamaktadır.

Gelişme sürecinin farklı safhalarında farklı iktisat politikalarının uygulandığı Türkiye Cumhuriyeti (TC)' nin kuruluşundan günümüze kadarki dönemde en önemli sorunu kuşkusuz kaynak yetersizliği olmuştur. Öyle ki, bu sorun hemen hiç bir dönemde geri plana düşmemiştir.

Tablo 21:TÜRKİYE EKONOMİSİNDE GSMH, YATIRIMLAR VE TASARRUFLARIN GELİŞİMİ (1963-93)

YILLAR	GSMH(Milyar TL)	TOP.YAT/GSMH	TOP.TAS/GSMH	KAYNAK DENGESİ
1963	66.8	16.9	12.5	-4.4
1964	71.3	16.5	15.1	-1.4
1965	76.7	16.5	15.7	-0.8
1966	91.4	18.8	17.2	-1.6
1967	101.5	18.5	17.4	-1.1
1968	112.5	20.0	18.2	-1.8
1969	124.9	20.1	18.5	-1.6
1970	147.7	19.8	18.4	-1.4
1971	192.6	18.6	17.8	-0.8
1972	240.8	20.1	20.0	-0.1
1973	309.8	18.1	20.3	2.2
1974	427.0	20.7	18.4	-2.3
1975	535.7	22.4	17.4	-5.0
1976	674.9	24.7	19.3	-5.4
1977	872.9	24.9	18.0	-6.9
1978	1.290.7	18.5	15.8	-2.7
1979	2.199.5	18.2	16.1	-2.1
1980	4.435.1	21.3	15.8	-5.5
1981	6.553.5	21.4	17.9	-3.5
1982	8.735.0	19.9	17.7	-2.2
1983	11.551.8	20.0	16.4	-3.6
1984	18.374.8	19.3	16.5	-2.8
1985	27.789.4	20.8	18.9	-1.9
1986	39.177.1	24.6	22.0	-2.6
1987	58.387.2	25.4	24.0	-1.4
1988	100.154.3	24.0	26.1	2.1
1989	170.633.2	22.4	23.6	1.2
1990	287.254.2	26.7	23.7	-3.0
1991	453.206.0	22.2	22.4	0.2
1992	779.462.0	22.4	21.6	-0.8
1993	1.321.955.0	23.6	19.4	-4.2

KAYNAK: HDTM (Aktaran, İlker Şenel, 1994).

Tablo 21 bir örnek olmak üzere Türkiye ekonomisinin 1963-93 yılları arasındaki Gayri Safi Milli Hasılası (GSMH)'nı, Toplam Yatırım-GSMH oranını, Toplam Tasarruf-GSMH oranını ve Kaynak dengesini göstermektedir.

Yukarıdaki tablo ülkemizin GSMH, Top.Yat./GSMH, ve Top.Tas./GSMH açısından 1980'li yıllarla birlikte nisbi olumlu bir gelişme içerisine girmesine rağmen yetersiz kaynaklara sahip olduğuna işaret etmektedir. GSMH'nin azlığı tasarruf ve yatırım oranlarının yetersiz oluşunun temel nedenidir. Üstelik bu rakamlara yapılan bazı itirazlarda toplam tasarruf oranlarının tablo değerlerindekinden daha aşağı olduğu iddia edilmektedir. Bu konuda örneğin, 1980'li yılların ikinci yarısından itibaren ülkemizde Devlet İstatistik Enstitüsü (DİE)'nin rakamlarına göre %24'ler civarında olduğu belirtilen toplam tasarruflar/GSMH oranının, DİE'nin GSMH hesaplama yöntemlerindeki değişikliklerden kaynaklandığı, tasarruf oranının gerçekte %15'ler civarında olduğu belirtilmektedir **(Ertüzün, 1992, s.36).**

Konu ile ilgili diğer görüş ise DİE'nin hesaplamalarını kabul etmekte ve 1984 sonrası gelişmelerin gerçeği yansıttığını söylemektedir. Ancak, bu görüşlere göre tasarruf oranlarındaki artışlar gönüllü tasarrufların yükseltilmesi ve vergilerin adil biçimde arttırılmasından ziyade, enflasyonist finansman, gayri adil vergileme ve zorunlu tasarruf gibi uygulamalardan kaynaklanmaktadır **(Hiç, 1989, s.50).**

Öte yandan marjinal tasarruf-yatırım egiliminin çok daha az olduğu gelir gruplarına bir de yüksek gelir gruplarının gösteriş harcamalarının tesirleri belirli ölçülerde yansımakta ve global olarak ülkemiz yatırım-tasarruf oranları olumsuz etkilenmektedir **(Savaş, 1986, s.28).**

Tüm bu nedenlerle İç kaynakları ile ekonomik kalkınmasını hızlandırmada sorunları yaşayan diğer GOÜ'ler gibi, ülkemiz de iç kaynaklarını dış kaynaklarla desteklemek durumundadır.

2.TÜRKİYE EKONOMİSİNİN GELİŞİM SÜRECİNDE DIŞ FİNANSMAN KULLANIMI

Çalışmanın bu kısmında Türkiye ekonomisinin tarihsel süreci ve temel dönem ayrımları ışığında dış finansman tecrübesi incelenecektir. Bu inceleme esnasında özellikle 1970'li yıllar ve 1980 sonrası dönem inceleme ve analize tabi tutulacak, daha önceki dönemlerin ise mümkün olduğunca temel karakteristikleri vurgulanmaya çalışılacaktır.

İncelenen dönemlerdeki gelişmeler diğer GOÜ'lerin dış finansman deneyimleriyle karşılaştırılacak, ülkemizin var olan trentdeki yeri, konumu ve farklılıkları değerlendirilecektir.

2.1.1923-50 DÖNEMİ

Türkiye Cumhuriyeti, daha kuruluşunda negatif dış finansmanlarla karşı karşıya kalan bir devlet olmuştur. Savaş sonrasında varlıklarının yanısıra, yetişmiş insangücünün çok önemli bir bölümünü de kaybeden yeni cumhuriyetin kuruluş yılları iktisadi açıdan son derece güç bir dönemdir. Ülke içi sermaye stokunun ve GSMH'nın çok küçük ve bununda önemli bir kısmının yabancı yatarımcılara ait olduğu bu dönemde, yeni Cumhuriyet Lozan anlaşmasınan getirdiği ek bir yükümlülükle de Osmanlı borçlarının önemli bir bölümünü kabullenmek durumunda kalmıştır. Osmanlı devletinin, 1912'den önceki borçlarının %63'ü, bu tarihten sonrakilerin ise %76'sı genç Cumhuriyet tarafından üstlenilmiştir **(Ünsal Ve Diğ.,1989,s.26).**

Ayrıca, genç Cumhuriyetteki bütün demiryollarının, şehirlerdeki elektrik, tramvay, gaz ve su işletmelerinin, liman işletmelerinin, başlıca madenlerin, halı fabrikalarının çoğunun sahibi ya da idaresi yabancı tekellere aittir **(Yaşa ve Dig. 1980, s.16).**

Bu dönemde yapılan yeni yabancı sermaye yatırımları önerilerinin öncekilere benzer şekillerde tekel pozisyonu sağlamaya yönelik olması, yabancı sermayeye karşı oldukça ılımlı olan T.C. yöneticilerini bir süre sonra var olan yabancı sermaye yatırımlarını millileştirmeye yöneltmiştir **(Özmen, 1989, s.8).**

Büyük çaptaki millileştirme faaliyetleri yabancı sermaye yatırımları ile dış kaynak imkanını ortadan kaldırırken, bu durum dış kredi seçeneğinin ön plana çıkmasına neden olmuştur. Dış borçlanmaya karşı çekingen bir tavır takınan Türkiye'nin ilk borçlanması 1930 yılında ABD'li bir yatırım şirketinin kibrit tekeli imtiyazı karşılığında alınmıştır **(Altan, 1986, s.35).**

Daha sonra, sanayi planı denemeleri uygulamasına girişen Türkiye'nin dış kaynak teminine yöneldiği görülmektedir. Planın uygulanabilmesi için gerekli dış kaynak, önemli ölçüde Sovyetler Birliği'nden kliring esaslı bir anlaşmayla temin edilmiştir. Alınan borçların planın uygulamasında kullanılması olumlu neticeler doğurmuş ve günümüzde de varlığını sürdüren bazı KİT'ler bu dönemde oluşturulmuşlardır. II.Dünya Savaşının başlamasıyla birlikte yeni dış borçların temini sürdürülmüş, ancak bunların daha çok savunma amaçlı kullanılması gerekmiştir. Örneğin, bu dönemde İngiltere, Almanya ve Fransa'dan çeşitli defalar dış kredi alınmıştır. Savaş sonrası dönemde ise Truman Doktrini çerçevesinde planlanan Marshall yardımları devreye girmiştir.

Bir dönem olarak 1923-50 yılları Türkiye ekonomisinin dış finansman ilişkisinin sınırlı boyutlarda geliştiği yıllardır. Bir yandan yabancı sermaye yatırımlarına yönelik millileştirmeler, diğer yandan dış krediden kaçınılmak istenilmekle birlikte zorunlu kullanımlar sözkonusu olmuştur. Dış finansman temininin tamamıyla ikili **(devletlerarası)** finansman şeklinde işlemesi, bunların önemli ölçüde siyasal ilişkiler çerçevelerinde sağlanmış olması dönemin temel karakteristigidir. Ayrıca, negatif dış finansmanlarla kurulan bir devletin 1954 yılına kadar Osmanlı borçlarını ödemeye devam etmesi dönemin bir diğer özelligidir.

2.2.1950-62 DÖNEMİ

1950'li yıllar ekonomide dış finansmana önemli ölçüde ağırlık verilen yıllardır. Dış kaynak kullanımının geçmişe nazaran büyük boyutlara ulaştığı 1950'li yıllar genel olarak liberalizm içerikli ekonomi politikalarının uygulanmaya çalışıldığı, fakat sürecin daha dönemin ilk yarısında önemli ölçüde terkedilmek zorunda kaldığı bir devredir.

Ekonomik kalkınma sürecinde özel sektörün öncülüğünün kabul edildiği bu dönemde, iç kaynakların darlığı peşinen kabul edilerek dış finansmanlara büyük umutlar bağlanmaktadır.

Ekonomiye yönelik dış kaynak akımını hızlandırmada öncelik başlangıçta DYSY'larına verilmiştir. Bu amaçla DYSY'larına yönelik düzenlemelere gidilmiş ve 1950 yılında çıkarılan 5583 sayılı yasa ile Maliye Bakanlığına, Bakanlar Kurulunun izniyle 300 milyon liraya kadar DYSY'larını garanti edebilme imkanı tanınmıştır. Ayrıca aynı yasayla dışarıdan borç almak isteyen özel sektöre, bulduğu dövizi transfer etme imkanı sağlanmıştır.

1951 yılında 5821 sayılı yabancı sermaye yatırımlarını teşvik edici yasa çıkarılmıştır. Bu yasanın bekleneni vermemesi üzerine, 18.1.1954 tarihinde 6224 sayılı DYSY'larını teşvik yasası ve bunun yanısıra yatırımları düzenlemek için 7.4.1954 tarihli 6326 sayılı petrol yasası çıkarılmıştır **(Açba, 1989, s.195).**

Çıkarılan yasaların "Yabancı sermayenin ülkemize gelmeğe çok hevesli olduğu, bu nedenle bazı koşullandırmaları kabul edeceği" varsayımı ile ürkek ve yetersiz hale getirilmesi **(Özmen, 1989, s.9)**, üstelik konjonktür olarak dünya ekonomisinde sermaye hareketlerinin hem yeni gelişmeye başlaması, hem de bunların zaten çok büyük çoğunlukla Batı ekonomileri içerisinde dolaşması amaçlanan hedefe ulaşılmasını engellemiştir.

Böylece dış kaynak beklentisinin DYSY'ları ile temin edilemeyeceğinin anlaşılması, ülke yönetimini bu kez dış finansman için uluslararası mali kurumlar ve gelişmiş ülkelere başvurmaya sevketmiştir. Bunun sonucu 1950'li yıllar boyunca 2 milyar doların biraz üzerinde kredi temini gerçekleşmiştir. Elde edilen kredilerin yaklaşık %50'si ise ABD kaynaklı olmuştur **(Altan, 1986, s.90).**

TABLO 22: 1950-60 DÖNEMİNDE TÜRKİYE'YE DIŞ FİNANSMAN GİRİŞİ

DIŞ FİNANSMAN ÇEŞİTLERİ	MİLYON DOLAR	%
I. Resmi Kredi ve Bağışlar	1.416	61.3
-Preje Kredileri	72	3.1
-Program Kredileri	1.112	48.1
-Uluslararası Kuruluşların (IMF, ECU,OECD) Kredileri	95	4.1
-PL 480	137	5.9
II. Özel Yabancı Sermaye	895	38.7
-Yabancı Özel Yatırımlar	101	4.3
-Özel Ticari Krediler	210	9.0
-Özel Satıcı Kredileri	584	25.2
III. GENEL TOPLAM	2.311	100

KAYNAK: H.ŞAHİN, 1990, s.122'den Derlenmiştir.

Tablo 22'den görüleceği üzere bu dönemde Türkiye gerek resmi, gerekse özel olmak üzere çeşitli kaynaklardan dış finansman imkanı sağlamıştır. DYSY'ları sınırlı bir miktarda kalırken özel sektöre yönelik krediler ile özel sektöre yönelik satıcı kredilerinin boyutları dikkat çekmektedir. Diğer yandan, ülkemiz bu dönemde yoğun bir şekilde resmi finansman kullanımına gitmiştir. Üstelik Dünya Bankası Türkiye anlaşmazlığı nedeni ile 1954 yılından itibaren ülkemize yönelik yeni kredilerin kullanılamamasına rağmen bu dönemde yaklaşık 1.5 milyar dolarlık resmi finansman sağlanmıştır (Dünya Bankası ile olan ilişkiler ancak 1966 yılında tekrar başlamıştır).

Dönemin dış finansmanlarla ilgili önemli bir noktası ise ekonomide ilerleyen yıllarla birlikte ödemeler dengesi problemlerinin hızla artması sonucu bir borç krizinin yaşanmasıdır. Dönem boyunca alınan kredilerle bazı önemli altyapı faaliyetlerine girişilmiş olmakla birlikte, döviz gelirlerinin istenilen seviyelerde olmaması krizi kaçınılmaz kılmıştır.

Özellikle dış ticaretin liberalizasyonun neden olduğu ithalat taleplerindeki artışlar ve artan enflasyon oranları nedeni ile aşırı değerlenmiş hale gelen Türk lirasının devalüasyonundaki gecikmeler ithalatı uyardıkça dış ticaret açıklarını büyütmüştür. Bu açık önemli ölçüde özel dış borçlanmayla karşılanmıştır.

Belirtilen dönemde ithalat karşılıklarının ithalatçılar tarafından Merkez Bankası'na Türk lirası olarak yapılması ve karşılığı dövizin Merkez Bankasınca transfer edilmesi sözkonusu idi. Ancak bu transferler döviz krizine paralel olarak zamanında yapılamamış ve dolayısıyla yeni döviz gereksinimlerini ortaya çıkarmıştır. Transferi gecikmiş borçlara **"Ariyere Borçlar"** denilmiştir. Üstelik, 1958 yılında ilan edilen morotoryumla birlikte ödemesi daha da geciken ve ancak 1971 yılında bitirilebilen bu borçların kur farklarının bütünüyle hazineden karşılanılması durumunda kalınmıştır.

Döviz darboğazının neden olduğu borç krizinin 1958 yılında morotoryumla sonuçlanması üzerine vadesi gelen borçlar ertelenmiş ve bir istikrar paketi yürürlüğe konulmuştur. Paketin yürürlüğe konulması aynı zamanda 200 milyon dolarlık bir kredi/yardım paketinin çeşitli ülke ve kurumlarca sağlanması imkanı vermiştir. Bu ek yardım ülkede krizin atlatılmasında kullanılmıştır **(Açba, 1989, s.196).**

2.3.PLANLI KALKINMA DÖNEMİ

Türkiye ekonomisi 1960'lı yılların hemen başlarından itibaren planlı kalkınma dönemine geçiş yapmıştır. 1950'li yılların sonlarındaki dış borç krizinin de etkisiyle bu deneyimlerin bir daha yaşanmaması için planlı-programlı kalkınma fikri ön plana çıkmış, hatta Anayasa'ya konuyla ilgili maddeler konulmuştur. Bu bağlamda da ithal ikamesine yönelik sanayileşme stratejisinin uygulanması ve bunun Devlet tarafından yönlendirilmesi usulü benimsenmiştir. Seçilen sanayileşme stratejisinde temel amaç döviz tasarrufu sağlamaya yönelmiştir. **(Ceyhun, 1992, s.49).**

Devlet Planlama Teşkilatınca hazırlanarak uygulamaya konulan planlar ekonomik kalkınmanın dış kaynaklara olan bağımlılığının giderek azaltılmasını hedef almakla birlikte Harrod-Domar Modeli'nin temel yaklaşımlarını baz alan bir biçimde ekonomik kalkınmanın hızlandırılmasında dış finansmanların kaçınılmaz olduğu vurgulamasını yapmıştır. Bu sebeble planlarda ulaşılması hedeflenen ekonomik büyüme oranları ve belirli sermaye-hasıla katsayıları dikkate alınarak gerekli dış finansman miktarları tespit edilmeye çalışılmıştır. Dolayısıyla, dış finansmanlar planlar boyunca benimsenen kalkınma hızlarının gerçekleştirilmesinin temel şartları arasında yer almıştır. **(Yaşa ve Diğ., 1980, s.377).** Aşağıdaki tablo 1963-94 döneminde planların dış finansman tahminlerini göstermektedir.

TABLO 23: KALKINMA PLANLARINDA TASARRUF İHTİYACI
(GSMH'NIN YÜZDESİ OLARAK)

YILLAR	TOP.TAS.İHTİYACI	İÇ TAS. İHTİYAÇ DUYULAN	DIŞ TAS.
1963-67	18.3	14.8	3.5
1968-72	22.7	20.8	1.9
1973-77	24.2	23.3	0.9
1978-83	24.4	22.4	2.0
1984-89	26.4	20.5	6.3
1990-94	27.0	31.0	-4.0

KAYNAK: Kalkınma Planları, (Aktaran; İlker Şenel, 1994, s.17.

Planlı dönem aynı zamanda dış finansmanların genel olarak kamu tarafından kullanılabilme prensibini getirmiş ve özel ya da gerçek kişilerin dış kaynak kullanımını kısıtlayıcı hükümler içermiştir. Bürokratik engellerin yanısıra, yasal düzenlemeler bu amacı gerçekleştirmek için yoğun olarak kullanılmıştır. Örneğin, 1950'li yıllardaki borç krizinin temel sebeplerinden biri olarak gösterilen özel dış kredilerin kullanımının 23.9.1963 tarihli 6/2331 nolu kararnameyle 21.10.1972 tarihine kadar kısıtlanması bu çerçevededir **(Kazgan, 1988, s.235).**

Planlı dönem-dış finansman ilişkileri açısından bir önemli nokta, planlı dönemin hemen öncesi kurulan Türkiye'ye Yardım Konsorsiyumu **(TYK)** ile ilgilidir. TYK, OECD içinde 1962 yılında kurulmuştur. Amacı kalkınma planları doğrultusunda ülkemizin dış finansman ihtiyacının bir koordinasyon içinde sağlanması olup, konsorsiyumun üyeleri ülkemize ikili finansman sağlayan ondört batılı ülke ile belli başlı uluslararası çok yanlı finansman kurumlarıdır.

TYK, ülkemizin ihtiyaç duyduğu dış kredilerin 1963-69 yılları arasında önemli bir bölümünün koordinasyon içinde teminini sağlamıştır. Örneğin 1962-69 yılları arasında sağlanan toplam 1.956.6 milyon dolarlık dış kredinin 1.667.6 milyon dolarlık kısmı TYK çerçevesinde sağlanmıştır **(Pirimoğlu, 1982, s.56).** Bu kredilerin mali koşulları konsorsiyum sayesinde uyumlaştırılmış ve uygun içerikli hale getirilmiştir. Tablo 24, 1963-77 yılları arasında TYK kanalıyla sağlanan dış kredilerin mali koşullarını göstermektedir.

TABLO 24: TYK KANALIYLA SAĞLANAN FİNANSMANLARIN MALİ KOŞULLARI

	1963	1964	1965	1966	1967	1968	1969	1970	1971	1972	1973	1974	1975	1976	1977
VADE (YIL)	22.0	25.7	27.9	28.7	27.4	24.0	25.7	17.8	27.6	23.3	28.2	23.8	21.7	19.4	15.9
ÖDEMESİZ D.	5.6	7.7	7.8	7.2	7.4	5.5	5.7	4.6	6.1	5.9	6.9	6.9	3.3	5.5	3.9
FAİZ ORANI	2.1	1.8	2.5	2.7	2.9	3.5	3.9	4.1	3.8	5.4	4.4	4.4	5.5	7.2	7.3
BAĞIŞ PAYI	56.5	64.2	60.4	57.7	56.5	47.9	46.1	34.3	48.9	20.7	44.3	44.3	21.0	18.7	18.6

KAYNAK: OECD, Consortium For Turkey, Paris 1979, s.19. (Aktaran: Üstün Dikeç, 1984, s.137).

A.Birinci Beş Yıllık Kalkınma Planı (BBYKP) Dönemi (1963-67)

İlk plan döneminde ekonominin yıllık ortalama %7 oranında büyümesi hedef alınmış ve bunun içinde GSMH'nın %3.5'u oranında dış finansmana başvurulacağı ifade edilmiştir. Dönem boyunca sağlanan kredilerin çok önemli bir bölümü TYK tarafından sağlanmıştır. Aşağıdaki tablo ilk plan dönemindeki dış finansman kaynaklarını özetlemektedir.

TABLO 25: DIŞ FİNANSMAN KAYNAKLARI (MİLYON DOLAR) (1963-67)

	1963	1964	1965	1966	1967
1. ÖZEL SERMAYE HAREKETLERİ	36	40	27	41	29
a) İthalatçı Kredileri	10	10	-	-	-
b) Bedelsiz İthalat	5	5	5	11	12
c) Yabancı Sermaye	21	25	22	30	17
2. RESMİ SERMAYE HAREKETLERİ	268	206	274	260	221
a) Proje Kredileri	81	40	57	56	83
b) Program Kredileri	115	117	167	162	138
c) Uluslararası Kurumlar Kredileri	72	49	50	42	52
3. PL.480	88	31	29	17	-
4. Kısa Dönemli Krediler, Rezerv Hareketleri, Net Yanlış ve eksik	-27	37	68	8	63

KAYNAK: Yaşa ve Diğ. 1980, s.359.

BBYKP döneminde sağlanan toplam 1.492 milyon dolarlık TYK kanallı kredilerin 606.8 milyon doları ABD, 230.7 milyon doları F.Almanya, 367.8 milyon dolarlık kısmı ise uluslararası kuruluşlarca sağlanmıştır **(Dikeç, 1984, s.112).** Böylece bu üç grup finansman kaynağı toplam dış finansmanların büyük çoğunluğunu sağlamıştır. Dönem boyunca yapılan dış borç ödemeleri finansmanların kullanımında önemli bir yer teşkil etmiştir. 1950'li yıllarda önem kazanan ihracat kredileri, ticari krediler dönem boyunca önemini kaybeden finansman kaynakları iken bedelsiz ithalat ve İşçi gelirleri birer yeni finansman kaynağı olarak gündeme gelmiştir.

Sağlanan kredilerin çoğunlukla bağlı krediler şeklinde olması da bir diğer ilgi çekici noktadır. Bu dönemde ithalatımız içinde kredi veren ülkelerin önemli payları, bu kredilerin, veren ülkelerce aynı zamanda kendi sanayilerine bir subvansiyon sağlamak amacını taşıdığını düşündürmektedir.

DYSY'ları dönem boyunca sınırlı gelişme göstermiş ve yıllık ortalama olarak 23 milyon dolarlık yatırım gerçekleşmiştir. Ancak gelen yatırımların verilen izinlere göre yaklaşık üçte bir oranında olması, bu dönemde yabancı yatırımların ülkemize güven duymadığının bir göstergesi olarak düşünülebilir.

BBYKP dönemi dış finansmanlar açısından ülkemizin resmi finansmanlarla dış kaynak ihtiyacını karşıladığı bir döneme işaret etmektedir. Bununla birlikte genel olarak 1960'lı yılların GOÜ'lerin dış finansman kaynakları içinde yoğun olarak özel sermaye hareketlerinden faydalanmaya başladığı yıllar olduğu dikkate alınırsa ülkemizin bu açıdan önemli farklılıklar gösterdiğini ve en azından muhtemel DYSY'larından önemli ölçüde mahrum kaldığı söylenebilir.

Dönem boyunca sağlanan krediler oldukça uygun mali şartlar içermiştir. Bu dönemde sağlanan orta ve uzun vadeli kredilerin ortalama faizinin %2.9 olması bunun bir göstergesidir **(Erçel, 1981, s.350).**

B:İkinci Beş Yıllık Kalkınma Planı (İBYKP) Dönemi (1968-73)

İBYKP döneminde ekonominin yıllık ortalama %7 oranında büyümesi hedef alınmış ve bu hedefe ulaşabilmek için GSMH'nın ortalama %1.5'u oranında dış finansmana başvurulması hedeflenmiştir. Dönem hedefi olarak ekonominin dış finansman gereksiniminin azaltılması istenmekle birlikte, bu hedefe ulaşılamamıştır. Tablo 26, İBYKP döneminde ülkemize yönelik dış finansmanların kaynakları itibari ile gelişimini göstermektedir.

TABLO 26: DIŞ FİNANSMAN KAYNAKLARI (MİLYON DOLAR) (1968-73)

	1968	1969	1970	1971	1972
1. ÖZEL SERMAYE HAREKETLERİ	35	44	92	72	82
a) Yabancı Sermaye	13	24	58	45	43
b) Bedelsiz İthalat	22	20	34	27	39
2. RESMİ SERMAYE HAREKETLERİ	272	280	412	27	330
a) Proje Kredileri	127	174	179	219	222
b) Program Kredileri	145	106	133	59	73
c) Uluslararası Kurumlar	-	-	100	-	35
3. PL.480	-	41	83	55	18
4. KISA VADELİ KREDİLER	-	-	-	-	413
REZERV HAREKETLERİ(-Artış)	6	-	-236	-285	-564
ÖZEL ÇEKME HAKLARI	-	-	18	-	19
NET YANLIŞ VE EKSİK	-17	-37	-24	60	18

KAYNAK: Yaşa ve Diğ., 1980, s.368.

İBYKP döneminde dış ekonomik ilişkiler politikası ilk dönem politikalarla paralellik göstermekte ve yaklaşımlar ile sonuçlar derin farklılıklar içermemektedir. Bu çerçevede ülkemizin dış finansman ihtiyacı için en önemli kaynağın yine TYK olması hedeflenmiştir. Nitekim dönem boyunca sağlanan kredilerin en büyük bölümü sırasıyla Uluslararası kuruluşlar, ABD, Almanya ve Fransa'dan gelmiştir.

Dönem boyunca dış finansmanda ilginç degişme ve gelişmeler sözkonusudur. Bu değişim özellikle kendisini bedelsiz ithalat ve işçi dövizi gelirlerindeki artışlarla göstermiştir. Bu dönemde toplam 142 milyon dolarlık bedelsiz ithalat, 1.732 milyon dolarlık işçi dövizi geliri gerçekleşmiştir. Bu beklenilmedik gelişmeler, dönemin en ilgi çekici dış finansman hareketleridir. Ortaya çıkan bu sonuçta, dışarıya giden işçilerimizin sayısının artmasının yanısıra 1970 devalüasyonunun çok önemli rolü bulunmaktadır.

İBYKP döneminde DYSY'ları hedeflerin üstünde gerçekleşmiş ve nisbi önemli artışlar gerçekleşmiştir. Daha çok ithal ikamesine ve böylece iç talebe yönelik olarak yapılan yatırımlar önemli ölçüde sanayi sektöründe yoğunlaşmıştır. Ancak gerek ülkemiz ekonomisine yönelik güvensizliğin sürmesi, gerekse DYSY'larına kuşkulu bakışlar DYSY'larının sınırlı kalmasına neden olmaya devam etmiştir.

İBYKP dönemi dış finansmanlar açısından resmi finansmanların ve işçi dövizi gelirlerinin ağırlıkta olduğu yıllardır. Özel dış kredilerin son derece sınırlı olduğu dönem boyunca işçi dövizleri artmış resmi finansmanlar, özellikle AET'ye aday ülke olunması nedeni ile hareketlilik göstermiştir. Dönem boyunca genel olarak GOÜ'lerin dış finansmanında DYSY'larının ağırlığının hızla arttığı gözönüne alınırsa, uygulanan hatalı politikaların dönem boyunca ülkemize gelmesi muhtemel DYSY'larını önemli ölçüde devre dışı bıraktığını

anlaşılmaktadır. Sağlanan orta ve uzun vadeli dış kredilerin ortalama faiz oranının %3.9 olması ve vadelerinin uzunluğu bu dönemin olumlu bir yönüdür **(Erçel, 1981, s.350).**

C:Üçüncü Beş Yıllık Kalkınma Planı (ÜBYKP) ve Dış Finansmanda Kriz Yılları (1973-1980)

GSMH'nın %0.9'u kadar dış tasarruf kullanımının ve ortalama %7.4'lük büyümenin amaçlandığı bu dönemde, hedeflerle gerçekleşmeler önemli ölçüde farklılaşma göstermiştir. Dış finansmanda öngörülenden çok daha fazla kaynağa gereksinim duyulmuştur. Dönem olarak sabit sermaye yatırımları içinde dış kaynakların yerinin %4.2'e çıkması bunun tipik bir göstergesidir **(Minibaş, 1989, s.101).** Dönem boyunca iç tasarrufların hedeflerin oldukça gerilerinde kalması dış finansman talebini arttırıcı bir rol oynamıştır.

ÜBYKP dönemi başlangıçta oldukça olumlu ekonomik göstergelerle doludur. İhracatta canlanma ve kısmen sanayi malları yönünden yapısal dönüşüm, işçi döviz gelirlerinin ve bedelsiz ithalatın hızla artışı gelecek için güven göstergeleridir. Bunların sonucu olarak cari işlemler bilançosu 473 milyon dolar fazla vererek rezervler artmaktadır. 1970'lerin hemen başlarındaki bu gelişmeler çeşitli ekonomik kararların alınmasına yardım etmiştir.

Dönem boyunca uygulanan ithal ikameci sanayileşme politikası beklenenin aksine ithalat talebini arttırmıştır. **Bir yandan negatif reel faizlerin teşvik ettiği yatırım artışı diğer yandan kur politikasının hatalı tercihi yerli girdiler yerine dış girdilerin kullanılmasını teşvik ederken, hatalı kur politikası aynı zamanda ülkemizin faktör zenginliğine aykırı olmak üzere sermaye yoğun teknolojilerin ithali talebini çoğaltmıştır.** Bu durum ithalatın fiyat esnekliğini azaltıcı etkilerini de beraberinde getirmiştir. Nitekim bu dönemle ilgili çalışmalar ithalatın fiyat esnekliğinin çok düşük olduğunu göstermektedir **(Yaşa ve Diğ. 1980, s.372).**

Bu politikanın yanısıra dış ticarette kısıtlayıcı önlemlerin azaltılması sözkonusu olmuştur. İthalat teminatlarının %50, ithalat denge vergisinin %60 oranında azaltılması ve ithalatta liberasyon oranının katma protokol gereği, 1970'de %37.7'den 1974'de %62'e çekilmesi ithalat talebinde çok hızlı artışlara neden olmuştur.

Benzer şekilde yurtdışı turistik gezileri için tahsis edilen döviz miktarlarındaki hızlı artışlar aşırı değerli kur politikası ile birleşince, artan talepler ülkemizin dış kaynak ihtiyacını çok hızlı bir şekilde arttırmıştır **(Kazgan, 1988, s.283).**

Bu olumsuz gelişmelere ek olarak plan döneminde çok önemli bir global konjonktüre maruz kalınmıştır. Bu, birinci petrol şokudur. Dünya ekonomisinin enflasyon şokları ile tanışması ve ekonomik durgunluğa girmesi neticesi ülkemiz de krizden nasibini almış; üstelik, dört kat artan petrol faturamız için ilave dış kaynak ihtiyacı doğmuştur. Diğer bir olumsuzlukta Kıbrıs barış harekatıdır.

Böylece bir yandan ülkemize resmi finansman sağlayan ülkelerin içine girdikleri ekonomik kriz nedeni ile ülkemize yönelik kredi taahhütlerinden geri adımlar atmaları ve sağladıkları finansmanların mali koşullarını ağırlaştırmaları diğer yandan, ülkemize yönelik ekonomik ambargo ekonominin hızla krize sürüklenmesine neden olmuştur.

Bu gelişmelerin yanısıra 1970'lerin başlarında büyük ümitler bağlanan işçi dövizleri de gerek izlenen hatalı kur politikaları, gerekse işçilerimizin çalıştığı ülkelerin kriz içine girmesi nedeni ile önemli ölçüde gerilemeler göstermeye başlamıştır.

Bir yandan artan dış finansman talebi, diğer yandan azalan dış finansman girişleri bu açıkları kapatmaya yönelik yeni adımların atılmasına yol açmıştır. İlk adım, 21.10.1972'de özel dış kredilerin kullanılmasına izin verilmesiyle atılmıştır. Ancak bu kez, önceki dönemden farklı olarak alınan özel dış kredilere kur garantisi verilmemiştir. Özel dış kredilere getirilen serbestinin yanında 3.1.1975'de yurtdışında yerleşik gerçek ve tüzel kişilere döviz tevdiat hesapları açma yetkisi ve yetkili bankalara 1974 yılından itibaren döviz pozisyonu tutma imkanı sağlanmıştır.

Asıl önemli gelişme ise, Dövize Çevrilebilir Türk lirası Mevduat Hesapları **(DÇM)**'nın 1975 yılında artan döviz arayışlarına cevap olarak sisteme katılması olmuştur. Aslında, 1967 yılında başlanan ve 1973 yılında tasfiye edilen DÇM hesapları gerçek anlamda bu yıldan sonra işlerlik kazanmış ve 8.5.1975 tarihli bir tebliğle yurtdışında yerleşik gerçek ve tüzel kişilere DÇM hesabı açma yetkisi verilmiştir.

DÇM hesapları, yetkili sayılan bankalarda konvertible dövizler karşılığı açılan hesaplardır. Yetkili bankalar, bu dövizleri Merkez Bankasına devretmekte, buna karşılık istendiğinde TL ile kredi verilmekte, ya da döviz olarak geri ödenebilmektedir. Kur riski tamamıyla hazinece karşılanmaktadır. DÇM'ler bir çeşit kısa vadeli para piyasası kredileri vazifesi görmüşlerdir. Ayrıca, kur garantisi ve faiz oranlarındaki nisbi farklılıklar kısa zamanda ülkemizde DÇM'lerin yaygınlaşmasına neden olmuştur.

Halbuki devalüasyonların kaçınılmaz olduğu bir dönem olarak bu yıllarda kur garantisi altında bu fonların kullanımı telafisi çok güç problemler doğurmaya aday idi. Ve nitekim öyle de olmuştur. 1973 yılı itibariyle 234 milyon $ olan DÇM borçları, 1978 yılı itibari ile 3.6 milyar dolara yükselmiştir **(Şenel, 1994, s.22)**. Bu miktarın 1978 yılında kısa vadeli dış borçların %40-45'i arasında olduğu düşünülürse miktarın büyüklüğü daha iyi anlaşılmaktadır **(Şahin, 1990, s.171)**.

Öte yandan, 1970'li yıllarda Euro tahvil piyasaları GOÜ'ler için alternatif olarak gelişmeye başlamasına rağmen, ülkemizin girişimleri kredibilite yetersizliği nedeniyle 1980'li yıllara kadar hem çok sınırlı denemelerle kalmış hem de etkin olmaktan uzak olmuştur. Sınırlı girişimlerde spread'ların yüksekliği dikkat çekmektedir **(Artam, 1981, s.389)**.

Üçüncü plan döneminin ortalarından itibaren hızlanan ekonomik dengelerdeki bozulmalar ve artan dış kaynak gereği karşısında yukarıda belirtilen kaynakların yanısıra uluslararası ticari bankalar kredileri de devreye sokulmuştur. Bu alanda dünya konjonktürünün müsait olması iyi bir imkan oluşturmuştur. Zira, 1973 petrol krizi sonrası oluşan fonlar Euro para piyasası kredilerini ve Euro dolar kredilerini yaygınlaştırmaktaydı.

Bu dönemde Avrupalı bankerler tıpkı diğer GOÜ'lerde olduğu gibi, ülkemizde de toplantılar düzenlemekte ve bu olanakların kalkınma amaçlarına uyabilen üretken projelerde kullanılması fikrini Türk yöneticilerine aşılamaya çalışmaktaydı **(Demir, 1988, s.226)**. Nitekim özellikle 1970'lerin ikinci yarısında girişilen çok fazla sayıdaki yatırım hamleleri dikkat çekmektedir. **Bir çoğu prestij amaçlı olan yeni yatırımlar kamu projelerinin ortalama tamamlanma sürelerini hızla tırmandırmış, bu ise proje maliyetlerinin ve finansman gereksinimlerinin çok hızlı bir şekilde tırmanmasına neden olarak, ekonominin dış finansman gereksinimini arttırmıştır.** Tablo 21'den de görüleceği üzere, kaynak dengesindeki hızlı bozulmalar ticari bankaların kısa vadeli ticari kredilerinden faydalanmayı adeta zorunlu

kılmıştır. Tablo 27'de 1973-80 döneminde Türkiye'nin sağladığı dış finansmanlar içinde bu farklılaşmayı izlemek mümkündür.

Üçüncü plan döneminde dış finansmanlarla ilgili belirtilen gelişmeler yaşanırken, ülkemizde bir diğer dış finansman kaynağı olarak TYK kanallı kredilerin toplam finansmanlar içindeki yeri daralma göstermiştir. Nitekim, dönem içinde TYK kanalıyla sadece 1.269 milyon dolarlık proje kredisi kullanılabilmiştir **(Dikeç, 1984, s.122).**

TABLO 27: DIŞ BORÇLAR (1973-80) (DÖNEM SONU) (MİLYON DOLAR)

	1973	1974	1975	1976	1977	1978	1979	1980
ORTA VE UZUN VAD. BORÇLAR	2.984	3.722	3.325	3.838	4.725	6.618	10.048	12.781
+Kamu ve Kamu Garantili	2.869	3.526	3.179	3.590	4.305	6.353	10.980	11.940
+Özel	115	146	146	248	-	-	-	841
KISA VADELİ BORÇLAR	279	223	1.155	3.051	6.093	7.176	3.556	2.480
+Özel	225	145	999	1.781	4.407	5.282	2.062	1.031
-DÇM'ler	225	145	999	1.036	2.267	2.860	617	573
-Ticari	-	-	-	745	2.140	2.422	1.445	481
+Kamu	54	78	156	1.270	1.686	1.894	1.104	1.148
TOPLAM	3.163	3.495	4.480	6.889	10.818	13.794	13.604	15.261

KAYNAK: Ziya Öniş, 1989, s.78
Not : Kısa vadeli borçlar kaleminde üç yıldan kısa vadeli borçlar gösterilmektedir.

Bir diğer dış finansman kaynağı olarak plan döneminde DYSY'larının gelişiminin önceki dönemlerden hemen hiç bir farkının olmadığı ve çok sınırlı bir gelişme gösterdiği görülmüştür. DYSY'larını harekete geçirmenin bir hedef olarak alınmadığı bu dönemde potansiyel yatırımcıların da azaltılmaya çalışıldığı görülmüştür. Bu alanda mevcut yabancı yatırımcılara ve potansiyel yatırımcılara yeni teknolojiler getirmeleri, yabancı teknik uzmanı sayılarını azaltmaları, yerli imalat oranlarını yükseltmeleri, ihracata yönelmeleri gibi kontroller getirilmeye çalışılmıştır. Ayrıca maden ve petrol alanında yeni düzenlemeler yapılarak, teşvik önceliği özel yerli ve yabancı teşebbüslerden alınıp kamu sektörüne verilmiştir **(Hiç, 1988, s.123).**

DYSY'ları dönem boyunca iç talebe yönelik olarak yatırım yapmışlardır. Yapılan yatırımların en önemli özelliği, hammadde ve ara malı açısından dışa bağımlı olmasıdır. Türkiye'de izlenen korumacı dış ticaret politikaları nedeniyle Türkiye'ye ihracat yapamayan çok uluslu şirketler, Türkiye'deki koruma duvarlarını, ülke içinde üretim yaparak aşmışlar; ancak üretimde dışa bağımlılığın yüksekliği, global olarak dış kaynak talebinin artmasına neden olmuştur **(Alpar, 1992, s.210).**

Bununla birlikte, DYSY'ları planlı dönemde yeterli bir düzeye erişememiştir. Bu bakımdan dönemin DYSY'ları açısından kayıp yıllar olduğunu iddia etmek yanlış olmayacaktır. 1960'lı yıllarda GOÜ'lere yönelik dış finansmanlar içinde nisbi payı azalmakla birlikte yoğun olarak DYSY'larının da kullanıldığı düşünülürse 1979 sonu itibari ile 228 milyon dolarlık bir DYSY'ları stokunun, potansiyelin çok altında kaldığını belirtebiliriz. **Nitekim 1969-1980 dönemi arasında GOÜ'lere toplam 96.3 milyar dolarlık DYSY'ı şeklinde kaynak akarken aynı dönemde ülkemize gelen DYSY'ları sadece 131.6 milyon dolardır ve toplam içinde %0.13'lük bir paya karşılık gelmektedir.**

1970'li yıllarda dış finansmanlar açısından ülkemizi diğer GOÜ'lerden ayıran temel nokta budur. Planlı dönemde DYSY'ların yetersiz gelişmesinin başlıca sebeblerini şöylece sıralayabiliriz **(Doğan, 1981, s.403)**;

-Ekonomik ve siyasal istikrarsızlık,
-Genel isteksizlik ve bürokrasi,
-Yetki dağınıklığı ve hemen tüm başvurular için Bakanlar kurulu kararının gerekli görülmesi,
-Uygulamada istikrarsızlık ve başvuruların işleme konulmasının zaman alıcı niteliği,
-Mevcut DYSY'larına yönelik olumsuz tutum ve tavırlar,
-Kambiyo kısıtlamaları, döviz darlığı ve transferlerin zamanında yapılamaması.

TABLO 28: 6224 SAYILI KANUN KAPSAMINDA 1980 YILINA KADAR GELEN DYSY'LARI (MİLYON DOLAR)

Yıllar	Yıllık	Birikimli	Yıllar	Yıllık	Birikimli
1954 öncesi	2.8	2.8			
1954	2.2	5.0	1967	9.0	69.4
1955	1.2	6.2	1968	13.9	83.3
1956	3.4	9.6	1969	13.2	96.5
1957	1.3	10.9	1970	9.0	105.5
1958	1.1	12.0	1971	11.7	117.2
1959	3.4	15.4	1972	12.8	130.0
1960	1.9	17.3	1973	67.3	197.3
1961	1.2	18.5	1974	-7.7	189.6
1962	4.2	22.7	1975	15.1	204.7
1963	4.5	27.2	1976	8.9	213.6
1964	11.9	39.1	1977	9.2	222.8
1965	11.6	50.7	1978	11.7	234.5
1966	9.7	60.4	1979	-6.4	228.1

KAYNAK: DPT (Aktaran: T.Güngör Uras, 1981, s.414).

ÜBYK dönemi ve 1978 arayılında ülkemize yönelik dış finansmanların gelişimi Tablo 29'da toplu olarak gösterilmiştir.

TABLO: 29: ÜLKEMİZE YÖNELİK DIŞ FİNANSMAN KAYNAKLARI (1973-78)(MİLYON DOLAR)

	1973	1974	1975	1976	1977	1978
1.ÖZEL SERMAYE HAREKET.	128	146	403	213	169	167
a)Yabancı Sermaye	78	88	305	27	67	47
b)Bedelsiz İthalat	50	58	98	186	102	120
2.RESMİ SERMAYE HAREKET.	376	239	292	491	502	560
a)Proje Kredileri	328	237	287	485	499	450
b)Program Kredileri	48	2	5	6	3	110
3.KISA VADELİ KREDİLER	-224	60	608	1.520	2.328	599
Rezerv Hareketleri	-728	431	417	112	551	-158
Özel Çekme Hakları	-	-8	301	149	14	170
Net Yanlış ve Eksik	34	-23	- 24	-15	75	-225

KAYNAK: Yaşa ve Diğ., 1980, s.385.

Görüleceği üzere üçüncü plan dönemini öncekilerden ayıran temel özellik; özel sermaye hareketerinin ve bu kapsamda olmak üzere kısa vadeli ticari kredilerin toplam dış finansmanlar içerisinde çok hızlı bir şekilde artma göstermesidir. Özellikle, ithalatın finansmanında kullanılan bu kredilerin geri ödeme sürelerinin kısalığı, daha sonra ülkemizin dış ödemeler krizi içine girmesinde temel faktör olmuştur. Nitekim, 1973-77 döneminde 8.346 milyar dolar olan dış borç artışının 5.882 milyar dolarlık kısmı kısa vadeli borçlardaki artıştan kaynaklanmıştır.

Dış finansmandaki bu yapısal değişim, ülkemize yönelik dış finansmanların mali koşullarının da yapısal değişimine yol açmıştır. Böylece, ülkemizin kısa vadeli krediler bir yana orta ve uzun vadeli borçlanmasının ortalama faiz haddi önceki dönemin %66.6 oranında üstüne çıkarak %6.5'e yükselmiştir **(Erçel, 1981, s.350)**. Dış borçlanmanın bağış payları da bu çerçevede hızla azalma göstermiştir. Aşağıdaki tablo bu gelişmeleri özetlemektedir.

TABLO 30: DIŞ BORÇ BAĞIŞ PAYI VE FAİZ ORANLARINDAKİ GELİŞMELER (1970-1980)

YILLAR	1970	1971	1972	1973	1974	1975	1976	1977	1978	1979	1980
FAİZ ORANLARI											
Resmi	3.4	3.6	4.3	4.5	5.7	6.4	7.1	7.6	6.3	5.0	6.0
Özel	5.6	6.3	7.1	6.9	12.6	8.7	8.0	7.8	8.3	13.6	16.8
Toplam	3.6	3.9	4.4	4.7	5.9	7.3	7.5	7.7	7.0	11.3	8.4
BAĞIŞ PAYI											
Resmi	39.0	47.8	40.2	41.3	31.2	22.7	18.1	12.4	22.1	36.7	26.6
Özel	20.2	12.9	10.8	12.5	11.3	3.6	7.6	9.4	6.0	-15.5	-17.1
Toplam	37.1	44.2	38.5	39.2	29.7	15.5	13.5	11.2	16.8	- 1.7	16.9

KAYNAK: World Debt Tebles; çeşitli Yıllar (Aktaran; T. Derdiyok,1993, s.83).

1977 yılı ile birlikte ülkemiz, dış ödemeler dengesi problemleri ile dolu bir döneme girmiştir. 24 Ocak kararlarına kadar olan bu süreç ülkemiz ekonomisinin bunalım yıllarıdır. Böylece 1978 yılı ile birlikte ülkemizin dış finansmanı içerisinde nisbi önemi azalan TYK tekrar ön plana çıkmış, gerek sağladığı yeni finansmanlarla,

gerekse dış borçlarımızın konsolidasyonu ile ilgili çalışmalarla ülkemizin dış finansman açıklarının ve sorunlarının aşılmasında önemli görevler üstlenmiştir.

Bu yıllarda henüz GOÜ'lerin dış borç krizi başlamamıştır. Başta Latin Amerika olmak üzere GOÜ'lerin 1982 ve sonrasında borç krizine girmeleri ve sadece 1983-84 yıllarında 167 milyar dolar borç ertelemesine gitmelerine rağmen Türkiye'nin daha önce krize girmesi, ülkemizin 1978-82 arasında en çok ertelemelere giden ülke ünvanını almasını getirmiştir (**Rodrik ve Celasun, 1989, s.193**). Aşağıdaki tablodan bu gelişmeler izlenebilir.

TABLO 31:GOÜ'LERDE DIŞ BORÇ ERTELEME SÜRECİ VE TÜRKİYE (1978-84) (MİLYON DOLAR)

Yıllar	Borcu Ertelenen Ülke Sayısı	GOÜ'de Borç Erte.Tutarı	Türkiye	Türkiye (Toplam İçindeki Payı)
1978	3	2.195	1.612	73.4
1979	7	6.564	3.898	59.7
1980	6	5.323	4.200	78.9
1981	13	2.757	100	3.6
1982	9	2.382	-	-
1983	21	51.089	-	-
1984	23	116.220	-	-

KAYNAK: World Bank, Development Report, 1985, (Aktaran: Ziya Öniş, 1989, s.79)

1978 yılı ile birlikte başlayan borç ertelemelerine ve sınırlı miktarda TYK kanallı yeni kredilere rağmen ülkemizin dış finansman problemleri yoğunlaşarak sürmüştür. Öyleki ülke ekonomisi hızla bozulan dramatik bir süreçten geçmektedir. Sanayileşme politikasının hatalı sonuçları ekonomik birimlerin atıl kapasitelerde çalışmasına, bazılarının kapanmasına yol açmaktadır. Enerji darboğazı yoğunlaşarak sürmekte ülke ekonomisinde toplam arz toplam talep dengeleri toplam talebin lehine bozulmakta, kuyruklar, yokluklar, karaborsa, enflasyon ve rant ekonomisi olanca ağırlığıyla ekonomiyi tehdit etmektedir.

Siyasal istikrarın tamamen kaybolduğu, sık sık hükümetlerin değiştiği tehlikeli bir süreç vardır. Üstelik ekonomik problemlerin hızla ağırlaşması toplumsal huzursuzlukları arttırmakta en temel girdilerin dahi ithalinde önemli zorlukların yaşandığı bir ekonomik kriz yaşanmaktadır.

Krizin tüm yoğunluğuna ve azalan tasarruf oranlarına paralel olarak dış finansman ihtiyacının dayanılmaz boyutlara ulaştığı bu dönemde, yeni kaynak temini bir yana 1970'lerin ikinci yarısından itibaren yoğun olarak kullanılan kısa vadeli ticari kredilerin yenileri alınamamış, birikimli değeri sözü edilemeyecek kadar sınırlı olan DYSY'ları ise ülkeyi terketmeye başlamışlardır (Bkz. Tablo 26).

Dış finansmanlar açısından önemli sayılabilecek diğer bir gelişme ise işçi dövizlerinde ve kısmen bedelsiz ithalatta yaşanmıştır. 1974'den başlayarak hızla azalan işçi dövizleri girişleri artış göstermeye başlamıştır. 1979 yılında katlı kur uygulamasının başlaması bu açıdan etkili bir faktör olmuştur. Tablo 32 bu gelişmeleri sunmaktadır.

TABLO 32: YURTDIŞINDA ÇALIŞAN İŞÇİLER VE GÖNDERDİKLERİ DÖVİZLER

Yıllar	İşçi Sayısı	Gönde.Döviz (Mil.Dolar)	İşçi Başına Gelen Döviz	Bedelsiz İth. (Mil.Dolar)
1961-65	160.685	77.8	...	15
1966	175.257	115.3	658	11
1967	167.634	93.1	571	12
1968	191.205	107.3	561	22
1969	298.645	140.6	480	20
1970	424.548	273.1	570	34
1971	562.245	471.4	838	27
1972	648.250	740.2	1156	39
1973	762.400	1.183.2	1552	50
1974	748.400	1.426.4	1905	58
1975	710.744	1.299.7	1829	98
1976	707.909	982.7	1388	135
1977	715.047	981.8	1373	102
1978	751.225	983.1	1300	120
1979	801.769	1.694.4	2386	123
1980	888.290	2.071.2	2380	91
Toplam	...	12.641.1	...	947

KAYNAK:DPT (Aktaran: Amil R.Berksu, 1981, s.151.)

Öte yandan yapılan bir araştırma en çok işçi ihracatı gerçekleştiren altı ülke arasında ülkemizin ikinci sırada yer almasına rağmen, işçi başına gönderilen döviz açısından bu dönemde en son sırada yer aldığına işaret etmektedir **(Berksu, 1981, s.152)**. Bu açıdan ülkemiz, dönem boyunca bu önemli kaynaktan, izlediği hatalı politikalar sayesinde potansiyelin çok altında dış kaynak sağlayabilmiştir denilebilir.

Yaşanan dış finansman krizinin tüm yoğunluğuna rağmen TYK aracılığıyla yeni finansman/yardım arayışları büyük zorluklarla karşılaşmıştır. Gerçekte köklü bir ekonomik istikrar paketinin uygulanmaya konulmasının gereği ülkemizce de bilinmekle birlikte bu kararları alabilecek siyasal otoritenin yokluğu kriz sürecini uzatmış ancak 24 Ocak 1980'den itibaren radikal adımlar atılmaya başlanmıştır. Dış çevrelerce de tavsiye edilen ve beklenenden daha köklü değişikliklere yönelen kararlar, dış finansman kaynaklarının harekete geçmesinde ve programı desteklemesinde temel faktör olmuştur.

2.4.TÜRKİYE EKONOMİSİNDE DIŞ FİNANSMAN ALANINDA 1980 SONRASI DÖNÜŞÜMLER VE GELİŞMELER

Ocak 1980 dönüşümü ve onu izleyen kararlar, Türkiye ekonomisinin kuruluş yıllarından günümüze kadarki en radikal dönüşümdür. Hemen her sahada köklü değişikliklerin yaşandığı bu dönem boyunca dış finansman alanında da önemli dönüşümler gerçekleştirilmiştir. Uzun yıllar boyunca dış finansmanın sakınılması gereken ve ancak yardımcı bir faktör olarak değerlendirilmesi gerektigine ilişkin anlayış, yerini bu yeni dönemde ekonomik kalkınmanın vazgeçilmez bir unsuru olduğu anlayışına terketmiştir.

1980 dönüşümü, dış finansman kaynaklarının ekonomik gelişme sürecinde büyük önem taşıdığını vurgulamış, ekonomik büyümenin sürdürülebilirliği için dış finansman kaynaklarının harekete geçirilmesinin kaçınılmaz olduğu yaklaşımını benimsemiştir. Bu yaklaşım Türkiye üzerine yapılan bir çok çalışmada özellikle vurgulanmış, dış finansmana dayalı bir ekonomik büyümenin olabileceğine dair tezler için de örnek bir durum olarak gösterilmiştir(**Wijnberger ve diğ., 1992, s.160**).

2.4.1.1980-1983 DÖNEMİ

1980-1983 dönemi, Türkiye'nin dış finansman krizinden çıkışında geçiş evresinin yaşandığı yıllardır. Bu dönemde dış borçların yeniden yapılandırması çalışmaları sonuçlanmış, 1978 yılı sonu itibari ile dış borç stoku içinde %51.5'lik paya sahip kısa vadeli borçlar, 1982 sonu itibari ile %9.8'e kadar gerilemiştir. Bu gelişme aynı zamanda ülkemizin belirtilen dönemde, orta ve uzun vadeli borca dönüştürülen miktar kadar ilave dış finansman sağladığı anlamına gelmektedir.

TYK'nun etkin bir şekilde rol aldığı bu süreçte, uluslararası mali kurumların ve TYK'u üyesi OECD ülkelerinin ikili finansmanlar şeklinde büyük desteği olmuştur. OPEC fonu, İslam Kalkınma Bankası, Uluslararası Tarımsal Kalkınma Fonu da kaynak sağlayan fonlar arasında yer almıştır. En büyük destek ise IBRD ve IMF'ten gelmiştir. 1980-85 döneminde ülkemiz IBRD'den şartlı yapısal uyum kredileri alan ülkeler arasında 1.600 milyon dolarla ilk sırada yer almış, IMF'ten alınan krediler bakımından da ön sıraları işgal etmiştir (**Öniş, 1989, s.80**).

1980'in başlarında tamamlanan dış borçların konsolidasyonu çalışmalarının bir sonucu da kendisini DYSY uygulamasında göstermiştir. 1970'li yılların sonlarında yapılan ithalatın bir bölümü ithalatçı firmaların ithalat karşılığı TL'sini bankalara ödemesine rağmen döviz transferindeki sıkıntı, satıcılara ödeme yapılmasını engellemişti. Bu borçlardan bir bölümü OECD'ye üye ülkelerin ihracat sigorta kurumlarınca garanti edilmişti. İşte, yeni dönemde bu kapsamdaki borçlar Paris klubü çerçevesinde bir ödeme planına bağlanmıştır (**Erçel, 1992, s.2**).

Ancak diğer bir grup ödenemeyen ithalat bedelleri de vardı; bunlar garantisiz ticari borçlar (GTB)'dı. İşte bu borçların da yeni ödeme planları Türk hükümetine bırakılmıştır. Türkiye, yabancı alacaklılarla anlaşmalarında bu tür borçların ödenmesini uzun vadeye bırakmış ve çıkardığı bir kararname ile de bu alacakların ülkemizde yapılacak yatırımlarda kullanılmasına izin vermiştir. Böylece alacaklılar, alacaklarını iskonto ile başkalarına satmışlar, onlar da ülkemizde ki yatırımlarında kullanmışlardırlar. Sözkonusu yabancı yatırımcılar, özellikle kurulu ortaklıklardan pay alırken bu yolu tercih etmişlerdir.

Böylece borç-özsermaye değişim programı 1980'lerde ilk kez ülkemizde uygulamaya konulmuştur. Borç-özsermaye değişim programının uygulamaya geçirilmesi Türkiye'de DYSY'lara da ilk ivmeyi veren önemli bir gelişmedir. Tablo 33 bu yöntem ile sağlanan DYSY'larının miktarlarını vermektedir.

Dönem içerisinde yapılan devalüasyonlar, işçi döviz girişlerinin de hızla büyümesine neden olmuştur. Ancak, işçi döviz girişlerindeki gelişmeler ödemeler dengesi tablolarında çok net görülememektedir. Çünkü, 1980 yılından başlayan yeni süreçte Dolar-Mark paritesinde dolar lehine önemli bir değişme gerçekleşmiş, bu da işçi dövizlerinin dolar olarak değerinin daha az gözükmesine neden olmuştur. Benzer gelişme çeşitli kaynaklardan sağlanan kredilerde de sözkonusudur.

TABLO 33: BORÇ-ÖZSERMAYE DEĞİŞİM PROGRAMI; TÜRKİYE UYGULAMASI

Yıllar	İzin Verilen Yabancı Sermaye (Milyon Dolar)	GTB ve DÇM'den Karşılanan Kısmı (Milyon dolar)	GTB ve DÇM'nin Sermayeyi Karşılama Oranı %
1954-80	228	-	-
1980	97	35	36
1981	338	300	89
1982	167	89	53
1983	103	27	26
1984	271	29	11
1985	235	19	8
1986	364	8	2
1987	655	-	-

KAYNAK: Selahattin Özmen, 1989, s.11.

Bu dönemde ülkemizin temel dış finansman kaynakları; resmi geleneksel finansmanlar ve konsolidasyon türü yenilikler şeklinde gerçekleşmiştir. Ticari finansmanlar ise hemen tamamen durmuştur. DYSY'larında hareketlilik artmakla birlikte toplam değerler içinde son derece sınırlı kalmıştır. 1980'lerin ilk yılları ülkemiz için yeni bir dönemin geçiş evreleri olurken, GOÜ'lerin büyük çoğunluğunda krize doğru gidiş hızlanmış ve 1982 yılının son aylarından itibaren başta Latin Amerika ülkeleri olmak üzere dış borç krizi GOÜ'lerin büyük çoğunluğunu uzun yıllar sürecek birer kriz ekonomileri haline getirmiştir.

Türkiye'nin 1973 yılında sadece 2.654 milyon dolar olan dış borç stoku 1980'lerin hemen başlarında tamamlanan geçiş süreci sonrasında 1983 yılı sonu itibari ile 19.238 milyon dolara yükselmiştir. Bu nedenle, ileriki yıllar için ülkemizin dış kaynak gereksinimi; daha dönemin başında ikili bir hale gelmiştir. Bu gelişme bir yandan dış borç servisi, diğer yandan ekonomik kalkınmaya ivme verecek yeni kaynak teminlerini zorunlu kılmıştır. Tablo 34'den bu gelişmeler izlenebilir.

Bir diğer olgu ise, dış borçların konsolidasyonunun dönem boyunca ülkemizin dış finansman problemlerinde önemli ölçüde ferahlık sağlamasına karşın, ileriki yıllar için bazı sorunlar ortaya koymasıdır. Konsolidasyon ile yaklaşık 10 milyar dolarlık borç ertelenmiştir. Bu borçların meydana getirdigi bellibaşlı sorunlar şu şekilde sıralanmaktadır **(Tural ve Diğ., 1991, s.11)**;

-Erteleme kapsamında faizlerin kapitalize edilerek anaparaya dönüştürülmesi ve anapara artı faizlerden oluşan erteleme miktarına yeniden faiz uygulanması,
-Erteleme faizlerinin hemen ödenmeye başlanması,
-Özel kredilerin erteleme kapsamında devlet borcu niteliği kazanması,

-I.parti ertelemede %20, II. parti ertelemede %15 ve
III.parti ertelemede %10'luk kısımların geri ödemelerinin
hemen başlaması.

Ayrıca, ertelenen kredi miktarlarının sistematize edilmesinde ortaya çıkan aksaklıklar, uzun yıllar boyunca ancak giderilebilen önemli problemlere neden olmuştur.

TABLO 34: 1980-83 DÖNEMİNDE DIŞ BORÇ STOKUNDAKİ GELİŞMELER

	1980	1981	1982	1983
TOPLAM	15.709	16.559	17.857	19.238
ORTA VE UZUN VADELİ	13.229	14.448	16.093	16.957
KISA VADELİ	2.480	2.111	1.764	2.281

KAYNAK: HDTM

2.4.2.1984-88 DÖNEMİ

Türkiye'de Kasım 1983 seçimleriyle yönetime seçilen yeni hükümet, Aralık 1983 ve Ocak 1984 kararlarıyla 24 Ocak ilkelerinin geliştirilmesini esas alan yeni düzenlemelere gitmiş, dış finansman konusunda daha esnek tutumları tercih etmiştir.

Özellikle Ocak 1980 kararlarının devamı niteliğinde olmak üzere borçluluk akımı doğurmayan dış finansman çeşitlerinin arttırılması hedeflenmiştir. İhracatın, DYSY'larının, turizm yatırımlarının, dış müteahhitlik hizmetlerinin, işçi döviz gelirleri ve benzerlerinin geliştirilmesinin teşvik edilmesine yönelik kararlar bu çerçevededir. Ancak bu girişimler geleneksel dış finansman kaynaklarının önemini yadsımaktan ziyade çeşitlenmesine yöneliktir.

Kambiyo sisteminin liberalleştirilmesine yönelik girişimler de bu çerçevede gerçekleştirilmiştir. Türk parasının kıymetini koruma kanununda yapılan değişikliklerle döviz bulundurma ve döviz tevdiat hesaplarının açılmasının serbest hale getirilmesi Türk ekonomisinde yeni bir dönemi başlatmıştır. Ayrıca, DYSY'ları için OECD ilkelerine uygun yerli ve yabancı yatırımcılara eşit haklar tanıyan liberal bir rejim uygulamasına geçilmesi, potansiyel DYSY'larının harekete geçirilmesinde etkin bir rol oynamıştır.

Dönemin en belirgin degişimi kuşkusuz dış ticaret alanında yaşanmıştır. Özellikle hızla artan ihracat ve yapısal değişim dikkate değerdir. Bu gelişmede, izlenen gerçekçi kur politikaları ve teşvik sistemi çok önemli bir rol oynamıştır. Yapılan mini kur ayarlamaları ile ihracatın olumsuz etkilenmesi ve ithalatın aşırı artışları önlenmiş, böylece dış ticaret açığının sınırlı kalması sağlanmıştır. İstikrarlı bir gerçekçi kur politikasından sadece 1985 yılında küçük bir sapma görülmüş, bunun üzerine 1986 yılında gerekli ayarlama sürecine girilerek olası problemler giderilmiştir. Dış ticarette gerçekleştirilen bu olumlu gelişmeler ülkemizin kreditörler nezdinde kredibilitesini arttırmıştır.

Dönemin bir özelligi de izlenilen yeni iktisat politikası anlayışı doğrultusunda devletin ekonomideki yerinin yeniden tanımlanması olmuştur. Devlet, özel sektöre rakip yeni tesisler kurmak yerine, özel sektörün geliştirilmesini prensip edinmiştir. Bu şekilde yapılan tercih kamunun yatırım programlarına yansımıştır. Böylece devlet, yatırımlarını başta otoyollar ve termal enerji kaynakları olmak üzere altyapı yatırımlarına yöneltmiştir.

Özellikle altyapı yatırım problemlerinin çok uzun yılların birikimiyle büyük boyutlarda olması, bu projeler için devasa dış finansman taleplerini gerekli kılmıştır. Kamu kesimi finansman dengesindeki var olan açıklar ilgili projelerin dış finansmanla sürdürülmesini gerektirmiştir. Tablo 35'ten görüleceği üzere, başta enerji ve ulaştırma sektörleri olmak üzere altyapı yatırımlarının kamu kesimi sabit sermaye yatırımları içindeki payı hızlı bir şekilde artmıştır.

TABLO 35:SABİT SERMAYE YATIRIMLARININ SEKTÖRLERE GÖRE YÜZDE DAĞILIMI(KAMU)

	1977	1978	1979	1980	1981	1982	1983	1984	1985	1986	1987	1988	1989
Tarım	8.2	7.7	5.7	5.6	7.4	7.5	7.7	7.7	5.9	6.2	8.1	9.1	9.6
Maden.	7.3	8.9	8.7	8.2	1.0	9.3	9.8	9.8	10.5	7.1	4.1	4.4	3.6
İmalat	30.3	27.4	31.8	34.3	28.5	24.2	19.6	17.0	14.8	11.1	6.8	5.9	5.4
Enerji	17.4	20.6	25.2	23.6	24.5	27.8	28.2	26.4	23.4	24.9	23.5	26.8	27.9
Ulaş.	22.1	21.4	17.8	17.3	16.9	19.3	21.9	23.6	27.4	29.0	33.6	29.7	29.6
Turizm	0.5	0.6	0.5	0.3	0.4	0.3	0.5	0.7	0.8	1.7	1.7	1.6	1.5
Konut	1.6	2.0	2.0	1.6	1.8	1.1	1.5	2.2	2.2	1.9	1.5	1.8	2.1
Eğitim	3.5	3.6	2.5	2.9	3.0	3.9	3.5	3.1	3.7	3.6	4.7	5.7	6.5
Sağlık	1.4	1.7	1.3	1.3	1.6	1.5	1.4	1.3	1.0	1.1	1.5	1.8	2.3
Diğer	7.7	6.0	4.5	4.8	5.0	5.5	6.1	8.1	10.2	13.4	14.5	13.3	11.6
Toplam	100	100	100	100	100	100	100	100	100	100	100	100	100

KAYNAK: TOBB, 1990, s.27.

Büyük ölçüde dış finansman kullanılarak döviz getirmeyen alanlara kaynak transferinin sağlanması, uygulanan modelle çelişir gibi gözükse de, gerçekte bu sahalara yapılan yatırımların uzun dönemde özel sektöre dışsal ekonomiler ve verimlilik artışı sağlaması hedefi, uygulamaya sokulan modelle içsel tutarlılığa sahiptir.

1980'lerin başlarındaki geçiş evresinin olumlu göstergelerle dolu olması, 1984-89 döneminin dış finansmanlarla olan ilişkilerinin hızla düzelme göstermesi açısından önemli derecede etkili olmuştur. Gerek dış borç servisi geri ödemelerindeki düzenlilik, gerekse başta ihracat olmak üzere döviz getirici kaynakların hızla genişlemesi, ülkemizin kredibilitesini hızla arttırmış, yeni dış finansmanlara ulaşabilmesini kolaylaştırmıştır. Böylece, ülkemiz 1983 yılı ile birlikte uluslararası ticari bankalardan tekrar sendikasyon kredileri alabilmeye başlamıştır. Alınan kredilerin, ekonomik modelle uyumlu olarak çoğunlukla proje finansmanı için olması ve otoyollar, termal güç kaynakları vb. gibi altyapı yatırımlarına yönelik olması dikkate değerdir.

Ancak yapılan tercihlerin sadece yeni dönem politikaları kadar, dış kreditörlerin de tercihleri ile şekillenmesi gerçeği, sağlanan sendikasyonların hem ülkemizin hem de kreditörlerin ilgilerine göre tespit edildiği şeklinde genel bir değerlendirme yapma gereğini doğurmaktadır (**Fedder ve Mukharjee, 1992, s.82**). Bu eğilim TYK'nun gözetiminde özellikle OECD ülkelerinden sağlanan ikili finansmanlar ve uluslararası mali kurumlardan sağlanan finansmanlarda daha yoğun bir şekilde izlenmektedir.

Tablo 36'dan izleneceği üzere, OECD ülkeleri 1980'ler boyunca sağladıkları finansmanlarla ülkemizdeki sektörel gelişmede yoğun olarak etkili olmuşlardır. Bu gerçek ülkemizin yeni model tercihlerinin bireysel bazda değil uluslararası finansal kurumların yoğun belirleyiciliğinin ülkemiz tercihleri ile birleşerek işlediğine işaret etmektedir.

TABLO 36: OECD ÜLKELERİNDEN SAĞLANAN PROJE KREDİLERİNİN SEKTÖREL DAĞILIMI VE KOMPOSİZYONU (TOPLAMIN %'Sİ OLARAK)

Yıllar	Altyapı Yatırım.	İmalat Sanayi Yatırım.	Diğer Yatırım.	Proğram Kredileri	Proje Kredileri
1980	58.0	10.0	32.0	60	40
1981	45.2	47.6	7.2	58	42
1982	96.9	3.1	-	35	65
1983	48.0	-	52.0	50	50
1984	85.7	5.5	8.8	9	91
1985	65.2	16.3	18.5	8	92
1986	83.0	8.5	8.5	6	94
1987	89.4	5.9	4.7	15	85
1988	58.4	17.0	24.6	47	53

KAYNAK: Öniş ve Özmucur, 1991, s.40,50.

Bu yaklaşım, OECD ülkelerinden sağlanan ikili finansmanların ve uluslararası mali kurumlardan sağlanan finansmanların içerdikleri imtiyazlı değerler incelenerek geliştirilebilir. Tablo 37 ve 38 incelendiğinde şu gerçekler görülmektedir;

-Gerek ikili finansmanlar, gerekse çok taraflı kurumlar finansmanlarının imtiyazlı değerleri 1980'lerin başlarında yüksektir. Ancak bu değerler geçiş evresi ile birlikte azalma göstermektedir. Ekonominin gelişmesine paralel olan bu eğilim normal bir seyir izlemektedir denilebilir.

-Özellikle ABD, Japonya, Avusturya ve IBRD finansmanlarının imtiyazlılık dereceleri diğerlerine nazaran düşüktür. Belçika, Almanya, İtalya ve İngiltere'nin finansmanlarının imtiyazlılık dereceleri ise en üst seviyelerdedir.

-En önemli gerçek, finansmanların içerdikleri imtiyazlı değerlerin sektörler arası dağılımında görülmektedir. Özellikle; enerji, ulaştırma gibi altyapı yatırımlarına yönelik sektörlerde imtiyazlı finansmanların payları tüm diğer sektörlere kıyasla daha yüksektir. Bu eğilim, kreditörlerin politikalarının nötr olmadığı ve güçlü bir sektörel taban üzerine oturduğu, dolayısıyla sektörel gelişmede belirleyici olmayı hedefledikleri şeklinde değerlendirilebilir **(Öniş ve Özmucur, 1991, s.64).**

Ancak, böyle bir değerlendirmeden ziyade, ülkemizin yeni model tercihlerinin bireysel bazda değil, dış kreditörlerin belirleyiciliğinin ülkemiz tercihleri ile birleşerek işlemesi şeklinde bir değerlendirme daha gerçekçi olmaktadır. Çünkü TYK'unun bu süreçte rol aldığı ve Ocak 1980 modelinin zaten bu tabanda olduğu bilinmektedir.

TABLO 37: BÜYÜK KREDİTÖRLERİN FİNANSMANLARININ İMTİYAZLILIK ORANLARI (%)

KREDİTÖR	1980	1981	1982	1983	1984	1985	1986	1987	1988	1989
ABD	25.98	12.80	0.20	18.14	9.96	6.01	1.36	2.42	0.60	8.6
Almanya	53.36	57.33	46.31	47.99	6.80	0.27	8.97	6.84	3.37	25.7
Fransa	10.54	36.70	18.59	56.94	8.39	4.82	7.08	3.74	10.23	17.4
Belçika	30.09	54.24	59.44	63.88	11.10	17.46	3.08	7.86	19.89	29.7
Japonya	-	25.93	33.08	8.56	-	-1.26	-5.05	0.64	-6.66	7.9
Kanada	42.83	50.09	8.97	-	5.72	13.26	5.58	-	7.66	19.2
İtalya	25.79	28.28	25.29	-	-	12.60	39.83	3.79	-	22.6
İngiltere	44.46	44.60	-	34.79	-	7.94	8.12	5.36	-	24.2
Avusturya	14.07	9.07	-	-	6.15	-	14.05	-1.20	2.82	7.5
OECD	32.37	39.38	9.6	27.95	3.88	5.08	2.57	3.27	0.39	13.8
IBRD	19.72	20.05	11.09	3.15	7.48	5.37	3.22	2.45	3.00	8.4
Çok Yanlı Kurumlar	23.59	24.42	11.56	5.69	8.12	6.52	4.71	3.82	6.58	10.6
Top.Orta.	26.54	26.29	7.74	15.24	4.27	5.31	3.59	3.49	1.50	10.4

KAYNAK: Öniş ve Özmucur, 1991, s.65.

TABLO 38:SEKTÖREL TABANDA FİNANSMANLARIN İMTİYAZLILIK ORANLARI (%)

SEKTÖR	1980	1981	1982	1983	1984	1985	1986	1987	1988	Orta.
Tarım	20.8	19.8	-10.2	2.5	6.2	5.4	1.7	3.3	1.5	5.7
Madencilik	15.0	1.2	0.8	3.2	-2.6	2.7	0.7	-3.9	-4.4	1.4
İ.Sanayi	15.9	16.0	5.3	2.5	6.2	4.5	1.9	5.5	2.6	6.7
Enerji	37.7	5.4	30.2	17.9	-8.8	3.7	8.6	1.0	12.4	12.0
Ulş.ve İle.	18.8	50.4	6.7	5.2	6.7	5.5	-1.1	3.5	4.6	11.2
Hizmetler	16.1	25.4	6.8	6.7	7.0	4.2	4.1	5.9	1.1	8.6
Genel	28.0	33.2	15.4	24.5	18.1	6.4	7.4	5.9	8.2	16.3
Top.Ort.	26.54	26.29	7.74	15.24	4.27	5.31	3.59	3.49	1.50	10.4

KAYNAK: Öniş ve Özmucur, 1991, s.65.

1980'li yıllarda kamu kesiminin sürdürdüğü yatırım programlarındaki yapısal değişikliklerin ekonomiye olan çeşitli etkilerinden de sözedilebilir. Örnegin, ithalatta artışlar ve sektörel büyümeye pozitif katkılar olmuştur. Daha önemlisi ise, marjinal sermaye/hasıla (S/H) katsayısı yoluyla dış finansmanda ortaya çıkan ilave taleptir.

Dönem boyunca alınan orta ve uzun vadeli kredilerin, büyük ölçüde doğrudan döviz kazandırma potansiyeli sınırlı, projenin tamamlanması ve bu kapsamda gelir getirme süresi uzun altyapı yatırımlarına yönelik olması, öncelikle ilgili sektörlerde olmak üzere ekonominin global S/H katsayısını arttırıcı etkiler yapmıştır. Konuyla ilgili çeşitli çalışmalarda bu S/H katsayısının farklılıklar gösterdiği görülmektedir. Örneğin, **Tansu Çiller (1987)**, hazırladığı bir raporda hesapladığı S/H katsayılarının yanısıra çeşitli yazarların hesaplamalarda kullandıkları S/H katsayılarını, **Z.Öniş ve S.Özmucur (1991)** alt sektörler halinde hesapladıkları S/H katsayılarını sunmaktadırlar. Bununla birlikte çalışmalar her zaman farklı katsayıları ortaya koymaktadır.

Ancak tüm çalışmalarda ortak olan nokta; 1980'li yıllarda S/H katsayılarının gerek sektörel, gerekse global olarak 1970'li yıllara (kriz yılları hariç) göre izlenen yatırım programları nedeniyle artış göstermesidir. Bu açıdan bakıldığında ülkemizin 1980 öncesi ve sonrası büyüme hızı farklılaşmasının nedeninin artan S/H katsayısından kaynaklandığı görülmektedir. Çünkü tablo 19'dan görüleceği üzere gerek 1970'li yıllar, gerekse 1980'li yıllarda Top.Yat./GSMH oranları ya benzerdir, ya da 1980'lerde biraz daha fazladır.

F.Ceyhun'un (1992) hesaplamalarıyla 1970'lerde 3.79'dan 1980'lerde 5.34'e çıkan S/H katsayısı bu açıdan dikkate değerdir. Çünkü 1970'lerde ortalama %6'lık büyüme hızını sağlamak için basit Harrod-Domar mantığıyla yaklaşık olarak %22.7'lik bir tasarruf hacmi gerekirken bu oran 1980'lerde aynı büyüme hızını yakalayabilmek için yaklaşık %32'lik bir tasarruf hacmini gerekli kılmaktadır. Halbuki yine tablo 19'dan görüleceği üzere, ülkemizin tasarruf/GSMH oranları 1980'lerde artma göstermekle birlikte bu orandan çok aşağılarda kalmaktadır. Ortalama büyüme hızlarının da geçmiş döneme kıyasla daha az olduğu bu dönemdeki gelişmeler, doğal olarak daha çok dış finansman gereksinimini doğurmuştur. Nitekim, dönem boyunca gelişmeler de hep bu yönde olmuştur.

Ancak kalkınma sürecinin tipik açmazlarını yaşayan ülkemizde yılların birikimiyle oluşan altyapı yatırımlarının yetersizliğini gidermek üzere orta ve uzun vadeli kredilerle atılan bu adımların meyveleri ileriki yıllarda toplanmaya başlanacaktır.

TABLO 39: ORTA VE UZUN VADELİ KREDİLERİN FİNANSMAN KAYNAKLARINA GÖRE DAĞILIMI (MİLYON DOLAR) (1980-88)

	1980	%	1981	%	1982	%	1983	%	1984	%	1985	%	1986	%	1987	%	1988	%
U.KURULUŞLAR	952	38	735	38	794	52	786	35	1.006	31	1.006	23	1.503	30	1.234	17	1.263	19
IBRD, IFC, IDA	620	25	610	32	664	44	674	30	804	25	846	19	1.232	25	925	13	902	14
Avrupa İsk. Fonu	312	12	119	6	119	8	112	5	159	5	136	3	240	5	259	4	283	4
İslam Kalk. Ban.	20	1	5	0	9	1	0	0	42	1	24	1	30	1	49	1	76	1
İKİLİ ANLAŞMA.	1.401	56	1.186	62	432	29	1.034	47	1.448	45	1.690	38	1.995	40	3.811	52	2.635	39
OECD Ülkeleri	1.034	41	759	40	309	20	785	35	1.197	37	1.438	32	1.876	37	3.542	48	2.542	38
OPEC Ülkeleri	261	10	230	12	82	5	181	8	16	1	161	4	22	0	229	3	81	1
Doğu Bloku Ülk.	106	4	196	10	40	3	66	3	219	7	20	0	91	2	21	0	10	0
DİĞER ÜLKELER	0	0	0	0	0	0	0	0	13	0	69	2	5	0	18	0	1	0
U.PARA PİYASA.	150	6	0	0	288	19	401	18	745	23	1.743	39	1.512	30	2.352	32	2.775	42
TOPLAM	2.504	100	1.921	100	1.514	100	2.222	100	3.199	100	4.440	100	5.011	100	7.398	100	6.674	100

KAYNAK: HDTM, Dış Borçları İzleme Dairesi, 1989, s.57.

Tablodan görüleceği üzere özellikle 1983 ve sonraki yıllarda izlenen yatırım programlarına paralel olarak kullanılan orta ve uzun vadeli dış kredi miktarları büyük artışlar kaydetmiştir. Dönem boyunca alınan krediler içerisinde kamu kesiminin payı HDTM verilerine göre ortalama **%94.2**, özel sektörün payı ortalama **%5.8** olmuştur. Resmi geleneksel finansmanların payı ortalama **%76.7**, ticari kredilerin payı ise ortalama **%23.3'tür**. Ancak bu eğilim dönem başlarında resmi finansmanlarda yoğunlaşma gösterirken, özellikle 1984 sonrasında ticari finansmanlar lehine bir gelişme göstermiştir.

Yeni dönemde porföy yatırımlarını çekmeye yönelik girişimler benimsenmiş ve Türkiye, artan kredibilitesine parelel olarak, geleneksel finansmanların dünya çapında daraldığı bir süreçte sağlıklı dış finansman kaynaklarını ve enstrümanlarını çeşitlendirebilmiştir. Bu başlangıç, birçok GOÜ gibi ülkemizin de dış borçlarının **"menkul kıymetleşme"**si sürecinin ilk adımları olmuştur **(Oktar, 1994, s.25)**. Türkiye'nin 1980'li yıllarda uluslararası tahvil piyasalarındaki ilk deneyimi Türkiye Sınai Kalkınma Bankası aracılığıyla Japon Shibosai piyasasında ihraç edilen tahviller ile yaşanmıştır. Bunu ihraç edilen diğer tahvil partileri izlemiş ve zamanla diğer piyasalara da girilmeye başlanılmıştır. Belirtilen kapsamda Ülkemiz, 1985-88 döneminde çeşitli piyasalarda 17 parti tahvil ihracı gerçekleştirmiştir.

Dönem boyunca ülkemizin kamu sektörü aracılığıyla elde ettiği orta ve uzun vadeli kredi türü finansmanların hızla artışı, beraberinde orta ve uzun vadeli dış borç stokunun hızla artmasına neden olmuştur. 1983 itibari ile 16.957 milyon dolarlık orta ve uzun vadeli borç stoku, 1988 sonu itibari ile, bu dönemdeki 14.647 milyon dolarlık dış borç ana para ödemesine rağmen, 17.348 milyon dolarlık bir artışla 34.305 milyon dolara ulaşmıştır.

1984-89 döneminde dış finansmandaki önemli bir gelişme de kısa vadeli dış krediler alanındadır. Genel olarak özel sektörde yoğunlaşan kısa vadeli dış krediler hızla artmıştır. Kambiyo rejiminin liberalleştirilmesi ve ticari bankaların döviz tevdiat hesapları açabilmelerine izin verilmesinin ardından hızlanan akışlar önemli miktarlara ulaşmıştır. Kısa vadeli dış kredilerdeki hızlı artışların temel nedeni de budur.

Öte yandan, yurtdışı adresli DTH'ların içerisinde yurtdışına yerleşik Türk vatandaşlarına ait hesaplar önemli bir yer tutmaktadır.

Merkez Bankası denetimindeki "Dresdner Hesabı"nın artışı da bu kapsam içine alınabilir. Çünkü bu hesap sayesinde Almanya'da yerleşik Türk işçilerinin vadeli mevduatları ile Avrupa para piyasalarındaki ortalama faizin biraz üzerinde borçlanma yapılmaktadır.

Kısa vadeli krediler içinde önemli bir yere sahip dövizli mevduat hesaplarının dış krediler çerçevesinde, dönem içi gelişiminin önemli miktarlarda artışı tablo 40'tan izlenebilir.

TABLO 40: YURT DIŞI KAYNAKLI DÖVİZLİ MEVDUAT HESAPLARI GELİŞİMİ (1983-1989) (MİLYON DOLAR)

	1983	1984	1985	1986	1987	1988	1989
A.TİCARİ BANKALAR	83	544	724	1.250	1.745	1.685	2.061
B.MERKEZ BANKASI	1.251	1.778	2.678	3.799	5.440	5.470	6.233
-KISA	493	452	820	730	871	747	733
-ORTA-UZUN	758	1.356	1.858	3.069	4.569	4.723	5.500

KAYNAK: MB, Ödemeler Dengesi İstatistiklerinden Derlenmiştir.

Bu gelişmeler ve diğer kısa vadeli kredilerin gelişimi ile kısa vadeli dış borç stoku önemli ölçüde artmış, 1983 itibari ile 2.281 milyon dolarlık kısa vadeli borçlar 1988 sonunda 6.417 milyon dolara ulaşmıştır.

TABLO 41: 1984-88 DÖNEMİNDE DIŞ BORÇ STOKUNDAKİ GELİŞMELER

	1984	%	1985	%	1986	%	1987	%	1988	%
TOPLAM	20.823	100	25.660	100	32.206	100	40.326	100	40.722	100
ORTA VE UZUN	17.643	84.7	20.901	81.4	25.857	80.3	32.703	81.1	34.305	84.2
KISA	3.180	15.3	4.759	18.6	6.349	19.7	7.623	18.9	6.417	15.8

KAYNAK: HDTM.

1983-89 arasında dış finansmanlar açısından önemli bir gelişme de DYSY'ları, Yurtdışı Müteahhitlik Hizmetleri (YDMH) ve İşçi gelirleri kalemlerinde gerçekleşmiştir. 1980 öncesi sınırlı gelişme gösteren bu kalemler, 1980'lerin ilk yıllarıyla birlikte önemlerini arttırmaya başlamış ve 1984-89 döneminde ciddi artışlar göstermişlerdir.

DYSY'ların lehine bir tavrın alındığı bu dönemde, yetki dağınıklığının giderilmesine yönelik kurumsal düzenlemelere de özel bir önem verilmiştir. İlk olarak 24 Ocak 1980 tarihli 8/168 Sayılı Yabancı Sermaye Çerçeve Kararnamesi ile başlatılan bu girişim, 1984 yılında çıkarılan Türk parasının kıymetini koruma hakkındaki 30 Sayılı Karara ilişkin bir tebliğ ile, ticari vb. hizmet sektörlerinde faaliyet görecek yabancı sermayenin de, oluşturulan Yabancı Sermaye Başkanlığı'ndan izin alması kuralı ile geliştirilmiştir.

Bu tutum 12.2.1986 tarih ve 86/10353 sayılı kararnamenin eki olarak yeni bir çerçeve kararnamesi ile perçinlenmiştir. Sözkonusu kararla kısaca, Türkiye'ye her türlü mal ve hizmet üretimine yönelik yabancı sermaye girişi ile ilgili olarak Yabancı Sermaye Dairesi tek yetkili merci yapılmış ve yabancı sermaye yatırımlarına getirilen üst sınır kaldırılmıştır. liberalizasyonun geliştirilmesine yönelik girişimlere parelel olarak mevzuat değişiklikleri devam ettirilmiş, yabancı sermayenin mevzuattan ve idari işlemlerden kaynaklanan sorunları en aza indirgenmeye çalışılmıştır. Ayrıca, Türkiye 1987 yılında MİGA'ya üye olmuştur.

1989 ve sonrasında sürdürülen çabalar neticesinde, ülkemiz çoğu OECD üyesi ülkelerle aynı liberalizasyon dözeyine ulaşmıştır. Yabancı sermayeye yönelik bu olumlu tutumlar siyasal istikrar ve ekonominin yükselen performansına paralel olarak artmıştır. Asıl gelişmenin ise, 1986 tarihli yeni çerçeve kararnamesi sonrası gerçekleştiği görülmektedir.

TABLO 42: 1980-88 DÖNEMİNDE TÜRKİYE'YE YÖNELİK DYSY'LARININ GELİŞİMİ (MİLYON DOLAR)

		Fiili Girişler				
Yıllar	İzin Verilen Yab.Sermaye	Kapitalize Edi. Kârlar Dahil	Net	Çıkışlar	Net DYSY'ları Girişi	Kâr Trans.
1980	97	35	35	17	18	10
1981	338	141	141	46	95	9
1982	167	103	103	48	55	15
1983	103	87	87	41	46	23
1984	271	162	162	49	113	16
1985	235	158	158	59	99	52
1986	364	170	170	45	125	40
1987	655	239	171	65	106	47
1988	821	488	406	33	373	42
Top.	3.051	1.583	1.433	403	1.030	254

KAYNAK: HDTM, Yabancı Sermaye Raporu (1990-92) ve MB Ödemeler Dengesi İstatistiklerinden Derlenmiştir.
NOT : Kapitalize edilen kârlar 1987 yılından itibaren temin edilebilmiştir.

Tablo 42'den görüleceği üzere, 1980-88 döneminde ülkemize yönelik DYSY'ları 1980 öncesine göre hızlı bir artış göstermiştir. Ancak, bir borçluluk doğurmayan sermaye akımı olarak DYSY'larının, borçluluk doğuran akımlar ile yeri kıyaslandığında dış finansmanlarımız içindeki yerinin çok sınırlı kaldığı görülmektedir. GOÜ'lerin çoğunun dış finansman krizi içinde olmalarına rağmen, bu dönemde 107.89 milyar dolarlık DYSY'ları alabildikleri düşünülürse, krizden daha erken çıkan ülkemizin bu gelişmeden sadece 1.4 milyar dolarlık pay alması düşündürücü bir durumdur (Bkz. Tablo 6).

1983-89 döneminde en az DYSY'ları kadar öneme sahip dış finansman kaynakları olan işçi dövizleri ve yurtdışı müteah-hitlik hizmetleri (YDMH) gelirleri ise gelişimini devam ettir-miştir. 1974 Kıbrıs Barış Harekatı'nın sonrasında özellikle Libya ile gelişen işbirliği ile başlayan YDMH'nın asıl atılım yılları, 1980-83 geçiş evresi hariç, 1980'li yıllar olmuştur.

Başlangıçta çok az firmanın faaliyet gösterdiği YDMH sektöründe, ülkemiz girişimcileri yüksek teknoloji ve rekabetin hakim olduğu piyasalara intibak edebilmiş ve kısa zamanda büyük ihalelere imza atabilecek standartlara yükselmişlerdir. Özellikle Orta Doğu ve Kuzey Afrika ülkelerinde faaliyet gösteren girişimcilerimiz sayısı ve aldıkları ihale miktarları hızla yükselme göstermiştir. 1981 yılındaki 113 firma ve 9.052 milyar dolarlık ihale hacmi, 1990 itibari ile 321 firma ve 18.064 milyar dolarlık ihale hacmine erişmiştir (**TOBB;1990, s.327**).

Yurtdışında bulunan işçilerimizin ülkemize transferleri ise, 1970'lerden itibaren dalgalanma göstermekle birlikte, 1980'li yıllarda da gelişimini hızla sürdürmüştür. İşçi gelirleri artık, ödemeler bilançosu finansmanının vazgeçilemez bir kalemi halindedir. Türkiye ekonomisine doğrudan bir transfer olarak işçi gelirleri 1984-89 döneminde yeterli gelişmeden uzak kalmıştır. ABD doları lehine çapraz kur değişimleri bu süreci dalgalanmaya iten önemli bir faktör olmuştur. Aşağıdaki tabloda 1980-88 dönemine ait işçi gelirleri, bedelsiz ithalat ve YDMH gelirleri özetlenmektedir.

TABLO 43: YDMH GELİRLERİ VE İŞÇİ GELİRLERİNİN GELİŞİMİ (MİLYON DOLAR) (1980-88)

	1980	1981	1982	1983	1984	1985	1986	1987	1988
YDMH	51	52	10	21	63	246	301	293	476
İŞÇİ GEL.	2071	2490	2140	1513	1807	1714	1634	2021	1776
BED.İTHA.	95	69	49	56	94	68	84	67	70
TOPLAM	2217	2611	2199	1590	1964	2028	2019	2381	2322

KAYNAK: Merkez Bankası, Ödemeler Dengesi İstatistiklerinden derlenmiştir.

Çalışmamızın şu ana kadarki kısımlarından görüleceği üzere ülkemizin dış finansmanlarla olan ilişkileri genel olarak GOÜ'lerin çizgilerine benzerlik göstermekle birlikte, önemli ayrılıkları da vardır. Bu farklılık, GOÜ'lerin genellikle birer kriz ekonomileri olarak geçirdikleri 1980'li yılları, ülkemizin ekonomik bakımdan atılım yılları olarak geçirmesine neden olmuştur.

Özellikle çok borçlu GOÜ'ler ve bu kapsamda Latin Amerika ülkeleri ile ülkemiz arasında derin ayrılıklar sözkonusudur. 1980'li yıllarda İstikrar kararlarının yoğun olarak uluslararası finansal kurumlarca desteklendiği ülkemize büyük miktarlarda resmi finansman desteği sağlanmıştır. Böylece ülkemizin ithalat imkanları genişlemiş, ülke ekonomisinin gereksinim duyduğu ara ve yatırım malları ithalatında herhangi bir problem yaşanmamıştır. Ayrıca, konsolidasyonlar yolu ile dış borç servisi rahatlaması sağlanmıştır.

Böylece ülkemiz, dönem boyunca çoğu GOÜ'lerden farklı olarak dışarıya kaynak transfer eden bir ülke olmamış, aksine sermaye ithalatını özellikle 1983 sonrasında önemli boyutlarda sürdürmüştür (**Bkz., Esen, 1990, s.40**).

Tüm GOÜ'ler birarada düşünüldüğünde, 1983-89 yılları arasında 30,3 milyar dolar net negatif kaynak transferinin yapıldığı ve özellikle aynı dönemde başta L.Amerika ülkeleri olmak üzere çok borçlu ülkelerin net negatif kaynak transferinin 50.7 milyar doları bulduğu hatırlanırsa (Bkz. Tablo 6 ve 10) ülkemizin bu trendin tam tersini gerçekleştirebilmesi dikkate değer bir farklılık arzetmektedir. Zaten bu sebeple ülkemiz büyük miktarlarda dış ticaret açığı vermesine rağmen ekonomik büyümeyi önemli ölçüde sürdürebilmiştir. Oysa çoğu GOÜ'lerde büyüme yüzdeleri ya negatif, ya da küçük oranlarda olmuştur **(Öniş, 1989, s.81)**.

Üstelik, sermaye akımlarının artışına rağmen ülkemizin borçluluk göstergelerinin iyileşebilmesi ve geri ödemelerde problemsiz bir devreyi sürdürmesi, gelişmenin bir göstergesi olarak değerlendirilmektedir. Ülkemizin dönem boyunca diğer bazı GOÜ'lerden daha iyi bir pozisyonda olmasının nedenlerinin başlıcaları şunlardır **(Wijnberger ve diğ., 1992, s.150)**;

-1980'lerde Türkiye'de ihracat büyük bir atılım yapmıştır. İzlenen gerçekçi kur politikası ve teşvik sisteminin önemli ölçüde etkin olduğu bu süreçte ihracat/dış borçlar oranı çok önemli boyutlarda iyileşme göstermiştir.

-1980'li yıllarda gerçekleştirilen borç konsolidasyonu sonrasında Türkiye'ye yönelik sermaye hareketleri doyurucu bir şekilde devam etmiştir. Yurtdışındaki Türk işçilerinin tasarruflarını Türkiye'ye yöneltmeyi cazip kılacak tedbirlerin alınması ve uluslararası finansal organizasyonların desteğinin sürekliliğinin sağlanması çok faydalı olmuştur.

-İstikrar kararlarının uygulamasının geliştirilerek devamının sağlanması, ekonomik performansın hızla iyileşmesine, bu da uluslararası ticari kredi piyasalarından finansman temininin güçlü bir tabanda devamını sağlamıştır.

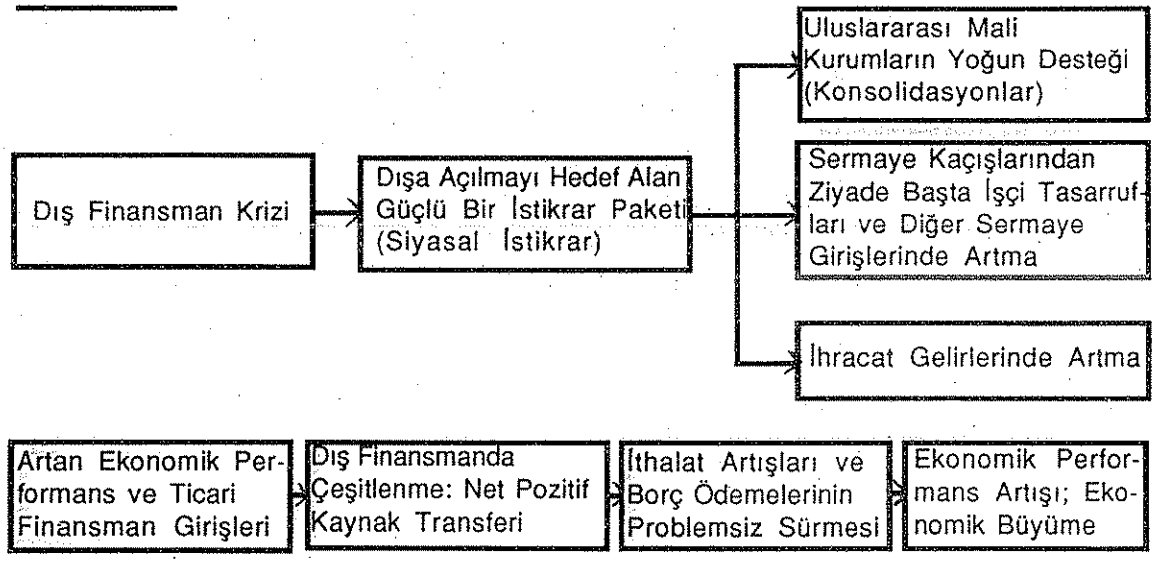
-Türkiye'den sermaye kaçışları önemli boyutlara ulaşmamış, olumlu yatırım ortamının etkisiyle DYSY'ları ve özel sektör sermaye girişleri geniş olarak gerçekleşmiştir.

-Çok borçlu GOÜ'lerden farklı olarak büyüme oranlarının önemli boyutlarda devam etmesi, borçların artmasına rağmen Borç-GSMH oranının ciddi seviyelere ulaşmasını en azından borç ödeme probleminin oluşmamasını sağlamıştır.

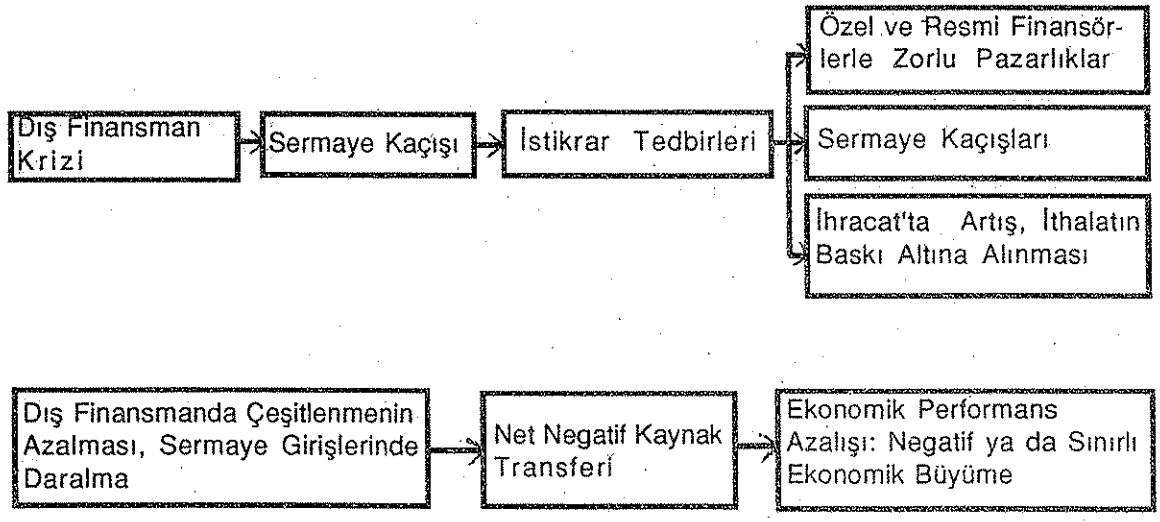
1980'li yıllarda ülkemiz ve diğer GOÜ'lerin (özellikle çok borçlu ülkeler) yaşadıkları gelişmeler dış finansman krizi açısından genel olarak şekil 2'de özetlenmektedir.

ŞEKİL 2: ÇOK BORÇLU GOÜ'LER VE TÜRKİYE'DE DIŞ FİNANSMAN KRİZİ VE SONRASI

A:TÜRKİYE



B: ÇOK BORÇLU GELİŞMEKTE OLAN ÜLKELER



Öniş (1989)'dan yararlanılarak

Kaynak: Tarafımızdan Düzenlenmiştir.

2.4.3.1989-1997 DÖNEMİ

1984-88 dönemine hakim olan ve Türkiye ekonomisinin kaynak gereksinimini arttırıcı çeşitli faktörlerin etkisini artırarak sürdürdüğü 1989 ve sonrasında, bunlara ilave olarak Türkiye ekonomisi, önemli gelişmelere ve yapısal dönüşümlere sahne olmuştur. Ekonominin kaynak gereksiniminin doğrudan ve dolaylı olarak artmasına neden olan bu dönemdeki önemli gelişmelerden bazıları şunlardır;

-İhracata yönelik finansal teşviklerden önemli ölçüde vazgeçilmiş, vergi iadesi uygulamasına 1989 başlarında son verilmiştir.

-1988 Eylül ayından itibaren başlayan ve 1994 başlarına kadar devam eden bir süreçte Türk Lirası, yabancı paralar karşısında yaklaşık olarak %30-40 civarında aşırı değerlenmiştir. 1994 yılındaki büyük oranlı devalüasyona ragmen ilerleyen yıllarda da sözkonusu aşırı değerlenme daha düşük oranlı olmakla birlikte devam etmiştir.

-Kamu harcamalarında artışlar hızlanmış, izlenen genişletici politikalara paralel olarak kamu kesimi finansman açıkları büyük miktarda artmıştır. 1993 yılında en yüksek seviyesine çıkan KKBG/GSMH oranı 1994 ve 1995 yıllarında azalma göstermekle birlikte 1996 yılından itibaren yeniden hızlı artışlar göstermeye başlamıştır.

-24 Mayıs 1989'de başlayan ve ilerleyen yıllarda da devam eden bir süreçte bir çok ithal mallarında gümrük vergisi ve tarifeler büyük ölçüde düşürülmüştür. İthalat teminatları kaldırılmış, ithali serbest mallar listesi genişletilmiş ve altın ve diğer kıymetli madenler ithali de serbest bırakılmıştır. Avrupa Toplulugu ile 1 Ocak 1996 tarihinden itibaren girilen Gümrük Birligi ise bu sürecin en önemli halkalarından birini oluşturmuştur.

-Ağustos 1989 tarihli 32 sayılı kararla Türk Lirasının konvertibilitesinin tesisi, kambiyo rejiminin hızla liberalizasyonu, sermaye hareketlerinin kolaylaştırılması ve bu bağlamda yurtdışında yerleşik kişilerin, Menkul Kıymetler Borsasında alım satım işlemleri yapmalarına ve satış bedelleri transferlerine müsaade edilmiştir. Ayrıca Türkiye'de yerleşik kişilerin yurtdışından ayni, nakdi ve gayrinakdi kredi almaları ve Türk Bankalarının döviz kredisi açmalarına müsaade eden düzenlemeler liberalleştirilmiştir (20 Haziran 1991'de liberalizyon çok daha genişletildi).

-Finansal araçlar çeşitlenmiş, tüketici kredileri hızla artmış, ücret ve maaş gelirlerinde önemli ölçüde reel artışlar olmuştur. 1994 krizi sözkonusu reel artışların tamamını geri alırken ileriki yıllarda reel artışlar yeniden hızlanmıştır.

Ekonominin dış kaynak talebinin hızla arttığı dönem boyunca, dış finansman gereksiniminin karşılanmasındaki gelişmeler çeşitli şekillerde olmuştur.

2.4.3.1.ULUSLARARASI TAHVİL İHRAÇLARI

Bu dönemde kullanılan dış finansmanlar artarak çeşitlenme göstermeye devam etmiş ve geleneksel finansmanların toplam dış finansmanlar içindeki yeri azalmıştır. Ancak bu gelişme süreci geleneksel finansman kaynaklarının önemini inkar etmek şeklinde anlaşılmamalıdır.

Yaşanan süreç içinde ülkemiz tercihleri kadar dışsal faktörler de etkili olmaya devam etmektedir. Resmi finansmanlar arzının global olarak daralma eğiliminde olmasına karşın, özellikle Doğu Bloku'nun etkisiyle talepte ortaya çıkan artışlar, yeni kaynak mekanizmalarının kurulmasını kaçınılmaz kılmaktadır. Nitekim, Dünya Bankası yetkililerinin özellikle alternatif finansman kaynaklarına ulaşabilecek ülkelere bu yönde telkinler yaptığı görülmektedir.

Uluslararası finansman açısından, gerek ticari bankaların GOÜ'lere kredi vermedeki isteksizlikleri, gerekse aracısızlaşma (disintermediation) eğilimlerinin birleşmesi bir diğer olumsuzluktur. Bu eğilim uluslararası finansmanda ticari bankalar ağırlıklı sendikasyon kredilerinin azalan rolü ve uluslararası menkul kıymet piyasalarının artan önemi olarak özetlenebilir **(Sutherland, 1993).**

Ülkemizin 1990'lı yıllarda yoğun olarak yaşadığı bu yeni süreç, içinde bulunulan dönemin dış finansman açısından en ilgi çekici yönünü oluşturmaktadır. 1980'li yılların ortalarından itibaren başlayan bu yeni süreçte, ülkemizin uluslararası sermaye piyasalarına girmeye başlaması, 1989-93 döneminde körfez krizi yılları hariç, son derece hızlı bir gelişme göstermiştir. Uluslararası tahvil ihraçlarının, uluslararası ticari bankalar kredilerine kıyasla faiz oranı ve vade açısından daha uygun koşullar arzetmesi, iyi bir gelişme olarak değerlendirilmelidir. Bu yolla dış borçlarımızın ortalama faiz ve spread'lerine ve ortalama vadesine, imtiyazlı finansmanlardan büyük ölçüde ticari finansmanlara kayıldığı bir dönemde, önemli ölçüde kompanse edici bir imkan sağlanmış olmaktadır.

Ancak ülkemizin tahvil piyasalarında varlığını gösterebilmesi ve sürdürebilmesi pek kolay olmamıştır. İkinci bölümde detaylı olarak anlatıldığı üzere gerek bu piyasalara girebilmek, gerekse varlığını sürdürebilmek bir ülkenin sahip olduğu ekonomik performans ve kredibiliteyle çok yakın ilişki içindedir. Ülkemizin 1980-88 arasında GOÜ'lerin çoğunun birer kriz ekonomileri olduğu bir dönemde gösterdiği güçlü ekonomik performans ve ödemeler dengesindeki iyileşmeler gelişmelerin temel belirleyici unsurlarıdır. İşte bu gelişme 1989-93 döneminde uluslararası piyasalardaki başarının temel nedenidir.

Bu dönem içerisinde, tahvil finansmanı konusunda önemli bir gelişme de Mahalli İdareler dış finansmanı alanında olmuştur. Ankara Büyükşehir Belediyesi (ABŞB) bu açıdan öncülük yapmıştır. Bilindiği üzere 1985 yılından itibaren başta KİT'ler olmak üzere kamu kurum ve kuruluşlarının hazineye olan bağımlılıkları azaltılmak istenilmiş ve bu kurumların bireysel tabanda finansman açıklarını ticari piyasalardan karşılamalarına yönelik düzenlemeler yapılmıştı.

Bu çerçevedeki bir gelişme, 4 Şubat 1988 kararlarının bir devamı şeklinde KİT'ler ve diğer kamu kurumlarının dış finansmanda da bağımsızlığını sağlayacak düzenlemeler şeklinde gerçekleştirilmiştir. Dış borçlanma stratejisinde yapılan bu değişiklikle, ülkemizin artan kredibilitesine bağlı olarak kamusal kurumların dış finansman ihtiyaçlarını karşılamada devlet garantisi olmadan dış borçlanmaya gidebilmelerinin sınırları genişletilmiştir.

Böylece başta KİT'ler olmak üzere kamusal kurum ve kuruluşların bireysel tabanda dış finansmanın yeni enstrümanlarını kullanabilmeleri teşvik edilmek istenmiştir. Tahvil ihraçları da bu enstrümanlardan biri olarak değerlendirilmiştir **(Öniş ve Özmucur, 1991, s.50).**

ABŞB'nin altyapı yatırımlarının finansmanı için tahvil ihraçları işte bu kapsamda başlamış ve ilk ihraç edilen tahvil partisi Ekim 1990'da 150 milyon mark olarak Alman sermaye piyasalarında gerçekleştirilmiştir. Türkiye'den ilk belediye tahvili ihracının en önemli özelliği, uluslararası piyasalardaki ilk Hazine garantisi

olmayan tahvil ihracımız olmasıdır. Bunu Tokyo Sermaye Piyasasına tahvil ihracı takip etmiş ve şartlar uygun oldukça devam edilmiştir. ABŞB, tahvil ihracı ile elde ettiği fonları çeşitli "Hedging" teknikleri kullanarak kur ve faiz risklerinden korunmada başarılı sonuçlar da elde etmiştir.

Ayrıca kriz döneminden Mayıs 1985'e kadar Türkiye ile dış kredi ilişkilerini donduran Japonya'nın, bu tarihle birlikte kısıtlamaları tedricen kaldırmaya başlamasının ardından, gerek Hazinece gerekse ABŞB'ce yapılan tahvil ihraçları, ilişkilerin yeniden canlanmasına katkı yapmıştır **(Danışman, 1993).**

Ülkemizin artan kredibilitesi ile elde ettiği tahvil finansmanı enstrümanının 1990 ve 1991 yıllarında kullanımı çeşitli dışsal faktörler nedeni ile önemli ölçüde daralmıştır. Özellikle Körfez Krizinin neden olduğu ilave Türkiye riski ve dağılan Doğu Bloku'nun neden olduğu fon daralması bu durumun başlıca sebebleridir. Ayrıca krizin bitmesine rağmen, Türkiye riskinin yüksek görülmesine paralel olarak spread'lerin bir süre daha yüksek seviyelerde seyretmesi tahvil ihraçlarını daraltıcı etkiler yapmıştır. Böylece ihraç sayıları 1989'da 8, 1990'da 5 ve 1991'de 4'te kalmıştır.

1992 yılı ile birlikte uluslararası tahvil finansmanı imkanlarını genişletecek yeni arayışlara girilmiş ve "Yankee ve Samuray" piyasalarına girilmesi hedeflenmiştir. Artan özgüven ile Rating firmalarına başvurarak derecelendirme isteyen ülkemizin Standard and Poor's'dan **"BBB"**, Moody's'den **"Baa3"** şeklinde yatırım seviyesindeki notlar alması, ülkemizin Euro piyasaların yanısıra, Samuray ve Yankee tahvil piyasalarına fazla güçlük çekmeden girebilmesini sağlamıştır.

Kamu kesimi borçlanma gereği/GSMH oranının 1988'de %6.2'den ilerleyen yıllarla birlikte %10'ların üzerine çıktığı bir devrede dış borçlanma kanalı yoğun olarak kullanılmak zorunda kalınmış ve 1992'de 14 kez 1993'ün ilk beş ayında ise dört kez tahvil ihracı gerçekleştirilmiştir.

Bu ihraçlar, yeni piyasaların daha yüksek fon taleplerine de cevap vermesi ile daha büyük partiler şeklinde gerçekleştirilmeye başlanmıştır. "Jumbo" olarak da adlandırılan bu tür büyük miktarlı tahvil ihraçları özellikle Samuray piyasasında gerçekleştirilmiştir.

Öte yandan büyüyen fon talebine paralel olarak alınan rating notlarının önemide bu çerçevede daha iyi farkedilmeye başlanmıştır. Şöyleki;

Şubat 1993'te Samuray piyasasında Türkiye, Yunanistan ve Dünya Bankası aynı dönemde Jumbo tahvil (Türkiye ve Yunanistan 100 Dünya Bankası 200 milyar yenlik) ihracına girmiştir. Türkiye ve Yunanistan BBB, Dünya Bankasının AAA ratinglerine dayanarak yaptıkları ihraçlarda Türkiye 7 yıl vade ve %6.03 kupon faizi, Yunanistan 10 yıl vade ve %6 kupon faizi, Dünya Bankası ise 10 yıl vade ve %4.5 kupon faizi ile borçlanabilmiştir. Dünya Bankasının Rating notuna dayanarak elde ettiği avantaj ülkemiz ihracı ile kıyaslandığında yıllık 1.8 milyar yene karşılık gelmektedir **(Erçel, 1993, s.18).**

Türkiye, özellikle 1992'den başlayan bir süreçte piyasaları yoğun olarak kullanmış ve böylece bir alternatif finansman tekniğini dış borçlanmanın temel kaynaklarından biri haline getirmiştir. Nitekim, toplam yıllık borçlanmalar içinde bu kalemin değeri HM verileri ile 1986'da %4.5, 1987'de %8.2, 1988'de %35.1, 1989'da %39, 1990'da %15 ve hızlı bir gelişme ile 1991'de %10, 1992'de %38, 1993'te%34, 1994'te %12, 1995'te %28, 1996'da %23 olmuştur. Aynı zamanda ihraç artışlarına paralel olarak toplam değerler de hızla artmıştır.

TABLO 44: 20.05.1985 - 25.05.1993 TARİHLERİ ARASINDA GERÇEKLEŞTİRİLEN TAHVİL İHRAÇLARI

KURULUŞ	TARİH	BANKA	DÖVİZ	TUTAR (MİLYON)	VADE (YIL)	FAİZ (%)
TSKB	20.05.85	NIKKO	YEN	7.000	7	7.8(*)
TURİZM BANK.	16.10.85	MITSUI	YEN	7.500	7	7.3(*)
DESİYAB	24.12.85	NOMURA	YEN	7.500	7	7.7(*)
DYB	27.02.86	INDUST B. JAP.	YEN	8.500	7	7.5(*)
DYB	07.06.86	NOMURA	YEN	10.000	7	6.9
TSKB	16.02.87	NIKKO	YEN	9.500	7	6.7
TCMB	26.02.87	COMMERZBANK	DM	125	5	7.0(*)
DESİYAB	25.06.87	YAMAICHI	YEN	10.000	7	5.5
TCMB	22.09.87	COMMERZBANK	DM	200	5	7.0(*)
T.EXIM	27.01.88	DRESDNER	DM	200	6	6.75
TURİZM BAN.	22.02.88	NIKKO	YEN	10.000	7	6.4
TCMB	10.03.88	COMMERZBANK	DM	300	7	6.75
HAZİNE	06.05.88	COMMERZBANK	DM	500	7	6.5
T.EXIMBANK	01.06.88	MITSUI-YAMAIC.	YEN	10.000	8	6.3
HAZİNE	01.11.88	DRESDNER	DM	300	7	6.5
TKB	22.11.88	YAMAICHI	YEN	10.000	8	6.3
HAZİNE	22.12.88	BANKWERS TR.	USD	150	10	11.25
TSKB	23.02.89	NIKKO	YEN	10.000	8	6.0
HAZİNE	27.04.89	JP MORGAN	USD	200	10	11.5
TKB	06.06.89	DAIWA	YEN	10.000	10	6.1
HAZİNE	07.06.89	NOMURA	USD	280	10	5.5
HAZİNE	20.06.89	COMMERZBANK	DM	400	7	7.75
HAZİNE	11.09.89	JP MORGAN	USD	200	10	10.5
HAZİNE	15.11.89	SUMITOMO	USD	250	6	9.75
TKB	19.12.89	DAIWA	USD	100	6	9.75
HAZİNE	15.03.90	MITSUI	USD	200	7	10.75
HAZİNE	17.04.90	COMMERZBANK	DM	250	7	10.0
TSKB	26.06.90	NIKKO-MITSUI	YEN	10.000	8	7.5
HAZİNE	10.08.90	DAIWA	USD	150	5	10.375
ANK.B.Ş.BEL.	09.10.90	DGBANK	DM	150	5	10.25
HAZİNE	23.05.91	COMMERZBANK	DM	350	5	10.5
ANK.B.Ş.BEL.	05.06.91	NOMURA-MITSUI	YEN	8.500	5	8.4
HAZİNE	14.10.91	COMMERZBANK	DM	500	5	10.75
ANK.B.Ş.BEL.	18.10.91	NOMURA SECUR.	YEN	5.000	1.9	LİBOR+1.05
TKB	22.01.92	MITSUI	YEN	10.000	6	7.7
ANK.B.Ş.BEL.	17.03.92	NOMURA	YEN	4.600	5	7.6
HAZİNE	18.03.92	BANKERS TR.	USD	200	5	8.5
HAZİNE	14.04.92	BANKERS TR.	USD	50	5	8.5
HAZİNE	07.05.92	BANQUE PARIB.	ECU	150	3	11.5
HAZİNE	09.06.92	NOMURA	YEN	50.000	5	7.5
HAZİNE	18.06.92	JP MOR.-SALOM.	USD	250	7	9.0
HAZİNE	21.07.92	COMMERZBANK	DM	400	7	10.25
HAZİNE	31.06.92	MORGAN STANLEY	USD	200	5	8.125
HAZİNE	04.09.92	YAMAICHI	YEN	50.000	7	6.8
ANK.B.Ş.BEL.	15.10.92	NOMURA	YEN	50.000	5	6.8
TKB	16.11.92	NIKKO EUR.PLC.	YEN	15.000	5	6.4
HAZİNE	02.12.92	YAMAICHI	YEN	35.000	4	5.7
HAZİNE	02.12.92	YAMAICHI	YEN	35.000	6	6.5
HAZİNE	15.02.93	DG BANK	DM	400	7	9.5
HAZİNE	17.02.93	NOMURA	YEN	100.000	7	6.3(**)
HAZİNE	24.05.93	DAIWA	YEN	25.000	5	6.0(***)
HAZİNE	24.05.93	DAIWA	YEN	35.000	10	7.0

KAYNAK:HDTM
(*) VADESİNDE ÖDENDİ
(**) SÖZKONUSU TAHVİL İHRACININ 25 MİLYAR YEN'LİK KISMI USD'E TAKAS EDİLMİŞTİR.
(***) SÖZKONUSU TAHVİL İHRACI USD'E TAKAS EDİLMİŞTİR.

1985-1996 arası dönemde tahvil ihracı ile elde edilen finansmanların -itfa edilenler hariç- tutarı yaklaşık olarak 18 milyar dolardır. Sözkonusu tahvil ihraçlarının Şubat 1985-Mayıs 1993 dönemine ait olanların detaylı tam listesi Tablo 44'ten izlenilebilir.

Üstelik 1994 yılında yaşanan ekonomik krize rağmen tahvil ihraçlarının büyük bir sekteye ugramaması ve ilerleyen yıllarla birlikte rating notlarımızın spekülatif kategoriye düşmesine rağmen sürdürülebilmesi de dikkate değerdir. Ayrıca ortalama sabit faiz oranı açısından bakıldığında da tahvil ihraçlarının gelişiminin olumlu bir seyir izledigi söylenebilir. Nitekim tahvil ihraçlarının ortalama sabit faiz oranının 1991'de %10.23, 1992'de %7.71, 1993'te %6.95, 1994'te %5.57, 1995'te %5.40 ve 1996'da %7.22 olması bu açıdan kayda değerdir **(HM Dış Borç Bülteni Aralık 1996, s.13)**.

Görüleceği üzere ülkemiz artan kaynak ihtiyaçlarına paralel olarak, gerek Euro piyasalarda, gerekse diğer piyasalarda ihraç ettiği menkul kıymetlere yatırımcı tabanı bulmakta zorluk çekmemiş ve başarılı ihraçlar yaparak yeni bir dış finansman enstrümanını kullanabilmiştir. 1994 krizi ve sonraki yıllarda da da bu enstrümanın kullanımının sürdürülebilmesi önemli bir gelişme olarak görülmelidir.

2.4.3.2.DYSY'LARI VE PORTFÖY ÖZSERMAYE YATIRIMLARI

Dış finansmanların artarak çeşitlenme gösterdiği ve alternatif dış finansmanların giderek önem kazandığı bu dönemde DYSY'ları ve portföy özsermaye yatırımları dikkate değer gelişmeler gösteren tekniklerdir. Portföy özsermaye yatırımlarının bu döneme kadarki gelişimi son derece sınırlıdır. Gerçi 1980'lerin hemen başlarında ödenmeyen garantisiz dış borçların ülkemizde yatırımlarda kullanılmasına izin verilerek, bir çeşit Borç-Özsermaye değişim programı ile bir miktar dış borç portföy yatırımına dönüştürülmüşse de bunların gönüllü olmayan kaynaklar olması portföy yatırımı kapsamına alınmasını engelleyicidir.

Portföy özsermaye yatırımları alanında asıl gelişmeler 1986'da İstanbul Menkul Kıymetler Borsasının kurulması ve aynı yıl çıkarılan Yabancı Sermaye Çerçeve Kanunu'nun portföy yatırımlarını düzenlemesi ile başlamış, özelleştirme programı çerçevesinde bazı KİT'lerin yabancı yatırımcılara satışı ile güncelleşmiş, 1989 yılında 32 sayılı kararla getirilen serbesti ve 21 Haziran 1991'de bunun geliştirilmesi ile giderek artan bir şekilde önem kazanmıştır. Bu adımların bir ilerisi ve belki de en önemlisi ise Kasım 1993'te yapılan yeni düzenlemeler ile gerçekleştirilmektedir.

Getirilen yeni düzenlemeler ile Türk Sermaye Piyasasında işlem yapan yabancı portföy yatırımcılarının faaliyetleri kolaylaştırılmıştır. Düzenleme, temel olarak, Sermaye Piyasası Kurulu (SPK)'nca geliştirilen menkul kıymet yatırım fonlarının tanımının genişletilmesi ve Maliye Bakanlığı'nın SPK'nın tanımına uygun olarak yurt dışında kurulup, Türkiye'de faaliyette bulunan yatırım fonlarının pörtföy yatırımlarından doğan kazançlarının kurumlar vergisinden muaf tutulmasının sağlanmasını içermektedir **(Sabah, 20.11.1993)**.

Getirilen bu düzenlemeler yabancı kurumsal portföy yatırımcılarının Türk Sermaye Piyasasında, Türkiye'deki yatırımcılarla eşdeğer avantajlar kazanmasını sağlamıştır. Nitekim, mevzuat düzenlemeleri sonrasında ülkemizde portföy yatırımlarına girişen yabancı kurumsal yatırımcıların ve bunlara ait işlem hacimlerinin hızla arttığına şahit olunmaktadır. Özellikle kurumsal yatırımcıların kısa vadeli sıcak para akımlarından ziyade orta ve uzun vadeli alımlar yapan yatırımcılar olduğu düşünülürse, yeni gelişmelerin özellikle özel sektöre yeni bir dış kaynak imkanı sağlaması açısından olumlu olduğu söylenebilir.

Diğer yandan, portföy yatırımların gerek iç, gerekse dış piyasalar açısından libere edilmesinin geliştirilmesi, ülkemiz ekonomik performansının olumlu olabildiği bir süreçte özel sektörün dış finansman kaynaklarının çeşitlenmesine önemli katkılar yapabilecektir. Henüz ülkemiz özel kesimi bu alanda umut verici adımlar atmakla birlikte yeterli gelişmeler gösterememektedir.

Şu ana kadar bir adet Türkiye fonu kurulmuş **(Hürriyet, 07.09.1993)** ve biri Net Holding, diğeri Eczacıbaşı Holding tarafından olmak üzere iki parti depo edilen menkul kıymet serfitikaları'nın yurtdışına ihracına çalışılmıştır. Net Holding'in uygulaması başarısız kalırken, Eczacıbaşı'nın girişimi körfez krizi nedeniyle başlamadan bitmek durumunda kalmıştır **(Trend, 02.05.1993)**. Ancak, bu ve benzeri portföy yatırımlarının ülkemiz özel sektörü için bir imkan olduğu anlaşılmış ve gelecekteki girişimler için umut vaadetmiştir.

Nitekim 1994 krizi sonrasında ülkemizdeki kurumsallaşmış büyük firmalar bu imkandan faydalanmak amacıyla firmalarını halka açarken sadece yurtiçi sermaye piyasalarını düşünmekten vazgeçmiş ve uluslararsı sermaye piyasalarına da girmeye başlamıştır.

Sabancı Holding bu açıdan öncü kuruluşlarımızdan birisidir. 1997 yılı Haziran ayında sermayesinin %10'nu halka açan kuruluşun hisse senetlerinin %90'nı yabancı yatırımcılarca alınmış ve bunun karşılığında

yaklaşık olarak 250 milyon dolarlık finansman sağlamıştır (**Hürriyet, 02.07.1997**). Konuyla ilgili olarak sunduğumuz Tablo 45'te yabancı yatırımcıların Türk Sermaye Piyasasında 1991-94 döneminde yaptıkları işlemler özetlenmektedir.

TABLO 45: YABANCI YATIRIMCILARIN TÜRK SERMAYE PİYASASINDAKİ İŞLEMLERİ (1991-94) (BİN DOLAR)

Yıllar	H.Senedi	Tahvil	Hazine Bonosu	Finan.Bon.	Toplam
1991 Alım	130.193	879	1.148	-	132.220
Satım	164.405	1.520	500	2.05	168.930
1992 Alım	171.486	53.066	4.503	-	229.055
Satım	30.954	45.706	961	-	77.621
1993 Alım	583.069	19.685	98.433	-	701.487
Satım	269.741	42.976	3.024	-	315.741
1994* Alım	261.024	328	-	36	261.388
Satım	96.773	5.031	-	36	101.840
Top. Alım	1.145.772	73.958	104.084	36	1.323.850
Satım	561.873	95.233	4.485	38.05	661.629

Kaynak:HDTM, Türk Mali Sisteminin Temel Göstergeleri, Bültenlerinden Derlenmiştir. (*) Ocak-Haziran Dönemi İtibariyle

Diğer bir finansman türü olarak DYSY'larına bir göz atacak olursak, bu kalemin 1989 ve sonrası dönem boyunca en hızlı artış gösteren kalemlerden olduğu görülmektedir. Gerek izin verilen miktar, gerekse fiili girişler açısından hızlı bir gelişme sözkonusudur. 1986 yılında çıkarılan Yabancı Sermaye Çerçeve Kanunu'nun ve 1989 yılında 32 sayılı kararın getirdiği liberalizasyonun etkileri DYSY'larının büyük bir atılım içine girebilmesinde önemli görevler üstlenmiştir.

Dönem boyunca DYSY'larının dünya çapında GOÜ'lere yönelik akışlarının hızla gelişmesi ile ülkemize yönelik yatırımlar arasında önemli bir korelasyon sözkonusudur. GOÜ'lere yönelik DYSY'ları 1980 öncesi yatırımlar seviyesine, hızlı düşüşlerden sonra ancak 1987 yılı ile birlikte tekrar erişebilmiş ve bu tarihle birlikte hızla artmaya başlamıştır.

DYSY'larının artışında bir önemli faktör de ülkemizin 1987 yılında Avrupa Topluluğu'na tüm üyelik için başvurması ve 1 Ocak 1996 tarihinden itibaren ülkemiz ile birlik arasında gümrük birliğinin gerçekleşmesidir. Dönem boyunca DYSY'larının gelişimi aşağıdaki gibidir.

TABLO 46: 1989-93 DÖNEMİNDE TÜRKİYE'YE YÖNELİK DYSY'LARININ GELİŞİMİ (MİLYON DOLAR)

Yıllar	İzin Ver. Yab.Ser.	Fiili Girişler Kapitalize Edi. Kârlar Dahil	Net	Çıkışlar	Net DYSY'ları Girişi
1989	1.512	855	739	76	663
1990	1.861	1.005	788	88	700
1991	1.967	1.041	910	127	783
1992	1.820	1.242	912	133	779
1993	2.125	1.016	797	175	622
1994	1.485	830	637	78	559
1995	2.938	1.250	935	163	772
1996	3.837		558	291*	267*
Toplam	17.545		6.276	1.131	5.145

KAYNAK: HM, Yabancı Sermaye Raporu (1990-92) ve MB, Ödemeler Dengesi İstatistiklerinden Derlenmiştir. * Ocak-Haziran Dönemi

Çalışmamızın ikinci bölümünde detaylı olarak incelendiği üzere, 1989 ve sonrası GOÜ'ler için dış finansman krizinden genel olarak çıkıldığı ve dış finansman kaynaklarının başta alternatif finansmanlar olmak üzere hızla artıp, çeşitlendiği yıllardır. 1989-1992 döneminde en çok gelişen kaynaklardan biri DYSY'larıdır. Bu dönemde ortalama %19.1'lik büyüme gösteren GOÜ'lere yönelik DYSY'larının toplam akışları 119,8 milyar dolar iken, aynı dönemde ülkemizdeki ortalama büyüme %26.1 toplam akış tutarı ise 3.34 milyar dolardır (Bkz. Tablo 6.7 ve 44). Anlaşılacağı üzere, ülkemize yönelik DYSY'larının toplam GOÜ'lere yönelik yatırımlar içindeki payı bu dönemde hızla artmış ve 1988'de %1.8'den 1992'de %2.8'e çıkmıştır. Dolayısıyla, bir borç doğurmayan dış finansman tekniği olarak DYSY'larında dönem boyunca gerçekleşmeler ciddi bir atılım dönemine işaret etmektedir.

TABLO 47:1993-96 DÖNEMİNDE GOÜ'LERE YÖNELİK NET DYSY'NIN GELİŞİMİ (MİLYAR DOLAR)

Ülkeler	1993	1994	1995	1996
Tüm GOÜ'ler	67.2	83.7	95.5	109.5
Sahra Altı Afrika	1.6	3.1	2.2	2.6
Doğu Asya ve Pasifik	38.1	44.1	51.8	61.1
Güney Asya	0.8	1.2	1.8	2.6
Avrupa ve Merkez Asya	8.4	8.1	17.2	15
L. Amerika ve Karayibler	14.1	24.2	22.9	25.9
Orta Doğu ve K. Afrika	4.2	3	-0.3	2.2
Gelir Grupları				
Düşük Gelirliler	32	39.1	41.6	49.5
Orta Gelirliler	35.2	44.6	53.9	60
Önemli Alıcı Ülkeler				
Çin	27.5	33.8	35.6	42.3
Meksika	4.4	11	7	6.4
Malezya	5	4.3	5.8	6.2
Brezilya	1.3	3.1	4.9	5.5
İndonezya	2	2.1	4.3	5.8
Tayland	1.8	1.4	2.1	2.9
Arjantin	3.5	0.6	1.3	2
Macaristan	2.4	1.1	4.5	1.7
Polonya	1.7	1.9	3.7	4.2
Şili	0.8	1.8	1.7	2.2
Çin Hariç Düşük Gelirliler	4.5	5.3	5.8	7.2

Kaynak: Global Dev. Fin. Vol.1 1997 s.29.

1989-92 dönemindeki olumlu gelişmelere karşın, 1993-96 döneminde bu gelişmelerin sürdürülemediği görülmektedir. Bu dönemde GOÜ'lere yönelik DYSY'ları yıllık ortalama %18'lik bir artış göstermesine, 1996 itibariyle 109.5 milyar dolara çıkmasına ve dört yıllık bir dönemde toplam 355.9 milyar dolarlık bir akışa ulaşmasına rağmen, ülkemiz bu olumlu gelişmelerden uzak kalmıştır **(Global Dev. Fin. 1997, s.29).** Nitekim,

gümrük birligi ile oluşan olumlu bir konjonktüre rağmen gelişmeler 1994 krizi ile birlikte gerilemeye dönüşmüş, devam eden yıllarda da önceki yıllardan farksız bir seyir sergilenmiştir.

Sonuçta, ülkemize yönelik DYSY'larının toplam GOÜ'lere yönelik yatırımlar içindeki payı hızla azalmış ve 1992'deki %2.8'lik değerine karşın 1996 itibariyle yaklaşık olarak %1'e kadar gerilemiştir. Dolayısıyla 1993-96 döneminde DYSY'ları açısından ülkemizde dönem boyunca yaşananlar yeterli bir seviyede olmaktan çok uzak kalmışlardır. 1993-96 dönemine ilişkin olarak GOÜ'lere yönelik DYSY'larının gelişimi yukarıda sundugumuz Tablo 47'den izlenilebilir.

2.4.3.3.İŞÇİ GELİRLERİ VE YDMH GELİRLERİ

1989 ve sonrası döneminde dış finansmanlar içinde en fazla dikkatten kaçan gelişmelerin sahne olduğu kalemler YDMH gelirleri ve işçi döviz gelirleridir. İşçi gelirleri, tarihinde ilk kez yıllık üç milyar dolar sınırını bu dönemde aşmıştır. Tüm engellemelere rağmen yurtdışında çalışan işçi sayısındaki artışlar ve işçilerimizin gelir seviyelerindeki yükselmeler işçi döviz gelirlerimiz artışında etkili olan temel faktörlerdir.

Bunların yanısıra, çoğunlukla dolar dışı dövizlerden oluşan döviz kompozisyonunun, dolara karşı bu dönem boyunca yaklaşık %20 oranında değer kazanması işçi döviz gelirlerinin hesap kalemlerindeki artışta önemli bir yer tutmuştur. Nitekim Dolar-Mark paritesi 1985 yılında ortalama 2.46 iken 1989'da 1.69, 1990'da 1.59, 1991'de 1.51, 1992'de 1.61, 1993'te 1.73, 1994'te 1.55, 1995'te 1.43, 1996'da ise 1.55 seviyesine kadar gelmiştir. Çapraz kur etkileri bir yana, 1989 sonrası dönemin büyük bir çoğunlugunda geçerli olan aşırı değerlendirilmiş kur politikasına rağmen işçi dövizlerindeki artış çok önemli boyutlardadır.

TABLO 48: YDMH GELİRLERİ VE İŞÇİ GELİRLERİNİN GELİŞİMİ (MİLYON DOLAR) (1989-1996)

Yıllar	1989	1990	1991	1992
YDMH	582	741	721	987
İşçi Gelirleri	3.040	3.246	2.819	3.008
Bedelsiz İtha.	108	128	60	139
TOPLAM	3.730	4.115	3.600	4.134

Yıllar	1993	1994	1995	1996
YDMH	1.142	1.263	1.863	
İşçi Gelirleri	2.919	2.627	3.327	3.590
Bedelsiz İtha.	116	82	98	
TOPLAM	4.177	3.972	5.288	

KAYNAK: MB, Ödemeler Dengesi İstatistiklerinden derlenmiştir.

Tablo 48'den görüleceği üzere dönemin en önemli gelişmelerinden birini de yıllık ortalama %23.3'lük büyüme oranıyla YDMH sektörü gelirleri oluşturmaktadır. Özellikle 1980'lerin ikinci yarısından itibaren, hızla gelişmeye başlayan YDMH sektörü gösterdiği yüksek performans ve artan rekabet gücü ile sahip olduğu pazar hacmini hızla çoğaltmaktadır. Son yıllarda bu pazarlar, Ortadoğu ülkeleri ve Libya ile sınırlı kalmaktan çıkmış, Almanya'dan Malezya'ya kadar uzanan bir coğrafyada büyük projelerle karekterize olmaya başlamıştır.

Özellikle Doğu blokunda yaşanan gelişmeler ülkemize yeni ve büyük pazar kapılarını açmaktadır. YDMH sektörünün başarıları ve artan rekabet gücü karşısında ülkemiz firmaları artık, büyük konsorsiyumlarda sıkça görülmeye başlamıştır. Yeni Türk Cumhuriyetleri'nin ülkemizle olan ilişkilerinin hızla gelişmesi, pazara girmeyi amaçlayan diğer ülke firmalarını, ülkemiz firmaları ile işbirliğine zorlamaktadır. Benzer gelişmeler Rusya Fedarasyonu ihalelerinde de yaşanmaktadır.

Ülkemizin yeni Türk Cumhuriyetleri ile ilişkileri tarihsel birliktelik nedeni ile büyük bir potansiyel arzetmektedir. Nitekim ülkemizin yeni Türk Cumhuriyetleri'nde elde ettiği ihalelerde bu faktör etkili olmaktadır. Diğer yandan Ortadoğu'daki yeni gelişmeler ve Ortadoğu'nun yeniden inşaasına ilişkin devasa projeler ülkemizin Ortadoğu ülkeleri ile bağlantıları dikkate alındığında büyük bir potansiyel arzetmektedir. Dolayısıyla YDMH sektörü gelirleri ülkemizin dış finansman kaynakları içindeki yerini hızla genişletebilecek potansiyel bir imkan olmaktadır.

2.4.3.4.DIŞ KAYNAK TALEBİNDE ARTMA NEDENLERİ

1)YAPISAL ZORLUKLAR:

1989 ve sonrası dönem Türkiye ekonomisinin orta ve uzun vadeli dış kredi biçiminde finansman kullanımı açısından yoğun bir dönem olmuştur. Büyük çoğunlukla kamu kesimince alınan orta ve uzun vadeli dış krediler, gerek geçmişte başlatılıp halen sürdürülen yatırımlar, gerekse yeni altyapı yatırımlarına bağlı olarak artma eğilimindedir.

Doğrudan doğruya döviz kazandırma potansiyeli sınırlı, projelerin tamamlanması ve gelir getirme süresi uzun olan bu yatırımların finansman gereksinimini arttırıcı etkileri bu durumu zorunlu kılmaktadır. Üstelik, iç talebin uyarılmasına yönelik kararların marjinal tüketim eğilimini arttırıcı etkileri, 1980'li yılların sonlarına kadar artış gösteren toplam tasarruf oranlarının düşmesine neden olmaktadır.

TABLO 49:YURTİÇİ TASARRUFLARIN VE YATIRIMLARIN GSMH İÇİNDEKİ PAYI (%) OLARAK

YILLAR	YURTİÇİ TASARRUF/GSMH	YATIRIMLAR/GSMH	GSMH BÜYÜME HIZI
1980	16	19,6	-2,8
1981	18.3	18,7	4,8
1982	17.1	18	3,1
1983	16.5	18,9	4,2
1984	16,5	17,9	7,1
1985	18,9	20	4,3
1986	21,9	23,1	6,8
1987	23,9	24,6	9,8
1988	27,2	26,1	1,5
1989	22,1	22,5	1,6
1990	22	22,6	9,4
1991	21,3	23,7	0,3
1992	21,6	23,4	6,4
1993	22,7	26,3	8,1
1994	23	24,4	-6,1
1995	21,5	23,4	8
1996(TAHMİN)	19,6	24	7,9
1997(PROGRAM)	20,8	24,8	-
ORTALAMA	20,6	22,3	4,4

KAYNAK:DPT Ekonomik ve Sosyal Göstergeler 1950-97 Ankara 1997, s.41.

Tablo 49'dan görüleceği üzere Toplam Tasarruf/GSMH oranları düşerken, Toplam Yatırım/GSMH oranlarında, tam tersi bir gelişme yaşanmaktadır. 1989-96 döneminde Türk ekonomisinin ortalama büyüme hızının %4.45 olduğu düşünülürse ve global S/H katsayısının Tablo 50'deki 1990-94dönemi ortalaması ile eşdeğer olduğu (7.5) varsayılırsa, ekonominin toplam tasarruf ihtiyacı basit Harrod-Domar mantığıyla %33.4'lük bir seviyede olmak zorundadır.

TABLO 50:PLAN DÖNEMLERİ İTİBARİYLE MARJİNAL SERMAYE HASILA KATSAYILARI

SEKTÖRLER	1963-67	1968-72	1973-77	1979-83	1985-89	1990-94
İMALAT	3,8	5,9	6,7	13,2	3,3	6,2
ENERJİ	8,6	10,5	12,1	11,7	12,3	7,2
ULAŞTIRMA	3,7	4,4	3,6	8,4	11,6	8,1
TOPLAM	2,7	3,5	5,2	11,6	5,1	7,5

KAYNAK:DPT Ekonomik ve Sosyal Göstergeler 1950-97 Ankara 1997, s.40.

Halbuki, gerçekleşen oranlar giderek bu orandan uzaklaşmaktadır. Üstelik, S/H katsayısının daha da yükselmesi sözkonusudur. Öte yandan, daha yüksek büyüme hedeflerinin ve son yıllarda sık sık gündeme gelen Mega projelerin bu ihtiyacı arttırması sözkonusudur. Dolayısıyla bu şartlar altında dış kaynak talebinin artması kaçınılmazdır.

2)KUR POLİTİKASI

Dış ticaret-kur politikası ilişkileri ve bunun dış kredi talebini etkilemesi açısından 1989 ve sonrası dönem çok önemli gelişmeleri karşımıza çıkarmaktadır. Daha önce belirtildiği üzere, 1989-96 dönemine hakim olan kur politikası 1994 kriz yılı hariç, genel olarak aşırı değerlenmiş kur politikasıdır; ve bu politikanın dış ticaret üzerindeki fiyat etkisi çok yüksek olmuştur. Bunun belli başlı nedenleri şunlardır **(Çarıkçı, 1991)**:

-Aşırı değerlenme, döviz arzını arttırıcı faaliyetlere yönelik olarak değerlenme oranı kadar negatif subvansiyon sağlar.

-Aşırı değerlenme, döviz talebini arttırıcı faaliyetlere yönelik olarak değerlenme oranı kadar pozitif subvansiyon sağlar.

-Aşırı değerlenme, içe dönük üretim yapanlara dış rekabete karşı değerlenme oranı kadar negatif subvansiyon sağlar.

-Aşırı değerlenme, orta ve uzun vadede döviz gelirlerini arttırıcı üretim ve yatırım faaliyetlerini azaltıcıdır.

Belirtilen bu etkiler, birarada ve yoğun olarak ekonomiyi dönem boyunca tesir altında tutmaktadır. 1988 yılına kadar istikrarlı bir seyir gösteren ithalat, koruma oranlarındaki azalmaların izlenen kur politikasının ilave subvansiyonu ile birleşmesiyle hızla artmakta; ihracat ise gerek azalan finansal teşvikler ve iç talebe yönelik faaliyetlerin artan cazibesi, gerekse kur politikasının ilave negatif subvansiyonlarının etkisiyle çok sınırlı artışlar gösterebilmektedir.

Üstelik dolar dışı ihracat gelirlerinin döviz kompozisyonunun dolara karşı son yıllar hariç dönem boyunca yaklaşık %20 oranında değer kazanması, ihracatın dolar bazında hesaplandığında ortaya çıkan küçük oranlı artışların da gerçeği yansıtmadığını göstermektedir.

Bu gelişmeler neticesinde dış ticaret bilançomuz kalemleri arasındaki farklar hızla artmaktadır. Bu fark 1988'de -1.7, 1989'da -4.2, 1990'da -9.5, 1991'de -7.3, 1992'de -8.2, 1993'te -14.1, 1994'te 5.2, 1995'te 14.1 ve 1996'da 19.4 milyar dolardır. Zaten yapılan çeşitli çalışmalar dış ticaretimizin fiyat esnekliğinin (kur etkisi) öncelikle ithalat olmak üzere oldukça yüksek olduğuna işaret etmektedir. Örneğin **Gülen Elmas (1993)** tarafından yapılan bir çalışma uzun yıllardan beri Türkiye'nin ithalatının fiyat esnekliğinin son derece yüksek olduğuna işaret etmektedir.

Dolayısıyla, iç talebin arttırılmasına paralel olarak dönem boyunca ithalatın liberasyonunun hızla arttırılması ve aşırı değerli kur politikası izlenmesi dış kaynak talebini önemli ölçüde arttıran faktörler olmaktadır. Nitekim gerçekleşmeler de bu yönde, yani özel sektörün genişleyen iç talep karşısında gerek kapasite arttırımı, gerekse ticaret finansmanı için kısa vadeli kredilerin yanısıra yoğun olarak orta ve uzun vadeli dış kredi talebini arttırmaları ile sonuçlanmaktadır.

3)FİNANSAL LİBERALİZASYON, KAMU KESİMİ FİNANSMAN AÇIKLARI VE ORTA VE UZUN VADELİ KREDİLER

Sermaye hareketlerinde görülen serbestleşmenin bu sürece önemli ölçüde katkı yaptığı açıktır. Özellikle özel sektörün işletme kredileri kullanımında vade sınırlamasının kaldırılması bu sonucun ortaya çıkmasında etkili olmuştur. 20.06.1991 tarihi itibariyle işletme kredilerinde bir yıl olan vade sınırlamasının kaldırılması ve iki yıldan uzun vadeli kredilerin Kaynak Kullanımı Destekleme Fonu'na ödenmesi gereken %6 kesintiden muaf tutulması sonucu işletme kredisi kullanımlarında 1991 yılının ikinci yarısından itibaren hızla artışlar görülmüştür.

Nitekim 1992 yılı içerisinde özel sektörce sağlanan orta ve uzun vadeli kredilerin %69'unu 1.041 milyar dolar'la işletme kredileri oluşturmaktadır **(HDTM, 1992, s.7)**.

Kamu kesimi finansman açığının aşırı artışları da bu süreci hızlandırıcı bir etki oluşturmaktadır. Sözkonusu finansman açığının GSMH'a oranları yıllar itibari ile şöyledir; 1988'de %4.8, 1989'da %5.3, 1990'da %7.4, 1991'de %10.2, 1992'de %10.6, 1993'te %12, 1994'te %7.9, 1995'te %5.4 ve 1996'da %9.6.

Ayrıca detaylı olarak açıklandığı üzere uluslararası tahvil ihraçları artan kredibiliteye paralel olarak yoğun şekilde kullanılmaktadır. Üstelik son yıllarda, uluslararası sermaye piyasalarından temin edilen orta ve uzun vadeli kredilerin dahi cari harcamalarda kullanılması zorunluluğu doğmuştur.

Hazinenin, tahvil ihraçları ile sağladığı orta ve uzun vadeli dış kredilerin kısmen ya da tamamen MB'na mevduat olarak yatırılarak, karşılığında TL alması şeklinde işleyen bu sistem kamu kesimi finansman açığının kapatılmasında kullanılmaktadır. Alınan dış kaynakların zaman zaman bu şekilde kullanılabilmesi orta ve uzun vadeli dış krediler kullanılmasında önemli bir sorun kaynağıdır.

TABLO 51:ORTA VE UZUN VADELİ KREDİLERİN FİNANSMAN KAYNAKLARINA GÖRE DAĞILIMI (MİLYON DOLAR VE % OLARAK) (1991-96)

	1991	%	1992	%	1993	%	1994	%	1995	%	1996*	%
Toplam	6,714	100	8,148	100	11,434	100	6,459	100	8,434	100	12,538	100
Çok Taraflı Kur.	1,654	25	1,255	15	763	7	1,098	17	252	3	1,012	8
UİKB	900		619		274		250		0		255	
UFK	143		154		232		34		40		311	
AKSKF	545		444		258		50		152		136	
UPF	0		0		0		743		0		0	
İKB	49		38		0		20		2		5	
UTKF	16		0		0		0		0		0	
AYB	0		0		0		0		58		305	
İkili Anlaşmalar	4,044	60	3,138	39	6,754	59	4,445	69	5,429	64	7,936	63
EİKT	3,670		2,846		6,146		4.076		4,840		5,972	
PİÜB	5		33		124		33		57		42	
Doğu Avrupa	96		30		0		0		0		85	
Diğer Ülkeler	275		229		484		336		532		1,838	
U.Para Piy.	350	5	671	8	0	0	164	2	423	5	777	6
Tahvil İhracı	665	10	3083	38	3,916	34	752	12	2,331	28	2,813	22

KAYNAK: HDTM Dış Borçlar Bülteni Aralık 1996'dan Derlenmiştir. (*) Geçici.

Dolayısıyla 1989 ve sonrası dönem, gerek kamu gerekse özel sektörce yoğun olarak orta ve uzun vadeli kredi kullanılmak zorunda kalınan ve ayrıca kullanım açısından problemlerin arttığı bir dönem olmuştur. Tablo 51, bununla ilgili verileri özetlemektedir.

4)FİNANSAL LİBERALİZASYON VE KISA VADELİ KREDİLER

Dış finansman kaynakları içerisinde kısa vadeli krediler, GOÜ'ler açısından hemen her zaman en riskli ve genellikle en az istenilen finansman türüdür. Çoğunlukla ticaret finansmanı, likidite darboğazının giderilmesi ve spekülasyon gibi amaçlarla kullanılan kısa vadeli krediler 1989 sonrası dönemde en fazla artış gösteren finansman kalemidir.

Ülkemizde kısa vadeli krediler büyük çoğunluk olarak orta ve uzun vadeli kredilerin aksine özel sektör tarafından kullanılmaktadır. Kamu kesiminde en yüksek kullanıcı ise MB'dır. Kısa vadeli krediler 1980'li yıllarda özellikle kambiyo rejiminin değiştirilmesinin ardından mevduatlar başta olmak üzere artmakla birlikte, 1990'lı yıllardaki gelişme hem krediler şeklinde yoğunlaşmakta hem de hızlı artışlar göstermektedir.

Sermaye hareketlerine yönelik serbestiyi sağlayan 32 sayılı karar ve devamı kararlar kısa vadeli finansmanların ve bu çerçevede sıcak para olarak adlandırılan kısa vadeli sermaye hareketlerinin işlerliğini sağlayacak yasal düzenlemeleri oluşturmaktadır.

Bu düzenlemeler ülkemiz ekonomisindeki finansal enstrümanlar ile yabancı sermayenin vatanındaki finansal enstrümanlar arasında getiri farklılaşmasına yol açıldığında ülkeye sermaye girişlerine veya sermaye kaçışlarına rahatça neden olabilecek bir yasal taban oluşturmaktadır.

Sermaye hareketlerine yönelik serbestinin genişliği, neden olacağı sermaye hareketleri ile ekonomi üzerinde çeşitli etkiler yapmaktadır. **Bunlardan birisi ve belki de en önemlisi, döviz kurunun aşırı değerlenmesine neden olabilmesidir. Finansal enstrümanlar arası getiri farklılığının herhangi bir sebeble farklılık arzettiği durumlarda başlayan sıcak para hareketleri, başlangıçta herhangi bir finansal enstrümana dayalı olarak başlattığı girişini, bir süre sonra neden olduğu kurların aşırı değerlenmesi olgusuna dayandırmakta ve bundan faydalanarak önemli getiri oranları elde edebilmektedir. Dünya Bankası'nın 9-10 Eylül 1993 tarihleri arasında Washington'da tertip ettiği "GOÜ'lere Yönelik Portföy Yatırımları", konferansının ortaya koyduğu temel gerçeklerden birisi de budur.**

GOÜ'lere yönelik portföy yatırımları, GOÜ'lerde hızla artan sermaye girişleri nedeni ile döviz kurlarının arz ve talebe göre belirlenmesinin ilke olarak kabul edildiği ülkelerde bir yandan para arzının içsel kontrolünü hızla bozmakta, diğer yandan enflasyonun hızlanmasına paralel olarak kurların aşırı değerlenmesine neden olmaktadır. Bu gelişmeler de hem dış ticareti hem de sermaye hareketlerini hızla etkilemektedir **(Corbo ve Hernandez, 1993, s.353).**

Türkiye ekonomisi bu olğuyu yoğun olarak 1988'den itibaren yaşamaktadır. Döviz kurlarının genel olarak arz ve talep şartlarına bırakıldığı ancak şiddetli hareketler ve spekülatif girişimlere karşı belirsiz müdahalelerle korunduğu ülkemizde Merkez Bankası kurların aşırı değerlenmesine gerektiği şekilde müdahale etmemiş ve arz-talep dengesinin kendiliğinden kurulacağını kabul etmiştir. Bu görüşler zaman zaman bizzat Merkez Bankası başkanları tarafından ifade edilmiştir. Örneğin, eski başkanlardan Rüşdü Saraçoğlu bir beyanatında şöyle demektedir; "Sermaye hareketlerinde hiçbir kontrolümüz yoktur. Merkez Bankasının kur politikası da yoktur. Kur'u temel göstergeler tayin eder, bunlar da arz ve taleptir" **(Çarıkçı, 1991, s.95).**

Bu ve benzeri görüşler, döviz arzının kısa vadeli sermaye hareketleri sayesinde hızla genişlemesine, döviz talebinin ise arza göre sınırlı bir gelişme göstermesi nedeni ile kurların aşırı değerlenmiş halde kalmasına neden olmaktadır. Ülkemizde yaşanan süreç önemli ölçüde bu noktada düğümlenmektedir.

Belirtilen nedenlerle ülkemiz 1989-93 döneminde yoğun olarak kısa vadeli kredilerle finanse edilmeye başlamış ve ilerleyen yıllarla birlikte sürecin hızla devamına neden olunmuştur. Bu konudaki gelişmeler, dış borç stoku içinde, kısa vadeli borçlar kalemindeki rakamlardan da izlenebilir.

TABLO 52: 1989-96 DÖNEMİNDE DIŞ BORÇ STOKUNDA GÖRÜLEN GELİŞMELER (MİLYON DOLAR)

	1989	%	1990	%	1991	%	1992	%	1993	%
Toplam	41.751	100	49.035	100	50.489	100	55.592	100	67.356	100
+Orta-Uzun	36.006	86.2	39.535	80.6	41.372	81.9	42.932	77.2	48.823	72.5
-Kamu	34.400	82.3	37.737	76.9	39.120	77.4	39.748	71.5	42.855	63.6
-Özel	1.606	3.8	1.798	3.6	2.252	4.4	3.184	5.7	5.968	8.8
+Kısa	5.745	13.8	9.500	19.4	9.117	18.1	12.660	22.7	18.533	27.5

	1994	%	1995	%	1996	%
Toplam	65.601	100	73.278	100	79.767	100
+Orta-Uzun	54.291	82.8	57.571	78.6	59.231	74.3
-Kamu	48.197	73.4	49.958	68.2	48.815	61.2
-Özel	6.144	9.4	7.619	10.4	10.416	13.1
+Kısa	11.310	17.3	15.701	21.5	20.536	25.8

KAYNAK: HM Yayınlarından derlenmiştir.

Yukarıdaki tablodan görüleceği üzere kısa vadeli borçlar dönem boyunca çok hızlı bir şekilde artış göstererek toplam borç stoku içindeki yerini ciddi boyutlarda arttırmıştır. 1994 krizi döneminde kısa vadeli borçların toplam stoklar içindeki yeri önemli ölçüde azalmasına karşın ilerleyen yıllarla birlikte hızla artmaya devam etmiş ve1996 yılı itibariyle toplam dış borç stokunun %25.8'ne ulaşmıştır. 1989 sonrası dönemin bir diğer önemli özelliği de orta ve uzun vadeli dış borç stoku içinde kamu kesiminin payının yıldan yıla azalma göstermesi, özel sektörün ise yıldan yıla artış göstermesidir.

Bir yandan kamu kesimi borçlanma gereginin hızlı artışları nedeniyle iç piyasa faiz hadlerinin yüksek seviyelere çıkması, diğer yandan kurların aşırı değerliliğinin devam etmesi dış kredi kullanımındaki artışların temel sebebidir. İç piyasadaki fon maliyetlerinin hızla tırmanması, kur artışlarının sınırlı kaldığı bir durumda dış kredi kullanımını hızla cazip hale getirmektedir. Bu durumu açıklamak için basit bir tablodan yararlanmak mümkündür.

TABLO 53:İÇ VE DIŞ PİYASALARDAN KAYNAK KULLANIMININ MALİYETİ

T.LİRASI KREDİ		DOLAR KREDİSİ	
Baz Faiz	%85	LİBOR	%5.68
BSMV %5	%4.2	Spread	%2
KKDF	%5.1	KKDF	%6
Toplam	%94.3	Dolar Olarak	
Birleşik Faizle		Maliyet	%13.6
Nihai Maliyet	%133.1	Dolarda Yıllık	
		Artış	%60
		Lira Olarak	
		Yıllık Maliyet	%81.7

KAYNAK: Ekonomist Dergisi, 15 Ağustos 1993.

Tablo 53, 1993 yılı için bir örnek olarak gösterilmektedir. Ancak gelişmeler 1989-93 döneminin tamamında benzerlik arzetmektedir. Nitekim, **Arslan Sonat (1994) ve Hikmet Uluğbay'ın (1994)** ayrı ayrı yaptığı hesaplamalar 1989-93 dönemi boyunca aynı avantajın özellikle son yıllarda artmak üzere sürekli yaşandığına işaret etmektedir. 1994 krizi döneminde tersine dönen bu tablo ileriki yıllarda yine benzer bir egilim göstermiştir. Örnegin 1996 yılında döviz kredisi kullanan sanayicilere bu kredinin yıllık maliyeti %85-95 aralığında iken, aynı yıl Türk Lirası ile yurtiçi bankalardan borçlanan sanayicilere bu kredinin maliyeti %120-160 aralığında gerçekleşmiştir **(Kardüz, Sabah, 21.5.1997).**

Bu süreç, sadece ihtiyaç duyulan fonların ekonomiye kanalize edilmesi ile sınırlı kalmamakta, son yıllarda daha yoğun olmak üzere ekonomiye büyük miktarlarda spekülatif amaçlı sıcak para olarak bilinen kısa vadeli sermaye hareketlerinin girmesine de neden olmaktadır. Ekonominin kısa vadeli fonlarla ilave finansmanı olarak niteleyebileceğimiz bu olğu Türkiye ekonomisinin görülmedik boyutlarda aldığı fonlara reel faizler ödemesine yol açmaktadır.

Mekanizmanın işleyişi kısaca şöyledir: yabancı yatırımcılar ya da özel sektör tarafından sağlanan kısa vadeli döviz kredileri TL'ye çevrilerek yüksek faizlerle kamu iç borçlanma senetlerine ya da ticari bankalara mevduat olarak yatırılmakta, dönem sonunda bu fonlar tekrar dövize çevrilerek alınan döviz kredileri kapatılmaktadır. Böylece sonuçta ekonomiye önemli boyutlarda reel faiz yüküne neden olunmaktadır. Bu olgu özellikle 1992 ve 1993 yıllarında hızla tırmanmış, kamuya ait kurum ve kuruluşların yanısıra, özellikle özel sektör, yoğun olarak döviz kredisi kullanma yoluna gitmiştir. 1994 yılında tersine dönen bu tablo 1995 ve 1996 yıllarında tekrar ön plana çıkmıştır. Ticari bankalar en çok dış kredi teminine yönelen sektölerden birisidir. Kısa vadeli dış borçların kullanıcılara göre dağılımını aşağıdaki tablo'dan izlemek mümkündür.

TABLO 54: 1989-96 DÖNEMİNDE KISA VADELİ DIŞ BORÇLARDA GÖRÜLEN GELİŞMELER (MİLYAR DOLAR VE % OLARAK)

	1989			1990			1991			1992			1993		
	Stok **	Dağılım	YAO ***	Stok **	Dağılım	YAO ***	Stok **	Dağılım	YAO ***	Stok **	Dağılım	YAO ***	Stok **	Dağılım	YAO ***
Merkez Ban.	0.7	13.9	-56.3	0.8	9.0	7.0	0.5	6.1	-34.8	0.5	4.5	2.7	0.6	3.6	16.6
-Dresdner	0.7	12.7	- 1.8	0.6	7.0	-5.1	0.5	6.0	-20.4	0.5	4.4	2.9	0.5	3.1	0
Ticari Ban.	3.1	54.2	12.7	5.3	56.5	72.3	5.2	57.2	- 2.9	7.1	56.5	37.2	11.1	60.0	55.5
Diğer Sek.	1.8	31.8	0.4	3.2	34.4	78.9	3.3	36.6	2.2	4.9	39.9	47.4	6.7	36.3	36.7
Toplam	5.7	100	-10.4	9.5	100	65.3	9.1	100	- 4.1	12.6	100	38.8	18.5	100	46.4

	1994			1995			1996		
	Stok **	Dağılım	YAO ***	Stok **	Dağılım	YAO ***	Stok **	Dağılım	YAO ***
Merkez Ban.	0.8	7	24.1	1	6	20.0	1	5	-1
Ticari Ban.	4.7	42	-58	6.7	43	42	8.5	42	28
Diğer Sek.	5.8	51	-14	8.1	52	39	11	54	37
Toplam	11.3	100	-39	15.7	100	39	20.5	100	31

KAYNAK: HM Yayınlarından derlenmiştir.
(**) Milyar Dolar, (***) Yıllık artış oranı

Tablodan görüleceği üzere, ticari bankalar toplam kısa vadeli kredi kullanımında en önemli sektörlerden birisidir. Ticari bankaların topladıkları fonları önemli ölçüde devlet iç borçlanma senetlerine plase ettikleri düşünülürse, ticari bankalar için açık pozisyona geçmek var olan şartlar altında önemli kâr potansiyelini oluşturmaktadır. Açık pozisyona geçmek bankaların "kur riski oranı" uygulamasından da uzaklaşmasına imkan tanımaktadır. Böylece, topladıkları yerli ve yabancı döviz fonlarıyla açık pozisyona geçilmekte ve bu sayede

kur riskine katlanmak şartıyla yeni kârlı yatırım imkânları sağlanmaktadır. Zaten ticari bankalar dönem boyunca dış kredi arayışı içerisindedirler ve genellikle sendikasyon kredisi olan bu fonların %90'ı kısa vadelidir.

Böylece bankalar, adeta ülke içinden gelen kredi taleplerine mevduat kaynaklarından değil, yurtdışıdan buldukları dövize dayalı kredilerle cevap vermektedir (**Erk ve diğ., 1993, s.38**). 1989-93 döneminde ticari bankaların yanısıra, başta imalat sanayi olmak üzere diğer sektörlerde kısa vadeli finansman teminine yönelmişlerdir. Öyleki bu gelişme neticesinde 1996 yılına gelindiginde başta özel kurumsal firmalar olmak üzere kısa vadeli dış borç stokunun en önemli kesimi bu sektöre ait olmuştur. Bunun temel nedeni yurtdışı piyasalardan temin edilen fonların maliyetinin yurtiçi fonlara nazaran daha elverişli olmasıdır.

2.4.3.5.DIŞ BORÇ STOKUNU ARTTIRAN DİĞER FAKTÖRLER VE TÜRKİYE İLE DİĞER GOÜ'LERİN 1989 VE SONRASI DÖNEMİNİN BİR DEĞERLENDİRMESİ

1989 ve sonrası dönem ülkemizin dış finansmanlarla olan ilişkilerinin cumhuriyet tarihince en hızlı geliştiği yıllardır. Uygulanabilir dış finansman tekniklerinin çoğunluğundan faydalanılmaktadır. Ancak bu gelişmeler, olumlu özellikler arzettiği kadar olumsuz özellikler de arzeden bir süreçtir ve bu gelişmeler ekonominin dış finansman ihtiyacının azalmaktan ziyade süratle arttığı bir dönemdir.

Dönemin olumlu göstergeleri olarak; DYSY'ları, işçi gelirleri, YDMH gelirleri, yabancı sermaye portföy özsermaye yatırımlarındaki gelişmelerle, orta ve uzun vadeli kredi temininde bir alternatif finansman tekniği olarak tahvil ihraçları yolu ile UFP'da gösterilen güçlü performans gösterilebilir. Bu kalemler aynı zamanda dönem boyunca kullanılan en önemli tekniklerdir ve gelişmeleri çok önemli boyutlardadır.

Ülkemize yönelik DYSY'larının GOÜ'lere olan toplam akışlar içindeki yerinin %1.8'den %2.8'e çıkması (1989-93 döneminde yaşanan bu gelişme 1994-96 döneminde tekrarlanamamış ve %1'e kadar gerilemiştir), YDMH gelirlerinin en az DYSY'ları kadar önemli bir teknik olarak ön plana çıkışı ve üstelik ileriki yıllarda konjonktürün sağladığı imkanlarla büyük potansiyel arzetmesi, portföy özsermaye yatırımlarına yönelik tabanın güçlü bir şekilde oluşması ve yine ilerleyen yıllarla birlikte güçlü bir dış finansman tekniği olma potansiyelini arzetmesi, ayrıca işçi gelirlerinin ilk kez üç milyar doları aşması önemlidir. Üstelik bu teknikler genellikle özel sektöre yönelik olması dolayısı ile dikkate değerdir.

Dönem boyunca geleneksel dış finansman tekniklerinin toplam dış finansmanlar içindeki payının azalması buna karşılık alternatif finansmanların ön plana çıkmaları sözkonusudur. Bununla birlikte borçluluk akımı doğuran dış finansmanlar, borçluluk akımı doğurmayan dış finansmanlardan ayrıldığında, ilk grup finansmanların hızlı ve tehlikeli bir artış göstermesi sözkonusudur.

Dönem boyunca iç talebin canlandırılmasısına yönelik uygulamaların marjinal tüketim eğilimi arttırıcı, buna karşılık marjinal tasarruf eğilimini azaltıcı etkileri, neden olduğu ilave dış finansman talebi nedeni ile dış borçlanmanın yoğun olarak devam etmesini zorunlu hale getirmektedir. Üstelik kamu açıklarının kontrol edilebilir bir seviyeden uzaklaşarak GSMH'nin %17'lerine kadar çıkması kabul edilebilir bir seviyenin üzerine çıkarak sürecin hızlanmasına neden olmaktadır. Nitekim toplam borç stoku 1989-93 döneminde 20.548 milyon dolarlık dış borç anapara ödemesi yapılmasına rağmen 26.634 milyon dolarlık artışla 41.751 milyon dolardan 67.356 milyon dolara yükselme göstermiştir. 1996 yılına gelindiginde ise bu rakam 79.767 milyar dolara işaret etmektedir.

Ancak bu noktada bir konuya açıklık getirmekte fayda vardır. Dış borç miktarındaki bu çok önemli artışların tamamı reel artışlardan kaynaklanmamaktadır. Ve bu durum sadece 1989 ve sonrası dönemine değil önceki dönemlere de özgüdür.

Türkiye'nin dış borçlarının artışında 1980 sonrası reel kullanımlar harici artışlara yol açan çeşitli faktörler kısaca şunlardır;

-Garantisiz ticari borçlarla ilgili ayarlama: Daha önce değinildiği üzere, dış ödemeler dengesi krizi nedeniyle ödenmeyen bazı garantisiz dış borçların borç-özsermaye değişim programı ile ödenmesidir. Bu yöntemle bir miktar borç iç borca dönüştürülmüş ve stok azaltıcı etkiler arzetmiştir.

-Dış borç stokunda 1984 yılında yapılan ayarlamalar: Hazinenin bilgisayar sistemine geçmeden önceki borçların karşılıklı kayıtlarındaki farklar nedeniyle yapılan çalışmalar sonrasında 1.325 milyon dolarlık ilave borcun stoklara dahil edilmesi gerekmiştir.

-Dünya Bankası Pool Farkları: Dünya Bankası'nın kredi verirken çeşitli dövizlerden oluşan fon havuzundaki kaynakları dolara çevirip vermekle birlikte, dönüşte ödemenin yapılmasına esas dövizleri talep etmesi nedeni ile oluşan ve çapraz kur değişmelerinden kaynaklanan kur farklarıdır.

Dünya Bankası'nın çapraz kur riskinden kendisini koruyup bu riski borçlulara aktarması şeklinde açıklayabileceğimiz olgu, ülkemizin Dünya Bankası'ndan önemli miktarlarda kredi kullanması nedeni ile bazı yıllar borç stokunda artmaya bazı yıllarda azalmaya neden olmaktadır. Dünya Bankası pool farklarının 1980-92 dönemindeki dış borç stokuna net katkısı 953 milyon dolarlık bir artıştır **(Şenel, 1994, s.26).**

-Diğer Kur Farkları: Bilindiği üzere dış borçlarımız çeşitli kaynaklardan çeşitli tekniklerle ve çeşitli para birimleri cinsinden temin edilmektedir. Ancak borç stokunun dolar olarak tutulması nedeni ile stok tespitine gidildiğinde borçlar dolara çevrilerek toplanmaktadır. İşte borçlarımızın dolar itibariyle izlenmesi nedeni ile, dolar diğer para birimleri karşısında çapraz kurlarda değer kazandığında borç stokuna azalma yönünde, değer kaybettiğinde ise borç stokuna artma yönünde etki yapmaktadır.

Bu sebeple borç stokumuzun döviz gelirleri ve rezervler ile uyumlu olmasında önemli faydalar sözkonusudur. Ayrıca bu durum her zaman mümkün olamayacağına göre dış borç stokunu olası risklerden koruyacak çeşitli "Hedging" tekniklerinin uygulanabildiği etkili bir pasif yönetimi gereklidir. Ancak, HM yetkilileri ile yaptığımız çeşitli görüşmelerde borç yönetimi açısından bu alanda önemli eksiklikler olduğu görülmüştür. İlgili teknikler yönünden yetişmiş personelin varlığına karşın "yetki devrindeki" aksamalar ve bürokratik yapılaşma etkili bir pasif yönetimi engeller mahiyettedir.

Herhangi bir ticari bankanın hazine yönetim biriminden daha düzenli ve aktif bir yapılanma gereğine karşın eksiklikler sürmektedir. Çalışma konumuzun fazlasıyla detayı olması sebebi ile kısaca değindiğimiz bu nokta önemli bir problem kaynağıdır. Örneğin son yıllarda döviz gelirlerimiz ve rezervlerimizin aksine önemli ölçüde Japon Yeni'ne kayan borçlarımızın döviz yapısı önemli ölçüde kur riski taşımaktadır. Tablo 55'te 1991-95 yılları ortalaması olarak dış borçlarımızın, ihracat gelirlerimizin ve ithalat giderlerimizin döviz komposizyonu gösterilmektedir. Tablodan da görülecegi üzere ülkemizin dış borçları ile döviz gelirleri arasındaki uyumlaşma yeterli olmaktan uzak kalmaktadır. Bu açıdan ciddi bir kur riski ile karşı karşıya olduğumuz ve riske karşı korunma tekniklerinin gerektigi şekilde kullanılabildigi ciddi bir pasif yönetiminin gerekliligi açıktır. Şu ana kadar Sınırlı olarak birkaç kez "swap" tekniği ile Yen borçları Dolar borcuna dönüştürülmüşse de **(Dedeoğlu, 1995,**

s12) risk halen oldukça yüksek düzeylerdedir. Kanımızca kur riskine karşı Hazine'nin yürüttüğü pasif yönetimi için daha ileri seviyelere gelmek borç stokunun idaresinde büyük önem taşımaktadır. Nitekim 1984-92 döneminde çapraz kur değişmeleri nedeni ile (IBRD döviz havuzu hariç) borç stokuna çapraz kur değişmeleri 2.6 milyar dolar azaltıcı, 7.5 milyar dolar arttırıcı nihayet 4.9 milyar dolar net arttırıcı etki yapmıştır **(Şenel, 1994, s.26).** 1996 yılında dolar lehine çapraz kurlardaki önemli orandaki gelişme bu artışların önemli bir kısmını telafi etmeiştir.

TABLO 55: DIŞ BORÇLAR, İHRACAT VE İTHALATIN DÖVİZ KOMPOSİZYONU (% OLARAK) (1991-95 ORTALAMASI)

	Dolar	Mark	Yen	Diğer
Dış Borç	34	34.8	19.2	12
İhracat	56.2	27.8	0.06	15.9
İthalat	58	21	3	18

Kaynak: HM Dış Finansman Yönetimi Dairesi 1997.

Bu konu ile ilgili olarak en memnun edici gelişme HM Dış Ekonomik İlişkiler Genel Müd. bünyesinde 11.07.1995 tarihinde "Dış finansman yönetimi daire başkanlığı"nın kurulmasıdır. Henüz çok yeni bir birim olmakla birlikte dış borç yönetimi ile ilgili olarak çok ciddi çalışmalar yürüten bir daire başkanlığının bir çok ülkede çoktan beridir yürütülmekte olan pasif yönetimi hususunda önemli görevler üstlenecegi açıktır. Bu görevleri geregi ile yerine getirebilmesi ise önündeki mevzuat engellerinin azaltılıp yeterli kurumsal bir yapıya kavuşturulabilmesi ile mümkün olabilecektir. HM'nın bu konunun öneminin farkında olarak ciddi girişimler içinde bulunması bu açıdan sevindirici ve teşvik edilmesi gereken bir gelişme olarak görülmelidir (bu konu ile ilgili detaylı biligiler ilgili daire başkanlığından temin edilebilir).

-FMS Refinasmanı: Geçmişte Türkiye'nin ABD'den aldığı bazı askeri kredilerin refinansmanı için ABD'nin garantörlügünde tahvil ihracına girişilerek borcun maliyeti düşürülmek istenilmiş ve 1988-1989 yıllarında yapılan iki ihraç sonrasında 1.906 milyon dolarlık askeri borç ticari borca dönüştürülerek borç stokuna yansıtılmıştır. Dolayısıyla yapılan ayarlama kadar dış borç stoku artış kaydetmiştir.

-Diğer Ayarlamalar: HDTM'nin bazı yıllarda veri tabanı ve bazı spesifik hesaplar için yaptığı ayarlamalar nedeni ile oluşan ve borç stokunu genelde arttırıcı olarak ortaya çıkan ayarlamalardır. Örneğin HDTM 1990 ve 1995 yılında böyle bir ayarlamayı gerekli görmüştür **(bu konu ile ilgili detay için bkz. Evgin, 1996 ve HM 07.07.1997 tarihli basın açıklaması).**

Görüleceği üzere dış borç stokunun gelişmesinde reel faktörlerin yanısıra, yukarıda değindiğimiz çeşitli sebeblerle de önemli artışlar sözkonusudur. Örneğin **Gazi Erçel (1992),** Türkiye'de (1981-1990 döneminde) dış borç birikiminin kaynaklarını araştırdığı çalışmasında artışların %27.4'ünün cari işlemler açığından, %26'sının altın hariç rezerv artışından, %26.1'in kur farklarından, %10.5'in FMS refinansman ve diğer borç ayarlamalarından, %6.4'ünün verilen kredilerden, %3.5'nin ise ödemeler dengesindeki net hata ve noksandan kaynaklandığına işaret etmektedir.

Bu açıklamaların ardından tekrar 1989 ve sonrası dönemin genel değerlendirmesine dönersek; önemli gelişmelerden bir tanesi kur-faiz politikalarındaki hatalar ve bunların sonuçlarıdır. Detaylı olarak incelendiği üzere 1994 kriz dönemi hariç dönem boyunca hakim politika olan düşük kur-yüksek faiz ilişkisi cari işlemler açığının hızlı artışlarına neden olduğu kadar, dış kredi kullanımını ve spekülatif kısa vadeli sermaye hareketlerini teşvik edici özellikler arzetmektedir. Yurtiçi talebin canlandırılmasına yönelik kararlar da bu süreci teşvik edicidir. Sermaye hareketlerine ilişkin kısıtlamaların yok denecek kadar azaltılmasına yönelik kararların aceleci bir şekilde uygulamaya geçirilmesi, kısa vadeli sermaye hareketlerine önemli ölçüde prim imkanı doğurarak getirisi çok düşük bir dış finansman kaynağına önemli ölçüde reel gelir transferi sağlamıştır.

Kamu kesimi finansman dengesinin giderek bozulduğu ve borçlanma gereğinin yüksek boyutlara eriştiği bir dönemde doğal olarak yaşanan süreç, bu tür dış fonlara yüksek boyutlarda reel gelir transferi imkanı sağlamaktadır. Ayrıca, dış borçlanmanın giderek cazip hale gelmesi özel sektörün dış kredi kullanımını önceki açıklamalardan hatırlanacağı üzere hızla arttırmıştır. Ancak asıl tehlikeli olanı kısa vadeli borç birikiminin giderek çok önemli boyutlara ulaşmasıdır. Kısa vadeli dış borçlardaki artışın olumsuz etkileri 1980 öncesi ve 1994 krizinde kendini net olarak göstermiştir. Halihazırda kısa vadeli borçlardaki hızlı artışlar ise yeniden yüksek seviyelere gelmek üzeredir.

Hatırlanacağı üzere, 1993 yılı başlarında enflasyonu kontrol altına almak için kurların, faiz oranlarının ve kamu kesimi fiyat ayarlamalarının düşük tutulmasına yönelik tercihler sürecin çok daha hızlı bir şekilde bozulmaya başlamasına neden olmuştu. Kamu kesimi borçlanma gereğinin çok ciddi boyutlarda arttığı bir dönemde faiz oranlarını düşük tutmak için bir çok kamu iç borçlanma ihalesi iptal edilmekten çekinilmemiş, açıklar yoğun olarak MB ve tahvil ihracı ile kapatılmaya çalışılmıştı. Üstelik dış borçlanma gelirlerinin cari harcamaları finansmanda kullanılması gereğinin doğuşuna karşın, gerekli tedbirlerin alınmaması bir dış finansman kaynağının son derece yanlış kullanılmasına da neden olmuştur.

Bu süreç parasal büyüklüklerin giderek kontroldan çıkmasına neden olurken, yurtdışı derecelendirme kuruluşlarının ilan ettikleri olumsuz kredibilite raporları daha sonra finansal piyasalarda tedirginliğe ve devalüasyon beklentilerinin yoğunlaşması ile de 1994 yılı başlarında bir finansal krize neden olmuştur. Kredi notumuzun düşürülmesine paralel bir alternatif finansman tekniği olan tahvil ihraçlarından ülkemizin faydalanma imkanları hızla daralma göstermiştir. Ülkemizin Mart 1994'de ABD piyasasında tahvil ihracı girişiminin çok yüksek bir spread'le karşılaşması ve ihraçtan vazgeçilmek zorunda kalınması bu açıdan dikkate değerdir.

Ülkemizin 1989 ve sonrası dönem boyunca dış finansman ile ilişkisi genel olarak GOÜ'lerin çizgisiyle büyük benzerlik arzetmektedir. Dönem boyunca dış finansman kaynakları hızla artma ve çeşitlenme göstermekte ve bu çerçevede diğer GOÜ'ler gibi toplam dış finansmanlar içinde alternatif dış finansmanların yeri hızla genişlemektedir. Ancak dış finansmandaki benzer eğilimlere karşın, başta çok borçlu GOÜ'ler olmak üzere GOÜ'lerle ülkemiz arasında önemli benzerlikler ve farklılıklar sözkonusudur.

Ülkemiz 1989 ve sonrası döneme girerken başta çok borçlular olmak üzere çoğu GOÜ'lere nazaran bir kriz ekonomisinden çıkmamamış, bilakis tüm sorunlarına karşın kredibilitesi yüksek olarak girmiştir. Dönemin çoğunluğunda ülkemizin sahip olduğu yatırım seviyeli rating notları çoğu diğer GOÜ'ler için geçerli değildir. Sermaye hareketlerinde serbesti ve kısa vadeli sermaye akımlarında yoğunlaşma artı, dış ticaretin liberalizasyonu başta Latin Amerika ülkeleri olmak üzere dönem boyunca hızla artmaktadır. Alternatif finansmanlardaki hızlı tırmanma ekonomilerin dış fonların eksikliğinden kaynaklanan ekonomik büyüme üzeri engelleri azaltmaktadır.

Özellikle çok borçlular olmak üzere çoğu GOÜ'ler güçlü özelleştirme programları yürütmekte ve kamu kesimi finansman açıklarını daraltmaya yönelik etkili yöntemler kullanmaktadır. Halbuki bu konudaki gelişmeler ülkemiz için yetersizdir. Bu ülkelerin çoğunluğu ile ülkemizin ortak bir problemi ise kur politikalarında ortaya çıkmaya başlayan problemlerdir. Artan kısa vadeli sermaye akımlarının ülkemizde kurların aşırı değerlenmesine ve bunun neden olduğu etkilere daha önce değinmiştik. İşte bu olgu bugün başta Latin Amerika ülkeleri olmak üzere, çoğu GOÜ'nin yeterince üzerinde durulmayan temel problemlerinden birisidir.

Bu ülkelerin çoğunda örneğin Meksika'da kurlar hızla değerlenme göstermiştir **(Dornbush ve Fischer, 1993, s.608).** Bu bağlamda ödemeler dengesindeki artan problemler, tıpkı ülkemizde olduğu gibi başta Latin Amerika ülkeleri olmak üzere bir çok GOÜ'yi yeniden kriz ekonomileri haline dönüştürebilme potansiyelini arzetmektedir. Meksika ekonomisinin Aralık 1994'te içine girdigi döviz krizi bu açıdan bir örnek teşkil etmektedir.

Nitekim Latin Amerika ülkelerinde 1980'li yıllar boyunca borç ve faiz ödemeleri için yılda 30 milyar dolar ticaret fazlası verilirken, 1990'lı yılların başlarında süreç tekrar tersine dönmüş Brezilya hariç L.Amerika'nın dış ticaret açığı kısa zamanda 30 milyar doları, cari işlemler açığı 43 milyar doları bulmuştur **(Akyüz, 1994, s.12).**

Şimdilik portföy yatırımları ve sıcak para hareketleri bu sürecin tıkanmadan devam edebileceği izlenimini vermektedir. Üstelik, bu ülkelerin uyguladıkları ekonomik istikrar kararlarına paralel yapısal dönüşümde önemli mesafeler olması ve genelde kamu açıklarının kabul edilebilir seviyelerde olması sözkonusudur. 2. Bölümde değinildiği üzere bu ülkelerde borçluluk göstergeleri önemli ölçüde iyileşme göstermekle birlikte halen GOÜ'lerin toplam borçları uygulanan finansman teknikleri değişmek kaydıyla artmaya devam etmektedir. Latin Amerika ülkeleri de bu kapsamdadır.

1988 itibari ile 408 milyar dolar olan bölge ülkelerinin borçları uygulanan tüm borç azaltma tekniklere rağmen özellikle son yıllarda başlayan hızlanma ile 1993 başlarında 448 milyar dolara ve 1996 itibariyle 510.7 milyar dolara ulaşmıştır. Ancak bu ülkelerin bu performansı ne kadar sürdürebilecekleri üzerine kuşkular artmaktadır. Zaten halen ticari bankaların bu ülkelere ve genelde GOÜ'lere kredi vermede çok temkinli olduklarına daha önce değinmiştik.

Nitekim bu ülkelerin çoğunun sahip oldukları rating notları da tüm dönüşümlere rağmen halen yatırım seviyesinde değil spekülatif seviyededir. Dolayısıyla, Latin Amerika ülkeleri, başta kur politikasındaki tehlikeli gidişat olmak üzere hızlı bir şekilde yaşadıkları ekonomik liberalizasyon sürecinde tedbir almadıkları takdirde yakın gelecekte değilse de orta ve uzun vadede önemli ölçüde ciddi ekonomik kriz olasılıklarını yaşamaya devam etmektedirler. Meksika'da yaşanan kriz bu açıdan bir öncü olurken, bölgedeki diğer ülkeleri ve uluslararası kuruluşları tedbirler almaya sevketmiştir.

2.4.3.6.1989-94 DÖNEMİNDE TÜRKİYE EKONOMİSİ-DIŞ FİNANSMAN İLİŞKİSİNİ AÇIKLAMAYA YÖNELİK BİR MODEL ÇALIŞMASI

Çalışmamızın bu bölümünde 1994 ekonomik krizi dış finansman açısından değerlendirilmeye çalışılmaktadır. Bu değerlendirme 1994 sonrasına ışık tutmayı da amaçlamıştır. Aşağıda şekil 3'te Türkiye'nin 1989 ve sonrası döneminde dış finansmanlarla olan ilişkisinin boyutları, anlatılanlar çerçevesinde modellenmeye çalışılmaktadır. Ayrıca Şekil 3, 1994 krizi ve potansiyel dış finansman imkanlarının devamlılığı üzerine bir değerlendirmeye ışık tutabilecek şekilde hazırlanılmıştır.

1989-94 dönemi boyunca özellikle borçluluk doğuran dış finansman tekniklerinin aşırı boyutlarda ve kabul edilebilir sınırların üzerinde kullanılmak zorunda kalınması nedeni ile dış borçluluk göstergelerinin giderek olumsuzlaştığına yeri geldikçe değinilmişti. Bu göstergeler ileriki sayfalarda gelişimin boyutlarını yansıtması açısından toplu olarak da incelenecektir. Ancak şekil 3'ün son kısmında gösterildiği üzere izlenen sürecin kaçınılmaz bir şekilde krizle sonuçlanmasına rağmen, ülkemizin dış finansman imkanlarında çok büyük çöküşlerle karşılaşmamış halende devam eden bir süreçte normalleşme sürecine girmiştir.

Çalışmamızın ikinci bölümünden hatırlanacağı üzere 1980'li yıllarda GOÜ'lerin büyük çoğunluğu peşpeşe girdikleri borç krizlerinde, büyük yaralar almışlardı. Sadece özel kaynaklı borçluluk doğuran sermaye akımlarından değil, global olarak tüm dış finansman tekniklerinden önemli ölçüde mahrum kaldıkları gibi gelişmiş ülkelere kaynak transferi de yapmak zorunda kalmışlardı.

Halbuki ülkemizde 1994'ün ilk aylarında başlayan kriz bu denli yıkıcı olmamıştır. Bunun temel sebebi, halen özellikle orta ve üst gelir düzeyindeki GOÜ'lere yönelik dış finansmanlar için olumlu bir dış konjonktür'ün varlığı ile ülkemiz dış finansman imkanlarının zenginleşmesidir.

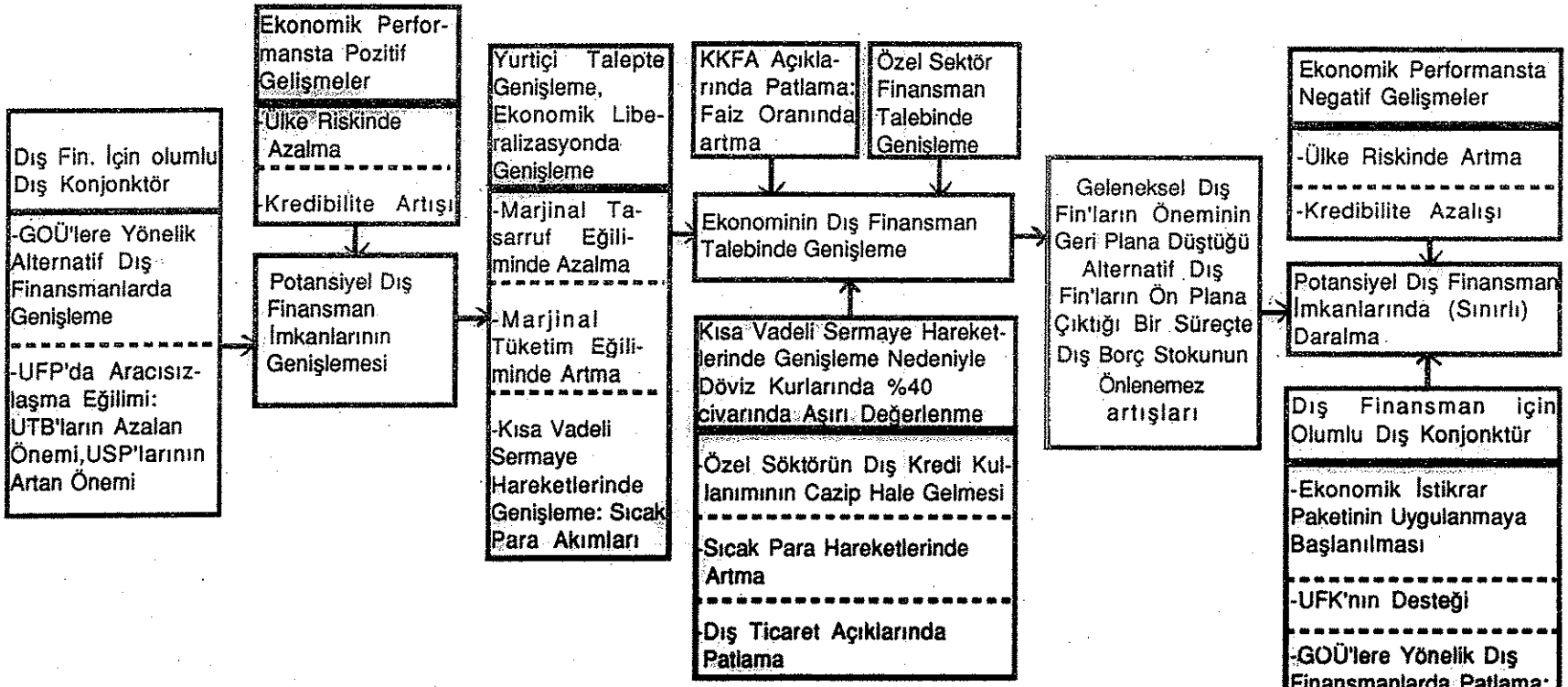
Ülkemiz 1994 krizinde USP'larında dışlanmıştır. Uluslararası ticari bankalardan sağlanan döner krediler yenilenmemiş, sağlanabilen yeni borçlanmalarda vadeler kısalmış, spread'lar ise artmıştır. Bu dönemde borçlanma senetlerimizin ikincil piyasalarda fiyatları da düşmüştür.

Bununla birlikte 1994 ve 1995 yıllarının herheangi bir dış ödeme sorunu olmadan kapatilebilmesi ülkemiz ile ilgili olarak uluslararası piyasalarda bir iyimserligin doğmasına yol açmış ve krizden çıkılıp giderek normalleşme sürecine girilmiştir. Bu sürece GOÜ'lere yönelik kaynak transferlerinin hızla arttığı bir dış konjonktürde olumlu yönde etki yapmıştır. Nitekim yabancı yatırımcıların tüm olumsuzluklara karşın ülkemizde yatırım fısatları aramaya devam etmeleri ve dış krediler açısından 1994 yılındaki zorlu dönemin atlatılması umut vericidir. Hatırlanacağı üzere 1994 krizinin ardından ülkemize yönelik dış finansman akışları önemli bir süre duraklama göstermişti.

Günümüzde bu sorun tamamen aşılmamış olmakla birlikte dış finansman akışları sürmekte ve ülkemiz spekülatif seviyedeki rating notlarına karşın USP'larında yaptığı tahvil ihraçlarında kendine bir yatırımcı tabanı bulmakta güçlük çekmemektedir. Üstelik bu süreçte artık Türk özel sektörünün temsilvileri de görülür hale gelmiştir. Uluslararası ticari bankalardan sendikasyon kredisi teminlerinin yanısıra Osmanlı bankasının 1997 yılının ilk yarısında Eurobond piyasasına 150 milyon mark tutarında tahvil ihraç eden ilk Türk bankası olarak girmesi **(Dünya, 03 Haziran 1997)** ve Eximbank'ında benzer bir ihraç girişiminde bulunması **(Dünya, 23 Temmuz 1997)** bu açıdan dikkate değerdir.

Dolayısıyla 1994 ekonomik krizi ülkemizi bir süre alternatif dış finansmanlardan resmi geleneksel finansmanlara doğru yönelterek terbiye edici bir işlev üstlenirken, aynı zamanda dış borçlarda hızlı artışlara da bir ölçüde engel olabilmiştir. Ekonomik performanstaki iyileşmeye bağlı olarak yeniden potansiyel dış finansman imkanlarının genişleyebilmesi de bu sürecin bir halkası olmuştur. Bu açıdan halen ülkemizin spekülatif kategoride bir rating notuna sahip olmasına karşın son yıllarda bu alanda gösterdigi gelişmeler umut verici olmaktadır. Ülkenin ekonomik performansını arttırıcı her olumlu adım bu sürecin daha da hızlanmasına neden olacaktır.

ŞEKİL 3: 1989-1994 DÖNEMİNDE TÜRKİYE EKONOMİSİ-DIŞ FİNANSMAN İLİŞKİSİNİN BOYUTLARI



Kaynak: Tarafımızdan Düzenlenmiştir.
UFP: Uluslararası Finansal Piyasalar, **UTB:** Uluslararası Ticari Bankalar, **USP:** Uluslararası Sermaye Piyasaları, **KKFA:** Kamu Kesimi Finansman Açıkları, **UFK:** Uluslararası Finansal Kurumlar, **GOÜ:** Gelişmekte Olan Ülkeler

3.TÜRKİYE EKONOMİSİNİN AKTÜEL DIŞ FİNANSMAN KONULARI

3.1.TÜRKİYE EKONOMİSİNDE DIŞ BORÇLULUK GÖSTERGELERİ VE GELİŞMELER

Ülkelerin kredibilite derecesini ölçerken dış borçluluk ile ilgili çeşitli rasyolar kullanılır. Bu rasyolar var olan borçların birikiminin ne şekilde oluştuğundan ziyade stok olarak risk miktarındaki gelişmelerin birer ölçüsü ve ülke riskinin mukayeseli analizine yardımcı göstergelerdir. Konuyla ilgili olarak geliştirilen çok sayıda rasyo vardır. Bu rasyolar değişik amaçlarla çeşitli ekonomik büyüklüklerin dış borçlarla olan ilişkilerini özetlemeyi amaçlamaktadır. Tablo 56'da çeşitli ekonomik büyüklükler ve bunlara bağlı olarak bazı borçluluk göstergeleri 1984-96 itibariyle özetlenmektedir.

Tablo 56'daki verilerden görülecegi üzere, 1980'li yıllarda konjonktürel dalgalanmalar nedeniyle bazı yıllarda şiddetlenen ancak nispi olarak olumlu sayılabilecek borçluluk göstergeleri, 1990 ve ileriki yıllarda hızla bozulma göstermekte, özellikle de 1993 yılında doruğa tırmanmaktadır.

Bu yıllar için elde edilen çoğu rasyo kabul edilebilir sınırların ötesindedir. Örneğin, kısa vadeli borçların gerek toplam borçlara, gerekse orta ve uzun vadeli borçlara oranı çok yüksek seviyededir. 1994 yılında yaşanan ekonomik krizle birlikte bu oranlar düzelme göstermesine rağmen 1995 ve 1996 yıllarında yeniden önemli ölçüde yükselmişlerdir. Benzer şekilde, ihracat artışlarının ılımlığı toplam borçların kısa sürede yıllık ihracatın dört katına, borç servislerinin de yıllık ihracat gelirlerinin yarısından fazlasına çıkmasına neden olmuştur. 1996 yılı verilerindeki nisbi olarak düzelmeler ise bavul ticareti gelirlerinin rakamlara yansıtılmasından kaynaklanmaktadır. Bavul ticareti gelirlerinin yansıtılmadığı durumda bu oranlar oldukça yüksek kalmaktadır.

Bu göstergeler, çoğu GOÜ'ler ile kıyaslandığında dahi yüksektir. Gerçi, Dış Borç Servisi/İhracat rasyosu çok açıklayıcı bir gösterge olarak kabul edilemez. Ancak bir egilimi yansıtması açısından önemlidir. İşte bu açıdan dış borç servisinin cari işlemler gelirlerinin hangi oranında olduğunu gösteren Borç Servisi/Cari İşlemler Gelirleri rasyosu çok daha önemlidir ve belki de dönemin en anlamlı göstergesidir.

Dönem boyunca artan borç servisine rağmen sözkonusu oranının ciddi şekilde azalma göstermesi oldukça anlamlıdır. İhracat dışında turizm, işçi gelirleri, YDMH gelirleri ve diğer gelirlerden oluşan cari işlemler gelirlerinin artışı, 1994 ekonomik krizinin atlatılmasında önemli ölçüde faydalı olmuştur. Benzer şekilde, uluslararası rezervlerin toplam dış borçların ne kadarlık kısmını karşıladığını gösteren Uluslararası Rezervler/Toplam Dış Borçlar rasyosu rezerv birikimindeki tüm problemlere karşın olumlu bir gösterge olarak kabul edilebilir.

Ancak bu rasyo için tek problem rezerv birikimindeki sorunlar değildir. Ayrıca, bir ekonomi için rezervlerin, dış borçlanmanın ve döviz gelirlerinin döviz kompozisyonunun uyumlu olması da önem taşımaktadır. Halbuki ülkemizde bu uyum gerektiği ölçüde işlememektedir. Burada dikkati çeken en önemli problem toplam borç stoku içinde Japon yeni borçlarının %18'e kadar çıkmış olmasına karşın, toplam rezervler içindeki payının %2-3'lerde seyretmesidir.

TABLO 56: TÜRKİYE EKONOMİSİNDEN SEÇİLMİŞ BORÇLULUK GÖSTERGELERİ (1984-96) (MİLYON DOLAR VE % OLARAK)

	1984	1985	1986	1987	1988	1989	19990	1991	1992	1993	1994	1995	1996*
GSMH	60758	68199	78465	87671	90920	108825	152334	152138	180233	181807	130887	171850	185885
Cari İşl. Dengesi	-1439	-1013	-1485	-808	1586	981	-2825	250	-954	-6433	2631	-2339	-1450
Toplam D. Borç	20823	25880	32208	40326	40722	41751	49035	50469	55592	67358	65801	73278	79748
-Orta ve Uzun Vade	17643	20951	25857	32703	34305	36908	39535	41372	42932	48823	54291	57577	59231
-Kısa Vade	3180	4759	6348	7623	6417	5745	9500	9117	12660	18533	11310	15701	20517
Toplam Borç Servisi	3730	4216	4685	5517	7158	7170	7287	7561	8733	8227	9993	11897	11418
-Anapara**	2144	2483	2551	3130	4359	4263	4033	4121	5284	4653	6070	7594	7218
-Faiz	1586	1753	2134	2387	2799	2907	3284	3440	3438	3574	3923	4303	4200
Cari İşlem Gel.	11656	13199	12639	18805	19801	22048	25333	25853	28457	30434	32780	41484	50623
-İhracat (fob)	7389	8255	7583	10322	11029	11780	13026	13667	14891	15811	18390	21975	32303
-Diğer Gelirler	2366	3162	3338	4195	6026	7088	8933	9307	10419	11843	11891	18094	14828
-Karşılıksız Tr.	1901	1782	1718	2086	1846	3171	3374	2878	3147	3035	2709	3425	3802
U.Rezervler(net)	3482	3279	4347	5212	8428	9283	11387	12256	15252	17761	16514	23317	24886
Kısa V./Orta-Uzun Vad.Borçlar	18	23	25	23	19	16	24	22	29	38	21	27	35
Kısa V./Toplam Dış Borçlar	15	19	20	19	16	14	19	18	23	28	17	21	26
Uzun V./Toplam Dış Borçlar	85	81	80	81	84	86	81	82	77	72	83	79	74
Toplam Dış Borç./GSMH	34	38	42	45	45	38	32	33	35	37	50	43	43
Toplam Dış Borç./İhracat	282	311	425	391	341	354	378	369	373	431	357	333	247
Borç Servisi/ Cari İşlem Gel.	32	32	37	33	36	33	29	29	31	27	30	29	22
Borç Servisi/İhracat	50	51	62	53	60	61	56	55	58	53	54	64	35
Borç Servisi/GSMH	6	6	6	6	8	7	5	5	6	5	8	7	6
Faiz/İhracat	21	21	28	23	23	25	25	25	23	23	21	20	13
U.rezervler/ T.DışBorç	17	13	14	13	16	22	23	22	27	26	25	32	31
Cari İşl. Deng./GSMH	-2	-1	-2	-1	2	1	-2	0	-1	-4	2	-1	-1
İhracat/GSMH	12	12	10	12	13	11	9	9	9	9	14	13	17

KAYNAK: Merkez Bankası Ödemeler Dengesi İstatistiklerinden Derlenmiştir.
(') Savul Ticareti Yansıtılmıştır. (") IMF ve Portföy Geri Ödemeleri Dahildir.

Böyle bir durumdaki varolan risk ise, çapraz kur değişmelerinin neden olduğu kur riskinin nominal olmaktan çıkıp reel kayıplara neden olabilmesidir. Nitekim, 1989 yılı ile Eylül 1993 arasında Japon Yen'inin ABD dolar'ına karşı değer kazanması nedeniyle meydana gelen dış borç (Kur Farkı) artışı 1.984 milyon dolar olmuştur. Bu artış, borç servisinin yapılacağı dönemlerde rezerv yetersizliği sözkonusu olduğunda, cari çapraz

kurlar cinsinden bir döviz değişimi gerektiginden, ciddi reel kayıplara yol açacak ve finansmanın maliyetinin artmasına da yol açacaktır.

Diğer yandan toplam dış borçların yıllık GSMH'nın ne kadarı olduğunu gösteren T.Dış Borçlar/GSMH rasyosu ile yıllık borç servisinin GSMH'nın ne kadarlık kısmının dışarıya transfer edildiğini gösteren Borç Servisi/GSMH rasyosu olumsuz bir seyir izlemektedir. Çeşitli nedenlerle dış borç rakamlarına yansıtılmayan Askeri dış borçlar da ilave edildiginde bu rasyoların olumsuzluk dereceleri artacaktır.

Tablo değerleri bunun tersini göstermekle birlikte bu oranlar gerçekçi değildir. Nitekim, dış borçlanmadaki yıllık büyüme oranları, GSMH'daki yıllık büyüme oranlarını aştığında dış borç/GSMH oranının büyümesi gerekecektir. Halbuki çoğunlukla dış borçların GSMH'dan daha hızlı büyüdüğü ülkemizde T.Dış Borçlar/GSMH ve Borç Servisi/GSMH rasyolarının nispi olumlu gözüken tablo değerleri açıklayıcı olarak yetersiz kalmaktadır. Dolayısıyla ülkemizin, başta kısa vadeli borçlar olmak üzere toplam borç stokunda artışlara yol açacak yeni borçlanmaları sınırlaması gereği doğmuştur. Bunun için öncelikle kısa vadeli borçlanmayı cazip kılan ekonomik sebeblerin ortadan kaldırılmasına yönelik tedbirler ile orta ve uzun vadeli borçlanmayı, borç servisini aşmayacak bir miktarla sınırlama yönünde önceki yıllarda alınan ancak çoğunlukla uyulmayan prensip kararlarının işlerliğe kavuşturulmasına ihtiyaç vardır.

Bu noktada, prensip kararından ziyade kamu kesimi açıklarının kontrol edilebilmesi ve mahalli idareler ile diğer kamu kuruluşlarının dış borçlanmasının etkin bir şekilde takibi gerekmektedir. Geçmişte birçok GOÜ'nin bunu çeşitli kısıtlamalar ile yaptıkları bilinmektedir. Örneğin bazıları kamu ya da özel sektörün dış kredi kullanmalarında vade sınırı veya teminat zorunluluğu, ya da alınan kredilerin faiz farklarında (spread) bir tavan haddi uygulaması yapmaktaydı. Ayrıca kimi ülkelerde de özel sektörün dış borçlanması hükümetlerin ön izinlerine bağlanmıştı (**Öktem, 1985, s.24**).

Bu konuda ülkemizde 1988 yılında dış borçlanma stratejisi tespit komisyonunun kurulması, Haziran 1991'de yayınlanan bir tebliğ ile kamu kurumlarının nakit sağlamaya yönelik girişimlerinin HDTM'nin iznine bağlanması örnek olarak gösterilebilir. Hükümetlerin tercihleriyle ilgili olan bu tür düzenlemeler kamu kesiminin borçlanmasıyla ilgilidir ve özel sektör kuruluşlarının süresi bir yıldan daha az dış kredi bulma işlemlerine gerek kontrol zorluğu, gerekse müdahalelerin anlamsızlığı nedeni ile bir kısıtlama konulamamaktadır. Sermaye hareketlerine sağlanan serbesti nedeni ile bu noktada yapılabilecek pek fazla bir şey yoktur. Bunun için yapılabilecek olan en önemli şey, kısa vadeli dış borçlanmayı cazip hale getiren kur-faiz makası gibi hataların tekrarlanmasından kaçınmaktır.

Kamu kurumlarının -gerek KİT'ler gerekse mahalli idareler- bu kurumlar özerktir denilerek kendi hallerine bırakılmaları da doğru değildir. Örneğin Ankara Belediyesinin tahvil ihraçları, alternatif ticari finansmanlarla kıyaslandığında daha uygun mali koşullar arzetmekle birlikte, bu tür altyapı yatırımlarının finansmanı için uluslararası çok taraflı mali kurumlar finansmanları tercih edilebilirdi. Bu ve benzeri hususlar ancak kamunun dış borçlanmasının etkin bir koordinasyonu ve denetim altında tutulması ile sağlanacaktır. Gelirleri TL., borçları yabancı paralar üzerinden olan bu kurumlar her zaman çok yüksek kur riskleri ile karşı karşıyadır. Nitekim Ankara Büyük Şehir Belediyesinin tahvil ihraçları ileriki yıllarda büyük çoğunlukla Hazine tarafından finanse edilmek zorunda kalınmıştır.

Dış borçlanmaya sınırlama getirilmesinin bir nedeni de borç servislerinin kontrol altına alınabilmesi ile ilgilidir. Bu açıdan Tablo 57'de sunduğumuz 1997-2000+ dönemindeki dış borç servisinin yüksek boyutları sorunun önemine işaret etmektedir.

TABLO 57: 31.12.1996 İTİBARİYLE ALACAKLILARA GÖRE ÖNGÖRÜLEN ORTA VE UZUN VADELİ DIŞ BORÇ SERVİSİ (MİLYON DOLAR)

	1997	1998	1999	2000	2001+
Çok Taraflı Kuruluşlar	1.864	1.978	2.047	1.773	6.281
İkili Anlaşmalar	6.920	6.744	4.919	4.171	19.522
U.Ticari Bankalar	1.176	830	436	325	632
Tahvil İhraçları	2.767	4.496	2.685	2.116	7.017
Toplam	12.727	14.048	10.087	8.385	33.452

KAYNAK: HM verilerinden derlenmiştir.
NOT : Projeksiyon Aralık 1996'dan itibaren yeni borç alınmadığı varsayımıyla hazırlanılmıştır.

İşte bu olumsuz şartlar altında ülkemizin yıllardır artan cari işlem gelirlerinin ve DYSY'larla getireceği sermayenin mevcut süreçte çok önemli bir rol oynadığını söyleyebiliriz. Gerçekten de ülkemizin ileriki yıllarda bir dış borç krizine girmeden ekonomik gelişimini sürdürebilmesinde bu kalemler büyük önem arzetmektedir. Nitekim Tablo 56'daki bazı rasyoların bavul ticareti verilerinin yansıtılmasından sonra ne kadar farkettigi düşünülürse bu tür gelirlerin önemi daha iyi anlaşılacaktır.

3.2.TÜRKİYE'YE YÖNELİK DYSY'LARININ GELİŞİMİ, YENİ BOYUTLARI VE SORUNLARI İLE TÜRKİYENİN AVRUPA TOPLULUĞU İLE GÜMRÜK BİRLİĞİNE GİRMESİNİN POTANSİYEL DYSY'LARI ÜZERİNE ETKİLERİ

GOÜ'ler için alternatif bir dış finansman tekniği olarak DYSY'larının bir ülkeye girişi ekonomik, mali ve politik çok çeşitli değişkenlerle ilişkilidir. Ekonomik olarak; geniş pazarlar, düşük işgücü maliyetleri, kâr vb. transferlerin kolaylığı gibi mevzuat uygunluğu ve finansal piyasaların gelişmişliği ilk sırayı alan faktörlerdir. Mali olarak; vergi ve benzeri kolaylıklar önem taşımaktadır. Politik olarak ise; yatırım yapılacak ülkenin ekonomik, politik istikrara sahip, ülke hakkında geleceğe yönelik beklentilerin olumlu bir trendde olması gereklidir.

Diğer yandan, yatırımcı ÇUŞ'ların özel amaçları dolayısıyla kendi aralarındaki rekabet, daha önce ihracat ile elde ettikleri pazarları kaybetme endişesi ve ülkelerin sosyo-kültürel yapıları gibi faktörlerin bu konuda etkili olacağı kabul edilmektedir (**Berksoy ve Diğ. 1989, s.53**).

3.2.1.TÜRKİYE'YE YÖNELİK DYSY'LARI VE YENİ BOYUTLARI

Ülkemize yönelik DYSY'larında asıl gelişmeler 1980 dönüşümü ile birlikte başlamış 1986 yılında çıkarılan çerçeve kararnamesi ile de önemli boyutlara erişmiştir. Bugün ülkemiz, 1980 öncesinde yabancı sermayenin gelmemesi için elinden ne gelirse yapan, kapitülasyon korkuları taşıyan bir ülke olmaktan çıkmış, ekonominin genel liberalizasyonuna paralel olarak DYSY'ları için yeterince liberal bir mevzuat ve düzenlemelere sahip olan bir ülkedir. Fakat ekonomik ve politik ortamı için aynı şeyler söylenemez. Yüksek enflasyon ve faizler, artan kamu açıkları, izlenen hatalı kur politikaları gibi bir çok faktörün neden olduğu belirsizlik, yabancı yatırımcıların olduğu kadar yerli yatırımcıların da yatırım kararlarını olumsuz yönde etkilemektedir.

Ülkemize yönelik DYSY'larının artışlarının, özellikle 1980'lerin ortalarından itibaren genişlemesinde aşağıda sıraladığımız bazı önemli faktörler sözkonusudur;

-ÇUŞ'ların 1980'lerin ortalarına kadar genellikle GOÜ'lere yatırımlarını azaltmaları sözkonusudur. Halbuki 1980'lerin sonlarıyla birlikte uluslararası sermayenin yeni eğilimlerine paralel olarak GOÜ'lere yönelik DYSY'ları büyük bir artış göstermektedir.

-Ülkemiz Ocak 1980 kararlarına rağmen, 1983 yılının son aylarına kadar askeri yönetimle idare edilmiştir. Halbuki askeri yönetimler geleneksel olarak ÇUŞ'ların aradığı istikrarı engelleyici bir faktördür. Bu nedenle potansiyel yatırımcılar yatırım ilgilerini ertelemişler ya da alternatif ülkelere yöneltmişlerdir.

-Yeni ve liberal bir politika uygulamasına rağmen, uzun yıllar bunun tersini yaşamış yabancı sermayenin harekete geçirilebilmesi ve güven aşılanabilmesi için belli bir zamanın geçmesi gerekmektedir.

-Yabancı sermayenin ihtiyaç duyduğu yasal çerçeve açısından 1986 yılı ve sonrası belirleyici bir dönemdir. Nitekim, birçok ülke ile yatırımların karşılıklı teşviki anlaşmalarının, OECD sermaye hareketleri ilkelerine uygunluğun sağlanması faaliyetlerinin, çifte vergilemeyi önlemeye yönelik ülkelerarası anlaşmaların, yabancı yatırımlar ile ilgili çeşitli uluslararası kuruluşlara üye olunmasının, yabancı hakem kararlarının tanınması ve icrası hakkında sözleşme niteliği taşıyan çeşitli kararların ülkemizce kabul edilmesinin çoğunlukla 1986 ve sonrasında gerçekleştigi görülmektedir.

-Ekonomik performansın iyileşmesi ve Türkiye'nin stratejik öneminin artışı da bu süreci destekleyicidir.

Türkiye'ye yönelik DYSY'larının özellikle 1986 ve sonrası olmak üzere 1980'li yıllardaki hızlı gelişimin bir önemli boyutu da kendisini yatırımların sektörel dağılımında göstermektedir. Tablo 58'den görüleceği üzere, önceleri hemen hemen tamamen imalat sanayine yönelik yatırımların önemi nispi olarak azalırken hizmetler sektörü giderek önem kazanmaktadır. Aslında bu eğilim, ilk bölümde açıklandığı üzere ülkemize özgü bir gelişmeden ziyade uluslararası bir eğilimin ülkemize yansımasıdır.

Günümüzde hizmetler sektörü dünyada en büyük sektör haline gelmiştir ve gelişmiş ülkelerde bu sektörün GSMH'daki payı hızla büyümektedir. Hatta bu ülkelere artık sanayileşmiş ülkelerden ziyade hizmet ülkeleri dahi denilmektedir. Bilişim ve iletişim teknolojisindeki hızlı gelişmeler, sanayi ürünlerinin satış sonrası bakımı ile ilgili hizmetlerin artması yoğunlaşmanın önemli bir sebebidir. DYSY'larının hizmetler sektöründe yoğunlaşmasının bir önemli sebebi de bu sektör ürünlerinin çoğunun ihraç edilememesidir. Bu yüzden şirketler yabancı piyasalara girebilmek ve DYSY'ı yapmak zorundadırlar **(DPT, 1993, s.9)**.

Ancak bu gelişmeye rağmen, DYSY'larının gelişmiş ve GOÜ'de hizmetler sektörü yatırımları açısından halen önemli farklar sözkonusudur. Nitekim, ülkemizde son yıllarda özellikle başta otomotiv ve beyaz eşya olmak üzere dayanıklı tüketim mamüllerine yönelik yatırımlardaki artış imalat sanayi yatırımlarını yüzde olarak tekrar üst seviyelere getirmektedir.

TABLO 58: YILLAR İTİBARİYLE İZİN VERİLEN DYSY'LARI VE SEKTÖREL DAĞILIMI (MİLYON DOLAR VE % OLARAK)

Yıllar	İmalat	%	Tarım	%	Maden	%	Hizmetler	%	Toplam	Giriş	%
1980	88.7	92	-	-	-	-	8.2	8.4	97.0	35	36.0
1981	246.5	73	0.9	0.2	0.9	0.2	89.1	26.4	337.5	141	41.7
1982	98.5	59	1.1	0.6	1.9	1.1	65.4	39.1	167.0	103	61.6
1983	88.9	87	0.1	0.0	0.0	0.0	13.7	13.3	102.7	87	84.6
1984	185.9	69	5.9	2.1	0.2	0.0	79.2	29.2	271.3	162	59.7
1985	142.8	61	6.3	2.7	4.2	1.8	80.9	34.5	234.4	158	67.3
1986	193.4	53	16.8	4.6	0.8	0.2	152.8	41.9	364.0	170	46.7
1987	293.9	45	13.0	1.9	1.2	0.1	347.0	52.9	655.2	239	36.4
1988	490.6	60	27.3	3.3	5.6	0.6	296.8	36.1	820.5	488	59.4
1989	950.1	63	9.3	0.6	11.8	0.7	540.5	35.7	1.511.9	855	56.5
1990	1.214.1	65	65.5	3.5	47.0	2.5	534.4	28.7	1.861.1	1.005	54.0
1991	1.095.4	56	22.4	1.1	39.8	2.0	809.5	41.1	1.967.2	1.041	52.9
1992	1.274.2	70	33.5	1.8	18.9	1.0	493.1	27.1	1.819.9	1.242	68.2
1993	1.580.3	74	31.2	1.4	11.8	0.6	501.7	23.6	2.124.9	1.016	47.8
1994	1.106.2	74	29.3	1.9	6.2	0.4	342.9	23.1	1.484.6	830	55.9
1995	1.996.5	68	31.7		60.6	2.1	849.5	28.9	2.938.3	1.250	42.5
1996	632	16	62		9	0.2	3.134	81.7	3.837	558	14.5
1997	201	80	0		15	5.9	36	14.3	252	0	0
TOP.	11.879.5	57	356.6	1.7	235.5	1.1	8.375.3	40.2	20.846.9	9.380	44.9

KAYNAK: HM, Yabancı Sermaye Genel Müdürlüğü Faaliyet Raporlarından Derlenmiştir. (*) Şubat Ayı İtibariyle.

TABLO 59: DYSY'LARI YAPAN ÇUŞ'LERİN KAYNAK ÜLKELERİ MİLYAR DOLAR VE % OLARAK)

Ülkeler	1987	1988	1989	% 1980-88	% 1985-89
Almanya	9.2	11.2	13.5	7.4	7.8
ABD	28.0	13.3	26.5	13.3	26.5
Fransa	9.2	14.5	19.4	6.0	8.0
İngiltere	31.1	37.0	32.0	19.4	20.2
Japonya	19.5	34.2	44.2	8.9	18.8
TOPLAM	97.0	110.2	135.6	69.8	81.3
Gelişmiş Ülk.	132.6	155.4	187.1	98.4	96.8
GOÜ'ler	2.4	5.9	8.9	1.6	3.2
Tüm Ülkeler	135.0	161.3	196.0	100	100

KAYNAK: UNCTAD 1991, (Aktaran DPT, 1994, s.61.)

DYSY'larının kaynak ülkeler itibariyle gelişimi doğal olarak gelişmiş ülkeler firmalarının hakimiyeti altındadır. Çünkü DYSY'larının hemen tamamını Tablo 59'dan görüleceği üzere gelişmiş ülke firmaları yapmaktadır. Ancak, son yıllarla birlikte Uzakdoğunun yeni sanayileşen ülkeleri de önemli boyutlarda sermaye ihracına başlamışlardır. Yakın gelecekte bunun boyutlarının daha da artacağı tahmin edilmektedir.

Ülkemize yönelik yatırımların büyük çoğunluğu genellikle dış ticaretimizin de yoğun olarak yapıldığı gelişmiş ülkelerden gelmektedir. Bu eğilimi Türkiye ile ticari ilişkileri bulunan ülkeler firmalarının pazar paylarını korumak ve genişletmek amacıyla ülkemizde yatırıma yöneldikleri şeklinde **(Algan, 1988, s.106)**, ya da ticari

ilişkilerin zaman içerisinde ortak yatırımlara yönelmeleri şekliyle açıklayabiliriz. Tablo 60'ta DYSY'ları izinlerinin menşei ülkeleri ve toplam izinler içindeki yerleri özetlenmektedir. Tablonun işaret ettiği bazı hususları şöyle sıralayabiliriz;

-DYSY'larındaki artış mevzuat uyumlaştırmalarını takiben artmaya başlamaktadır,

-DYSY'larındaki artış uluslararası sermayenin GOÜ'lere yönelik yeni yatırım stratejileri ile birlikte hız kazanmaktadır.

-Ülkemizin AT'na tam üyelik başvurusunun ve diğer bölgesel anlaşmalar ile Doğu Bloku'nun dağılmasının ardından Türk Cumhuriyetleri'nin gündeme yerleşmesiyle DYSY'larındaki artışlar paralellik göstermektedir.

-Yatırımlar geleneksel olarak sınırlı sayıdaki ülkelerden gelmeye devam etmekle birlikte, özellikle son yıllarda Japon, İtalyan ve Fransız sermayesinin ülkemize ilgisi daha fazladır.

Bu son gelişme ile ilgili dikkate değer bazı gelişmeler gözden kaçmamalıdır. İlk bölümde anlatıldığı üzere DYSY'ları kararlarında yabancı ülkeler ve izledikleri stratejiler son derece belirleyici özellikler arzetmektedir. Örneğin Fransa'nın çok uzun yıllardır DYSY'larını, birçoğu eski sömürgesi olan Kuzey Afrika ülkelerinde yoğunlaştırmak yönündeki promasyonlarına karşın, yakın zamanlarda yeni fırsatlar arayan Fransız sermayesinin baskısıyla bir seri promasyon programını Asya, Latin Amerika ve Ortadoğu ülkeleri için başlatması ile ülkemizdeki Fransız sermayesinin hızlı artışları arasında güçlü bir organik bağ vardır. Nitekim 1989 yılında kurulan Türkiye-Fransa Yatırım ve İşbirliğini Geliştirme Teşkilatı **(OCIFT)**, Türk ve Fransız sermayesini harekete geçirme ve işbirliğini güçlendirme açısından etkin bir işlev görmektedir.

Bu gerçek, ülkemizin DYSY'larını çekebilmede benzeri ilişkiler oluşturmasının önemini göstermektedir. Halbuki ülkemizde OCIFT benzeri bir kuruluş olarak sadece Alman Yatırım ve Kalkınma Kuruluşu **(DEG)** ile 1993 yılının ikinci yarısında faaliyete geçen İngiliz Yatırım Bürosu **(Bkz., MPM, 1994, S.11)** faaliyet göstermektedir. Bu sebeble ülkemizin benzeri girişimleri diğer kaynak ülkelerle de hızlı bir şekilde kurması gerekmektedir. Hatta benzeri kurumların sadece büyük kaynak ülkelerle olduğu kadar, Uzakdoğu'nun yeni sanayileşen ülkeleri ile de bir an önce işlerliğe kavuşturulması ve ticari ateşeliklerin güçlendirilerek harekete geçirilmesi gerekmektedir.

TABLO 60: DYSY'LARI İZİNLERİ ALAN ÇUŞ'LERİN KAYNAK ÜLKELERİ VE BU İZİNLERİN TOPLAM İZİNLER İÇİNDEKİ YERİ (MİLYON DOLAR VE % OLARAK) (1980-97)

Yıllar	Fransa	%	ABD	%	İsviçre	%	Almanya	%	İngiltere	%	Hollanda	%	İtalya	%	Japonya	%	Toplam	%
1980	20	21	10	10	2	2	30	31	6	6	6	6	0	0	0	0	74	76
1981	2	0.5	67	20	172	51	39	12	4	1	7	2	6	1	0	0	296	88
1982	10	6	19	11	38	23	33	20	0	0	4	2	3	2	0	0	108	65
1983	6	6	1	1	14	14	36	35	15	15	2	2	1	1	0	0	75	73
1984	5	2	171	63	7	3	8	3	4	1	21	8	12	4	0	0	228	84
1985	15	6	22	9	20	9	23	10	27	12	9	4	0	0	4	2	118	50
1986	8	2	25	7	53	15	45	12	23	6	2	1	5	1	3	1	164	45
1987	33	5	61	9	83	13	106	16	103	16	21	3	6	1	112	17	522	80
1988	44	5	130	16	116	14	102	12	130	16	68	8	41	5	69	8	698	85
1989	233	15	138	9	167	11	131	9	281	19	149	10	74	5	74	5	1.247	82
1990	669	36	128	7	128	7	146	8	286	15	74	4	66	4	103	6	1.600	86
1991	249	13	461	23	109	6	196	10	81	4	281	14	181	9	55	3	1.612	82
1992	353	19	198	11	204	11	202	11	109	6	273	15	120	7	37	2	1.496	82
1993	225	11	253	12	142	7	158	7	115	5	212	10	419	20	237	11	1.761	83
1994	256	17	157	11	54	4	223	15	51	3	197	13	164	11	126	9	1.228	83
1995	476	16	231	8	328	11	392	13	161	6	559	19	99	3	284	10	2.530	86
1996	2370	62	179	5	157	4	226	6	165	4	338	9	43	1	21	1	3.499	91
1997*	3	1	62	25	3	1	36	14	3	1	48	19	85	34	0	0	240	95
TOPLAM	4978	24	2313	11	1797	9	2132	10	1564	8	2271	11	1325	6	1125	5	17.496	84

KAYNAK: HM Yabancı Sermaye Genel Müd. Verilerinden Derlenmiştir. (*) Şubat Ayı İtibariyle
Not : Veriler tam sayıya tamamlanmıştır.

3.2.2.AT İLE GÜMRÜK BİRLİĞİNİN ÜLKEMİZE YÖNELİK DYSY'LARI ÜZERİNDEKİ POTANSİYEL ETKİLERİ

Ülkemiz ekonomisinin 1995 yılı sonunda AT ile gümrük birliği şeklinde bir iktisadi entegrasyona girmesi kararlaştırılmış ve 1 Ocak 1996 itibariyle Gümrük Birligi gerçekleştirilmiştir. Bu entegrasyon ekonomimiz üzerinde gerek statik, gerekse dinamik etkileri ile çeşitli sonuçlara neden olabilecektir. Bu etkilerden birisi de ülkemize yönelik DYSY'larını teşvik etmesidir.

İktisadi entegrasyonlar, birlik içinde sermayenin en çok kâr edebileceği bölgelere kaymasına neden olarak birlik içinde ve entegrasyon dışında kalan ülkelerin de kendilerine kapanan kapıları aşabilmek için entegrasyon içinde yatırım yapmaya yönelmeleri ile sermaye hareketlerini canlandırı bir tesir oluşturmaktadır **(Ertürk, 1993, s.51)**. İlk bölümde açıklandığı üzere, yapılan bir çok çalışma AT'nin içe yönelik entegrasyonu ile uluslararası kaynak dağılımını bozucu etki yaparak yatırımları kendisine çektiğini göstermektedir. Yine çalışmalar göstermektedir ki, entegrasyonların sermayeyi kendisine çekmesi sadece bu boyutta kalmamakta entegrasyon ile sıkı ilişkiler içinde olan ülkeleri de olumlu etkilemektedir.

Nitekim, AT'nin tek pazara gitmesi ve 1986'da coğrafi genişlemesi nedeniyle artan DYSY'ları sadece Topluluk ile sınırlı kalmamış, AT ile sıkı ilişkiler içinde olan EFTA ülkeleri ile Türkiye'yi de DYSY'ları için cazip kılmıştır **(Houde ve Corry, 1993, s.23)**.

Ekonomik entegrasyonun ülkemiz-DYSY'ları ilişkisini ülke örneklerini de gözönünde bulundurarak inceleyebilir ve potansiyel gelişmeleri değerlendirebiliriz. Bu açıdan 1980'lerin başında Topluluğa tam üye olan Yunanistan ve 1986'da üye olan Portekiz ve İspanya örnekleri ülkemize en yakın örneklerdir.

TABLO 61: YUNANİSTAN, PORTEKİZ VE İSPANYA'DA DYSY'LARI (MİLYON DOLAR)

	1971-80	1981-85	1986-90	1981-90
Yunanistan	-	2.327	3.818	6.145
Portekiz	535	935	5.505	6.440
İspanya	7.060	8.860	37.100	46.000

KAYNAK: Marie-France Houde ve Cory Highland, 1993, s.17.

Tablo 61'den görüleceği üzere üç ülkeye olan DYSY'ları 1980'lerin başındaki durgunluk yıllarının atlatılması ve Portekiz ile İspanya'nın da AT coğrafyasına katılması ile birlikte artmaktadır. Benzer gelişmeler NAFTA'ya üye olan Meksika'da da yaşanmaktadır. Dolayısıyla, ülke örnekleri açısından entegrasyona giren ülkemiz için DYSY'ları önemli bir potansiyel arzetmektedir denilebilir.

Entegrasyonların üye ülkelerin risk derecesini azaltıcı etkileri de bu süreci destekleyici bir faktördür. Risk derecesinin azalması daha önceleri ürkek adımlar ve küçük sayılabilecek sermayelerle gelen yatırımcıların da daha büyük düşünmelerine neden olabilecektir.

Ticaret engellerinden arındırılmış bir tek pazarın sağlanmasının, AT firmaları rekabet ölçeğini milli bir seviyeden bölgesel seviyeye genişlemesini gerekli kılması nedeni ile üye ülkeler firmalarının, gerek yatırım ve üretim, gerekse pazarlama stratejilerini Topluluk alanını kapsayacak şekilde genişletmesi DYSY'larının artışına içsel bir gerekçe oluşturmaktadır. Topluluk dışı ülkelerin entegrasyon sınırlarını aşabilmek için, üye ülkelerden birisinde yatırıma girişmeleri de dışsal bir gerekçedir. Bu gerekçeler çerçevesinde potansiyel DYSY'larının gümrük birliği sonrası artması için sıralanabilecek bir çok sebep daha sayılabilir. Bunlardan önemli gördüğümüz bazıları şunlardır;

-**Taşımacalık Maliyetleri:** Ülkelerarası ticarette taşımacılık maliyetlerinin toplam maliyetleri ciddi miktarlarda yükseltmesi (özellikle dayanıklı tüketim mamülleri için) ülkemiz pazarından yararlanmak isteyen Topluluk içi firmaların üretim ve yatırıma yönelmelerine neden olabilecektir.

-**Standartlar Farklılığı:** Ülkemizde her ne kadar gerek çevre korunması, gerekse de üretim ve yatırım için standartlar mevcutsa da diğer Topluluk ülkeleri kadar gelişmiş ve denetlenebilir değildir. Bu husus, hem ülkemiz hem de emsal diğer pazarları düşünen Topluluk içi ve dışı ÇUŞ'ların maliyet hesapları için ilave bir avantaj olarak görülebilir.

-**Hizmetler Sektörünün Doğası:** Bankacılık, sigortacılık, taşımacılık, turizm vb. hizmetler sektörü yatırımları doğal olarak **"yerinden sunulan"** hizmetler pazarıdır. Dolayısıyla, bu sektörler açısından gümrük birliği sonrası oluşacak yeni bir pazar olarak ülkemizde DYSY'larının artması doğal bir gelişmedir. Hizmetler sektörünün küçümsenmemesi de gerekir. Çünkü bu sektör aynı zamanda diğer sektörlerde yatırım olanakları açısından birer enformasyon sağlayıcı kurumlar olarak çalışmaktadır.

-**Yapısal Faktörler:** ülkemiz ekonomisinin yapısal özelliği olarak **gümrük birliğine girdigi ülkelerin genel olarak en az rekabet edebilir olduğu sahalarda en yüksek rekabet edebilir sektörlere sahip olması,** entegrasyon dışından AT'e ihracat yapan uzakdoğu ülkeleri firmalarının pazar paylarını kaybetmemek ya da genişletmek amacıyla ülkemiz firmaları ile birlikte iş yapmaları sonrası gelebilecek Uzakdoğu sermayesi bir diğer potansiyel imkandır. Bu şekildeki birleşmeler aynı zamanda ülkemizin en rekabet edebilir sektörlerinin teknolojik yenilenmesinin sürekliliğinin sağlanmasında da önemli fonksiyonlar görebilecektir.

Diğer yandan ülkemiz potansiyel DYSY'ları için halen önemli sayılabilecek aşağıda sıraladığımız diğer klasik ve yeni imkanları da sunmaya devam etmektedir;

-Seçkin coğrafi konum,

-Tüketime yönelik güçlü bir tüketici profili
-Çeşitli bölgesel işbirliği anlaşmaları içinde olması (AT, EFTA, KEİ, ECO, Türk Cumhuriyetleri ve İslam Ülkeleri ile güçlü ilişkiler),

-Bölge ülkeleri arasında en istikrarlılarından biri olması,

-Serbest bölgeler konusundaki çalışmalar ve kambiyo rejiminin serbest olması,

-Gelişmiş altyapı ve telekominikasyon olanakları,

-Dinamik ve rekabetçi iş ve piyasa ortamı,

-Yeni ve genç bir müteşebbis kuşağının yanısıra, uluslararası standartta eğitim görmüş profesyonel bir yönetici kuşak,

-Disiplinli, eğitilmeye açık, genç bir işgücü ve işgücü maliyetlerindeki düşüklük.

3.2.3.DYSY'LARI İLE İLGİLİ BAZI SORUNLAR VE ÖNERİLER

Görüleceği üzere ülkemiz DYSY'larını çekmek için birçok GOÜ'nin aksine geçerli şartları ve potansiyeli olan gelişmelere açık ve uygun bir ülkedir. 1980 öncesi yıllarla kıyaslama yapıldığında özellikle 1986'dan sonra hızla artan yabancı sermayenin ardında yatan da çok önemli bir şekilde ülkemizin bu potansiyelidir. Ancak bu potansiyeline rağmen ülkemize gelen yabancı sermayenin tablo 7 ve 8'den izleneceği üzere bir çok benzer ülkeye kıyasla yetersiz olduğu görülmektedir. Bu süreci etkileyen çok sayıda içsel ve dışsal faktör ve sorun vardır. Bunlardan önemli görülenlerin bazıları şunlardır;

-Yabancı sermaye çekebilme yarışı: GOÜ'de DYSY'larına olan talepteki patlama bu ülkelerin bir yarış içerisine sokmaktadır. Ülkemiz bu yarışta yerini almakla birlikte rakip birçok ülke ile karşıkarşıyadır. Örneğin Portekiz, İspanya ve Yunanistan hem sundukları hizmetler hem de ilave subvansiyonlarla ülkemizden daha ileridedirler. Sözgelimi İspanya artık yabancı sermaye için izin alma şartını dahi kaldırmıştır. Malezya on yıl vergi muafiyeti sağlamakta, İrlanda ise altyapısı hazır arsa tahsisi yapmaktadır **(İnal, 1993).** Buna karşın ülkemizde özelleştirmeyi yabancı sermaye çekebilmek için bir araç olarak kullanırken dahi, hukuksal tabanın yetersizliğinden kaynaklanan anlaşma iptalleri yaşanabilmektedir.

-İstikrarsızlık: Özellikle son yıllarda artma eğilimi gösteren ekonomik ve politik istikrarsızlık ile terör problemi ülkemizi olumsuz etkilemektedir.

-Tanıtım Yetersizliği: Küçük bir ülke olan İrlanda'nın dahi ülke dışında promasyona ve tanıtıma yönelik 70 civarı tanıtım bürosu faaliyet gösterirken, ülkemizde konuya gereken önem verilmemektedir. Özellikle HM Yabancı Sermaye Genel Müd. promasyon dairesinin bütçe darlığı dikkati çeken bir eksikliktir. Ayrıca yurtdışındaki ticari ateşeliklerin daha aktif olmaları örneğin tanıtım toplantıları, ilk elden bilgi verilmesi, ilgili yayın faaliyetlerini geliştirmeleri sağlanabilir.

-Bürokrasi: Yabancı sermayeye teşviklerin verilmesi ile teşvik mevzuatının karışıklığı ve genel olarak bürokrasinin yavaşlığı ile rüşvetin yaygınlığı olumsuz faktörlerdir.

-Vergi oranları: Ülkemizde kurumlar vergisinin yüksek seviyesi enflasyon muhasebesinin yetersiz olduğu bir ülke olarak Türkiye'yi itici kılmaktadır. Bu oran istisna ve muafiyetler sonrası gerçek oranın çok altına düşmekle birlikte itici bir göstergedir.

-Fikri Mülkiyetler: Yabancı yatarımcıların temel şikayet konularından biri olmakla birlikte hazırlanan yasa tasarısı uzun bir süre Meclis'te beklemiş ve oldukça gecikmeli olarak kabul edilmiştir. Bu yasanın yeterince işlerliginin sağlanması gerekmektedir.

-**Hizmet Giderleri:** Hemen tüm ülkelerde ÇUŞ'lerin ana merkezlerinde yapılan AR-GE giderlerinin iştirak ve bağlı şirketlerle paylaşılması sonucu ortaya çıkan hizmet giderleri vergiden düşürülebilirken, bizde halen bu eksikliğin sürmesi olumsuz bir faktördür.

-**Sağlık Yatırımları:** Bugün gerek ülkemiz gerekse çevre ülkeler için sağlık turizmi çok önemli boyutlardadır. Dolayısı ile ülkemiz ortadoğunun bir sağlık merkezi olma potansiyelini değerlendirmelidir. Halbuki ülkemizde hemen her sektörde yabancı sermaye yatırımları sözkonusu olduğu halde özel hastane ve sağlık hizmetleri yatırımlarına yabancı sermaye girememektedir. 1924 tarihli bir yasa ile ülkemizde yabancıların doktorluk yapmasının yasaklanması ve halen bunun devam etmesi yabancı sermayenin bu sektöre girişini engellemektedir. Bu konuda yapılacak yeni yasal düzenlemeler sektörün hızla genişlemesine ve ülkemizin ortadoğunun sağlık merkezi haline gelebilmesine yardımcı olacaktır **(Koçak, 1992, s.74).**

-Bu temel problemlerin yanısıra birçok tali faktörde ülkemize yabancı sermayenin olumsuz bakmasına neden olmaktadır. Örneğin, yabancı yöneticiler çocukları için okul kurulması yönündeki girişimlerin engellenmesi, sermaye ihracındaki serbestiye karşın dış kredi kullanmak isteyen yabancı yatırımcıların izin alma zorunlulukları bunlardan bazılarıdır.

3.2.4.YAP-İŞLET-DEVRET MODELLERİ VE YABANCI SERMAYE AKIŞINDAKİ RÖLÜ

Bir alternatif finansman tekniği olarak DYSY'larının çekilmesinde YİD ve benzeri modeller GOÜ'lere bir süredir tavsiye edilen yeni bir enstrümandır. Gelişmiş ülkelerden farklı olarak, finansman sorununun çözümü ve yeni yabancı sermaye çekmeyi amaçlayan modeller ülkemizce de bir süredir işlerliğe kavuşturulmaya çalışılmaktadır. 1984 yılında çıkarılan 3096 sayılı kanunla enerji yatırımlarına yönelik olarak başlayan girişimler, Anayasa Mahkemesi'nin yürütmeyi durdurma kararının ardından sık sık gündeme gelmekle birlikte uzun bir süre ertelemek zorunda kalmıştır. Hukuksal tabandan kaynaklanan problemler konunun işlerliği üzerine engeller oluşturmayı sürdürmektedir **(Bkz. Lütfi Duran, 1991, s.147).**

YİD modelleri için yeni girişimler sürmektedir. Konu ile ilgili 13.06.1994 tarihli bir kanun da çıkarılmıştır. Yeni kanunda YİD modellerinin kapsamı sadece enerji sektörü ile sınırlı tutulmamış, hemen her alanda faydalanılabilecek birer teknik olarak görülmüştür. Ancak yeni yasa Anayasa Mahkemesi'nce iptal edilmiştir. Uygulanacak modellerin bir imtiyaz içermesi ise bunun temel sebebi olarak belirtilmektedir **(Ekonomist, 1994, s.26).** YİD modelleri ile ilgili hukuksal sorunların ortadan kaldırılması için çalışmalar sürdürülmektedir. Örnegin 19 Temmuz 1997 Tarihli Resmi Gazetede yayınlana bir yasa ile YİD modeli çerçevesinde Türkiye'de Termik santrallerin kurulmasına imkan tanınmıştır. Kuşkusuz YİD modellerinin hayatiyete kavuşturulabilmesi için daha ileri hukuksal çalışmaların yapılması gerekmektedir.

YİD ve benzeri modeller ülkemiz ve diğer GOÜ'ler için halihazırda önemli bir potansiyeldir. Gerekli hukuksal taban ve imtiyaz sözleşmelerinin, şeffaflık içerisinde ve ileride olumsuz sonuçları engelleyebilecek tarzda yapılandırılması çok yönlü faydalar sağlayabilecektir. Ülkemizde kamu kesiminin ülkenin azgelişmişliğinin doğal bir sonucu olarak ve bunun yanısıra politik sebeblerle çok sayıda projeye bir arada teşebbüs etme zorunluluğu bu ve benzeri alternatifler üzerinde ciddi olarak düşünmeyi gerekli kılmaktadır. Yapılan bir araştırmaya göre **(Öniş ve Özmucur, 1991, s.42);**

-Kamu projelerinin hemen hemen tamamında öngörülen **başlama, bitiş tarihleri ile proje maliyetleri** önemli ölçüde farklılaşmaktadır.

-Doğal olarak bu farklılaşma projelerin iç ve dış finansman maliyetlerini hızla arttırmakta hatta zaman zaman çok fazla projenin bir arada yürütülmesinin neden olduğu zorluklar nedeniyle projelerin iç finansmanının tedarikinde görülen aksamalar yıllarca **peşin olarak sağlanan dış finansmanın, maliyeti mukabil atıl olarak kalabilmesine neden olmaktadır.**

Özellikle son yıllarda yeni mega projelerin birbiri ardısıra gündeme geldiği bir dönemde, kamu yatırım programlarında önceliklerin tespiti sonrası Çanakkale Boğaz Köprüsü, hızlı tren projeleri, tüp geçit, metro, ticaret merkezleri, Karadeniz sahil şeridi otoyol projesi gibi yatırımlar için YİD ve benzerleri iyi birer modeldir. İlgili modellerle ilgili olarak çok sayıda yabancı firmanın teklifler getirdiği düşünülürse, verilecek imtiyaz ve garantilerin uygun bir hukuksal taban ile risk paylaşım sistemi kurularak işlerliğe kavuşturulması ülkemiz için fevkâlade yararlı olacaktır.

SONUÇ VE ÖNERİLER

Dış finansman, GOÜ'lerin hedefledikleri büyüme hızını sağlayacak seviyede iç tasarrufların olmayışı, kalkınma amaçlarının ithalata bağımlılığı ve dış ödemeler dengesi açıkları nedeniyle her zaman önem arzetmiştir. Bu zorunluluklar çerçevesinde ortaya çıkan dış finansman süreçleri GOÜ'ler için hem büyük bir potansiyel refah kaynağı, hem de sorunlar yumağı olagelmiştir. GOÜ'lere yönelik dış finansmanlar yoğun olarak dış konjonktürün belirleyiciliği altında gelişmiş ve farklı dönemlerde farklı karakteristikler arzetmiştir. Tarihsel olarak dış finansman akışlarının yüzyılımızdaki ana eğilimlerini şöylece özetlemek mümkündür.

20. yüzyılın ilk yarısı iki büyük dünya savaşı ve bir büyük ekonomik bunalım nedeni ile sermaye hareketleri ve GOÜ'lere yönelik dış finansman akışlarının hızla daraldığı bir dönemdir. 1950'li yıllar ise GOÜ'lere yönelik dış finansman akışlarının ilk ciddi ivme aldığı yıllar olmuştur. Dönem boyunca başlıca dış finansmanlar; bağışlar, mal transferleri ve daha çok siyasi ilişkilerin rol oynadığı ikili finansmanlardan ibarettir. Dönemin ikinci yarısından itibaren uluslararası kurumların ilgi sahalarını GOÜ'lere yöneltmeleri ve daha çok yardım şeklinde finansman sağlamaları dönemin temel karakteristiğidir.

1960'lı yıllarda Batı Avrupa ülkelerinin gelişmiş ülkeler kategorisine dahil olmaları, Euro piyasaların hızla gelişmesi ve özel sermaye hareketlerinde görülen artışlar, GOÜ'lerin dış finansman sorunu için yeni bir dönem teşkil etmiştir. Gelişmiş ülkelerin GOÜ'lerin dış finansman sorunu ile daha yakından ilgilenmeye başladığı dönem, Birleşmiş Milletlerce 1.Kalkınma on yılı ilan edilmiş ve GOÜ'lerdeki tasarruf ve teknolojik açığın sanayileşmede darboğaza neden olduğu ileri sürülerek, gelişmiş ülkelerin GOÜ'lere her yıl GSMH'nın %1'ini bağış içerikli finansmanlar ve başta DYSY'ları olmak üzere özel sermaye akımları ile aktarmaları tavsiye olunmuştur. Bu çerçevede dönem boyunca GOÜ'lere yönelik dış finansmanlar; ikili finansmanlar, çok taraflı finansmanlar ve DYSY'ları dahil özel sermaye transferleri olmak üzere artarak çeşitlenme göstermiştir. Ancak özel sermaye transferlerindeki oransal artış, çok yanlı finansmanların üstünde gerçekleşmiştir.

Geleneksel finansmanların hakim olduğu dönemde uluslararası ticari banka kredilerinin GOÜ'lerin dış finansmanları içindeki payı %15 civarında kalırken, toplam dış finansmanların %80'leri resmi finansmanlardan oluşmuş (**Debs ve diğ., 1987, s.17**) ve tüm bu kaynakların yaklaşık %60'ı imtiyazlı paylar içermiştir (**Todaro, 1983, s.338**).

Birleşmiş Milletlerin 2. Kalkınma on yılı olarak ilan ettiği 1970'li yıllar, GOÜ'lerin dış finansman tedarikinde büyük ve önemli kurumsal değişmelere sahne olmuştur. 1. ve 2. petrol şoklarının neden olduğu dış finansman taleplerindeki devasa artışlar dönemin GOÜ'ler için en önemli karakteristiğidir.

Kalkınmanın finansmanından ziyade dış açığın finansmanının ön plana çıktığı dönemde, GOÜ'lerin büyük çoğunluğu dönem boyunca var olan şartlara uyum sağlayıcı tedbirler almaktan ziyade, başlangıçta bol ve ucuz olan Petro-Dolar fonlarına yönelmeyi tercih etmişlerdir. Uluslararası ticari bankalar kredileri üzeri riskteki bir azalma ile borç vericiler arasındaki rekabet ve sendikasyon türü kredilendirmelerin risk idrakini azaltıcı etkileri de bu süreci tırmandırmıştır (**Paul, 1992, s.43**).

Böylece Recycling mekanizmasının sağladığı ortamda GOÜ'lere yönelik dış finansmanlar içinde imtiyazlı finansmanlar %30'lara kadar gerileme gösterirken, imtiyazsız finansmanlar %70'lere kadar tırmanmıştır. Dönem boyunca GOÜ'lere yönelik dış finansmanlar içinde DYSY'ları ortalama %2.7, kalkınma finansmanları ortalama %7.5, ticari banka finansmanları ise ortalama %20 artış göstermiştir **(Arnaud, 1992, s.48).** Petrol üreticisi olmayan GOÜ'lerde net dış finansmanın %80'den fazlasının kredi şeklinde, bunun da 2/3'ünün -ticari, değişken faizli, ödemesiz dönemler ve vadeleri daha kısa- ticari banka finansmanlarından oluştuğu **(Lessard, 1986, s.2),** düşünülürse GOÜ'lerin 1970'li yıllardan, dış finansmanda kriz yıllarının başladığı yıllara dek içinde bulundukları ortamın ürkütücü boyutları daha iyi anlaşılacaktır.

Bununla birlikte 1970'li yıllarda GOÜ'lerin dış finansmanında görülen ve 1980'lerin başlarında önceleri tek tek ülke bazında daha sonraları ise dünya çapında ödeme krizlerine neden olan olumsuz gelişmelerin tamamı GOÜ'lerin sorumsuzluklarından kaynaklanmaktadır demek yeterli bir açıklama olamaz. Sürecin tıkanmasına neden olan önemli bazı faktörler ana hatları ile şunlardır;

-GOÜ'lerin çoğunun bol ve ucuz görünen dış fonlar karşısında, ekseriyetle prestij içerikli büyük yatırım programları izlemeye yönelmeleri,

-Yeni korumacılık akımında yükselme ve DTH'lerindeki bozulma nedeni ile GOÜ'ler ihracat gelirlerinde azalmalar,

-Resmi geleneksel finansmanların konjonktüre uygun olarak arttırılamaması,

-Çapraz kur değişmelerinin neden olduğu nominal borç artışları ve rezerv-borç uyumsuzluğunun neden olduğu reel kayıplar,

-1970'lerin sonlarıyla birlikte artan kredibilite analizlerinin borçlanmayı belirli ülkelerde yoğunlaştırması,

-1980'lerin ilk yıllarıyla birlikte reel faiz hadlerinde %100 civarında artmalar karşısında, büyük çoğunluğu değişken faizli olması nedeniyle GOÜ'lerin dış borçlarında çok önemli miktarlarda reel artışlar,

Böylece 1980'li yıllar Eylül 1982'den başlayan bir süreçle, başta çok borçlu GOÜ'ler ve özellikle Latin Amerika ülkeleri olmak üzere genel olarak GOÜ'lerin dış finansmanda kriz yılları olmuştur.

1982'de Meksika'nın moratoryum ilanı ile başlayan ve giderek yaygınlaşan kriz, GOÜ'lere yönelik özel sermaye akımlarında başta uluslararası ticari bankalar kredileri olmak üzere keskin bir daralmaya neden olmuştur. Dönem boyunca GOÜ'lere açılan ticari bankalar kredileri de bu çerçevede genellikle eski borçların ödenmesinde kullanılan gönülsüz krediler şeklinde ve GOÜ'lerin yüksek borç stokunun neden olduğu kısmi pazarlık gücünden kaynaklanmaktadır.

Gerçekten bu kısmi pazarlık gücü, GOÜ'lerin çoğu zaman ortak girişimlerine neden olarak çeşitli toplantılar ve bildirilerle isteklerini pazarlık etmeye yöneltmiştir. Başlangıçta bu girişimleri ciddiye almayan ve çoğunlukla da toplantı davetlerine dahi katılmayan finansörler de zaman içinde karşı bir hareket olarak daha çok ortak hareket etmeye yönelmişler ve genellikle IMF ve IBRD'nin önderliğini tercih etmişlerdir.

Krizin büyüklüğü uluslararası mali kurumları bu işbirliğinin ötesinde çözüm önerileri araştırmaya yöneltmiş, çeşitli planlar ve borç azaltma tekniklerini gündeme getirmeye sevketmiştir. Baker ve Brady Planları, Debt-Equity Swap, Debt-Nature Swap, Debt-Debt Swap ve benzeri teknikler ile başta IBRD olmak üzere çeşitli resmi kurumların yeni kredi paketleri sağlamaya yönelik faaliyetleri hep bu çerçevede gündeme gelmiş ve uygulama şansı bulabilmiştir.

Böylece dönem boyunca GOÜ'lerin dış finansman imkanlarının hızla daraldığı ve hatta GOÜ'lerin gelişmiş ülkelere 1983-89 döneminde 30,3 milyar dolar net mali kaynak transferi sağladığı bir ortamda, GOÜ'ler için dış finansman kaynakları çoğunlukla resmi geleneksel finansmanlar ve çeşitli borç azaltma tekniklerinden ibaret kalmıştır (Bkz. Tablo 6). Bu gelişme toplam dış finansman kaynakları akışları açısından bakıldığında resmi geleneksel finansmanları %70'lere kadar yükselmektedir. Bununla birlikte bu kurumlar finansmanlarının yeterince arttırılamadığı da bir gerçektir.

1970'li yıllardan başlayan bir süreçle GOÜ'lerin 1980'lerde global bir dış finansman krizi yaşamaları dikkatleri GOÜ'ler dış finansman ilişkileri üzerine yoğunlaştırmış ve geçici çözümlemelerden ziyade kalıcı çözümler peşine düşülmesi gereğini hatırlatmıştır. Nitekim dünya bankasının, finanse ettiği projeleri ekonomilerde yapısal dönüşümlere yol açacak alanlara kaydırması, borç doğurmayan sermaye akımlarının arttırılması ve GOÜ'lerin iç kaynaklarının daha etkin kullanılmasına neden olacak makroekonomik yapılanma ve yönetimleri teşviki bu kapsamda düşünülmelidir.

Bu yaklaşım uluslararası mali kurumlara dış finansman problemleri ile ilgili olarak GOÜ'lere yeni bir strateji çizme gereği doğurmuştur. Bu stratejiye göre GOÜ'lerde serbest piyasa ekonomisi enstrümanlarının harekete geçirildiği bir süreçte uluslararası ticari bankalardan daha uzun bir süre faydalanılamayacağı varsayımıyla, ekonomik kredibilite ile daha sıkı ilişkili portföy yatırımları ve borçluluk ilişkisi doğurmayan diğer sermaye hareketlerinin teşvik edilmesi öngörülmüştür. Alternatif dış finansmanlara kayma olarak ifade edebileceğimiz bu tavsiye çoğu GOÜ'lerce kabul edilmiş ve krizin genel olarak aşıldığı ve ülke risklerinin önemli ölçüde azaldığı 1990'lı yıllarda hızla ön plana çıkarılmıştır.

Nitekim 1990'lı yıllarda birçok GOÜ'de tüm dış finansman kaynakları içerisinde alternatif finansmanların payı %40'ı aşmıştır **(Cleessens, 1993, s.92).** Bu gelişmenin doğal sonucu olarak 1990'lı yıllarda GOÜ'lere reel sermaye transferleri negatiften tekrar pozitife dönüşmüş ve dış finansmanlar bir kez daha şekil değiştirmiştir (Bkz. Tablo 11). Bu gelişmede rol oynayan temel faktörler; giderek daha çok teşvik edilen DYSY'ları ve portföy yatırımlarındaki artışlardır. 1994-96 döneminde bu akışlara ilave olarak uluslararası ticari banka kredilerinin uzun bir dönemin ardından yeniden canlanma içine girdigi görülmektedir. Buna göre 1990'lı yılların genel karekteristiginin; GOÜ'lere yönelik özel sermaye akışlarında hızlı bir büyüme ve resmi kalkınma finansmanlarında bir duraklama olduğu görülmektedir. Ancak global olarak GOÜ'lere yönelik bu akışların tüm GOÜ'lerde aynı şekilde yaşandığı söylenemez ve beklenemez. Bu yatırımların çoğunluğu, aralarında Türkiye'nin de bulunduğu sınırlı sayıdaki orta gelirli GOÜ'lerde yoğunlaşma göstermektedir.

Üstelik, 1990'lı yıllarda dünya'da bir sermaye darboğazı giderek yaygınlaşmaktadır. Sermaye arzında giderek daralmanın, talebinde ise devasa artışların yaşandığı düşünülerek, ülke riski düşük, ekonomik performansı güçlü orta gelirli GOÜ'lerin bu süreçten yararlanabileceklerini ancak geri kalanların önemli ölçüde resmi geleneksel finansmanlarla dış finansman açıklarını kapatmaya çalışmak zorunda kalacaklarını söyleyebiliriz.

Öte yandan GOÜ'lerin artan ihtiyaçlarına rağmen, gelişmiş ülkelerin ekonomik problemlerinin artma göstermesi nedeniyle ikili finansmanları ve imtiyazlılık derecelerini azaltma eğilimleri de bir başka sorun olarak resmi geleneksel finansmanları azaltıcı tesir yapmaktadır. Bu şartlar altında çoğu GOÜ'ler için tek alternatif son yıllarda finansmanlarını yoğun olarak eski doğu bloku ülkelerine kaydıran IMF, IBRD, IFC, IDA gibi kurumların finansmanlarını arttırmalarına bağlı kalmaktadır. Ayrıca bu kurumlardaki GOÜ'lerin söz hakkının genişletilmesi gereği ön plana çıkmaktadır. Ancak bu noktada benzer görüşlerin uzun süredir varlığına karşın ilerleme kaydedilememesi iyimser olmayı zorlaştırmaktadır.

Gelişme sürecinin farklı aşamalarında farklı iktisat politikalarının uygulandığı T.C.'de kuruluştan günümüze kadarki dönemde en önemli sorunlardan birisini gelir-tasarruf-yatırım üçgeni çerçevesindeki kaynak yetersizliği problemi oluşturmuştur. Diğer GOÜ'ler gibi, öngörülen ekonomik büyüme hızlarını sağlayacak derecede iç tasarrufların oluşturulamaması ve dış ödemeler dengesi açıkları ülkemizi dış kaynak kullanımına yönelten temel nedenlerdir. Bunların yanısıra 1989 yılından itibaren sermaye hareketlerinde sağlanan serbesti ile başta ticari bankalar ve özel sektör firmaları olmak üzere yurtiçi fon maliyetlerinin yurtdışı piyasalardan yüksek olması nedeni ile uluslararası piyasalara açılmada dış kaynak kullanımını arttıran başlıbaşına bir sebeb olarak kendini göstermektedir. Tarihsel süreç olarak bakıldığında ülkemizde bu açıdan yaşananların şu karekteristiklere sahip olduğu görülmektedir;

Ülkemiz ekonomisinin 1923-50 döneminde dış finansmanlarla ilişkisi pasif bir karakter göstermiştir. Negatif dış finansmanlarla kurulan ülkemizde, bir yandan DYSY'larına yönelik millileştirmeler, diğer yandan dış krediden kaçınılmak istenilmekle birlikte zorunlu kullanımlar ve bunların hemen tamamen ikili finansman şeklinde işlemesi dönemin temel karakteristiğidir.

1950'li yıllar ise önceki dönemin aksine dış finansmana önemli ölçüde ağırlık verilen yıllardır. Gerek resmi gerekse özel dış finansmanların dönem boyunca yoğun olarak kullanıldığı görülmektedir. Ancak ağırlık resmi geleneksel dış finansmanlardan oluşmuştur.

Genel olarak liberal bir ekonomik politika demetinin uygulanmaya çalışıldığı dönemde, DYSY'ları için düzenlemelere gidilmiş, fakat beklentiler gerçekleşmeyince ağırlık dış kredi kullanımına kaydırılmıştır. Özellikle dönemin ikinci yarısından itibaren izlenen mali ve ekonomik liberalizmde kontrolün kaybedilmesi ve aşırı değerlenmiş kur politikasının neden olduğu cari açıklar nedeniyle kısa vadeli ticari borç birikimi ekonomiyi kısa zamanda krize götürmüştür. Moratoryum ilanı ile sonuçlanan süreç bir ekonomik istikrar paketini zorunlu kılmış ve yeni arayışların ön plana çıkmasına neden olmuştur.

Nitekim, yeni arayışlar 1960'lı yıllarda kendisini planlı-programlı kalkınma fikri ile gündeme getirmiştir. Devletçi bir ekonomik yapılanma ve ithal ikamesine yönelik sanayileşme stratejisinin hedef olarak alındığı dönemde, ekonomik kalkınmanın dış kaynaklara olan bağımlılığının giderek azaltılması hedef alınmakla birlikte dış finansmanların kaçınılmazlığı kabul edilmiş ve bunun genel olarak kamu tarafından kullanılabilme prensibi benimsenilmiştir. Nitekim 1963-73 döneminde özel dış kredilerin kullanılmasının kısıtlanması ve 1962 yılında ülkemizin dış kaynak ihtiyacının bir koordinasyon içinde temini için TYK'nun kurulması bu çerçevede düşünülmelidir.

İlk iki plan dönemi bu yaklaşımlara paralel bir seyir takip etmiş ve sağlanan dış finansmanların büyük çoğunluğu TYK çerçevesinde ikili ve çok taraflı resmi geleneksel finansmanlardan oluşmuştur. DYSY'larındaki gelişmelerin çok sınırlı kaldığı dönem boyunca bedelsiz ithalat ve işçi döviz gelirlerindeki beklenilmeyen artışlar dönemin en ilgi çekici dış finansman hareketleridir.

Üçüncü plan dönemi ilk iki plan döneminde olduğu gibi ithal ikame sanayileşme stratejisinin sürdürülmeye çalışıldığı ve dışa bağımlılığın azaltılmasının hedef alındığı bir dönemdir. Bu dönem başlangıçta birçok olumlu ekonomik göstergeyle doludur. Özellikle 1970 devalüasyonu sonrası işçi dövizlerindeki beklenilmedik artışlar neticesinde 1973 yılında cari işlemlerin fazla vermesi sonucu oluşan güven ortamı yeni bazı ekonomik kararların alınmasına da yardımcı olmuştur. Katma protokol gereği ithalat kısıtlamalarında önemli ölçüde azaltmaya gidilmesi, özel dış kredi kullanımında kısıtlamaların azaltılması ve turistik amaçlı döviz tahsislerinin genişletilmesi, aşırı değerlenmiş kur politikası ile birleştiğinde ekonominin dış kaynak talebi hızla

genişlemiştir. Üstelik Kıbrıs Barış Harekatı'nın yanısıra 1. ve 2. petrol şoklarının neden olduğu kaynak sorunu ilave dış finansman talebinde görülmedik artışlara yol açmıştır.

Böylece Petro-Dolarların bolluğu içerisindeki dış konjonktür nedeniyle çoğu GOÜ'ler gibi ülkemiz de hızla ticari finansmanın yolunu tutmuştur. Kısa vadeli dış borç birikiminin hızla tırmanmasıyla şekillenen süreç 1970'lerin son yıllarında ekonomik ve siyasal istikrarın kaybolduğu bir ortamda ekonominin kısa süre içerisinde krize girmesine yol açmıştır.

Türkiye ekonomisinin, 1970'lerin ortasından itibaren yaşadığı dramatik süreç sonrasında Ocak 1980 dönüşümü ve devamı kararlar radikal yapısıyla hemen her sahada olduğu gibi ülkenin dış finansman politikasında da etkisini göstermiştir. Uzun yıllar boyunca dış finansmanın sakınılması gereken ve ancak yardımcı bir faktör olarak değerlendirilmesi gerektigine ilişkin anlayış, yerini bu yeni dönemde ekonomik kalkınmanın vazgeçilmez bir unsuru olduğu anlayışına terketmiştir.

Bir yandan yüksek borç stokları, diğer yandan kalkınmaya ivme verecek yeni kaynak gereksinimi bu süreci tırmandırmıştır. Geleneksel finansmanlardan alternatif finansmanlara kayışın bir süreci olarak 1980 ve sonraki yıllar çeşitli dönemler halinde farklılıklar göstermiştir. 1980-83 dönemi ülkemizin dış finansman açısından geçiş ve yeniden yapılanma evresidir. Resmi geleneksel finansmanlar ve konsolidasyonların ağırlıkta olduğu dönemde DYSY'ları, işçi dövizleri ve YDMH'leri açısından önemli düzenlemelere gidilmiştir.

1984-1988 dönemi 1980 dönüşümüne paralel olarak dış finansmanda atılım yıllarıdır. Geleneksel dış finansmanların öneminin yadsınmaktan ziyade çeşitlenmesinin ve özellikle borçluluk doğurmayan finansmanların arttırılmasının amaçlandığı bu dönemde alınan başarılı sonuçlar ekonominin kredibilitesini arttırarak, dış finansman kaynaklarında çeşitlenmenin sağlanmasına büyük katkı sağlamıştır. İzlenilen yatırım programlarının yapı değişikliğinin neden olduğu S/H katsayılarındaki artmaya paralel dış finansman talebindeki artışlar da bu çerçevede GOÜ'lerin çoğunun dış finansman krizi yaşadığı bir dönemde fazla güçlük çekilmeden temin edilebilmiştir. UFK'nın yoğun bir şekilde desteklediği program ülkemiz ve kreditörlerin tercihlerinin birleşmesiyle şekillenmiştir.

Dönem boyunca artan ekonomik performansın bir önemli sonucu da ülkemizin tahvil ihraçlarına başlayabilmesi olmuştur. Doğrudan ekonomik performans ve kredibilite ile ilişkili bu gelişmeler çoğu GOÜ'nin net negatif kaynak transferi yaşadığı bir dönemde ülkemizin büyük miktarlarda net pozitif kaynak transferi elde etmesini sağlamış, böylece ekonomik büyüme üzeri dışsal engellemeler elimine edilebilmiştir.

1984-88 dönemi ülkemiz açısından geleneksel dış finansmanlardan alternatif dış finansmanlara kayış yıllarıdır. Toplam dış finansmanlar içinde resmi geleneksel finansmanların payı giderek azalmış, özel olanlarsa giderek artmıştır. Diğer yandan, borçluluk doğuran dış finansman akımlarının yoğun olarak kullanılmasına rağmen dönem boyunca dış borçluluk göstergeleri artan ekonomik performansa bağlı olarak nispi kabul edilebilir sınırlar çerçevesinde gelişme göstermiştir.

1989-97 dönemi Türkiye ekonomisi-dış finansman ilişkisi bakımından cumhuriyet tarihi boyunca en yoğun yıllardır. Dış finansman kaynaklarının artma ve çeşitlenmesinin hedef alındığı dönem, alternatif finansmanlarda büyük bir patlamaya neden olmuştur. Dönemin en belirgin özelliği tahvil ihraçlarının aşırı boyutlarda kullanılması ve borçluluk doğurmayan sermaye akımlarındaki hızlı artışlardır. Ayrıca kısa vadeli borç birikimindeki artışlar, izlenen hatalı politikaların kaçınılmaz bir sonucu olmuştur. 1994 yılında yaşanan ekonomik kriz döneminde hızla azalma gösteren kısa vadeli dış borç stoku izleyen yıllarda tekrar hızla artma göstermiştir.

Ülkemiz 1989-97 dönemine nisbi güçlü bir ekonomik performansla girmiştir. Buna paralel olarak ülke riskinin azalışı ve kredibilite artışı sözkonusudur. İşte bu performans dönem boyunca sermaye hareketlerinin serbestleştirilmesi, dış ticaret üzeri engellemelerin azaltılması ve yurtiçi talebin kamçılanması şeklinde özetleyebileceğimiz bir dizi ekonomik kararın alınmasına yol açmıştır. **Ayrıca uzun yıllardır ülkemizin dış finansman ihtiyacının temininde etkin bir rol oynayan OECD bünyesindeki TYK, 1992 sonunda Türkiye'nin artık kendi kendine dış finansman sorunlarını çözebilecek bir kapasiteye ulaştığı gerekçesiyle genel kurulda yapılan bir oylamayla kapatılmıştır.** Ekonomide bu tür düzenlemelere gidilmesi, dış kaynak talebini arttırıcı yönde etki yapmıştır. Nitekim izlenen yatırım programının S/H katsayısını ve Toplam yatırım/GSMH oranını arttırıcı etkilerine karşılık, marjinal tasarruf eğiliminde azalma ve 1994 yılı hariç döviz kurlarının aşırı değerlenmesi, dış finansman gereksinimini hızla arttırmıştır.

KKFA'nın neden olduğu borçlanma gereğinin olağanüstü artışları, aynı neden-sonuç ilişkisi içerisinde süreci tırmandırıcı etki yapmıştır. KKFA'nın neden olduğu borçlanma ihtiyacındaki artış sebebiyle yurtiçi faiz oranlarındaki tırmanma, sermaye hareketlerinde sınırlamalarının son derece azaltıldığı bir dönemde özel sektörün yurtdışı kredi kullanımına yönelmesine de neden olmuş, artan ticari liberalizasyon ve 1994 yılı hariç dövizdeki aşırı değerlenme dış ticaret açıklarında görülmedik artışlara neden olmuştur.

Bu açıklar karşısında dönem boyunca dış finansmanın önemi artmış, geleneksel finansmanların daraldığı bir süreçte kamu sektörü için tahvil finansmanı, özel sektör içinse kısa vadeli ticari bankalar kredileri hızla ön plana çıkmıştır. 1980'lerin ikinci yarısından itibaren başlayan tahvil finansmanı 1989-94 döneminde 1990 ve 91 yılları hariç yoğun olarak kullanılmıştır. 1994 krizinin ardından duraklamak zorunda kalınan tahvil ihraçları ilerleyen yıllarda tekrar ön plana çıkmıştır. Spekülatif seviyedeki rating notlarına rağmen Türkiye'nin USP'larında yaptığı tahvil ihraçlarında kendisine bir yatırımcı tabanı bulmakta güçlük çekmemesi de ayrıca dikkate değerdir.

Dönemin borçluluk doğuran dış finansman kaynakları ile ilgili en olumsuz sonucu, genellikle GOÜ'lerce en az istenilen bir finansman olarak 1994 yılında duraklamakla birlikte dönemin büyük çoğunlugunda geçerli olan kısa vadeli dış kredi kullanımındaki artışlardır. Kur-faiz makası nedeniyle özel sektörün dış kredi kullanımının ve özellikle ticari bankaların spekülatif amaçlarla kredi kullanımının cazip hale gelmesi, kısa vadeli borç birikiminin çok hızlı bir şekilde artmasına neden olmuştur. Üstelik 1993 yılı başında hükümetin enflasyonu kontrol altına alabilmek için kurların, faizlerin ve kamu kesimi fiyat ayarlamalarının düşük tutulmasına yönelik yeni tercihleri sürecin tırmanmasına neden olmuştur. Sözkonusu bu durum 1994 yılında yaşanan ekonomik krizin ortaya çıkışında önemli nedenlerden birisi olmuştur.

Nitekim kamu kesimi borçlanma gereğinin çok hızlı arttığı bir dönemde faiz oranlarını düşük tutabilmek için bir çok kamu iç borçlanma ihalesi iptal edilmekten çekinilmemiş, açıklar yoğun olarak Merkez Bankası kaynakları ve tahvil ihraçları ile kapatılmaya çalışılmıştır.

Bu süreç parasal büyüklüklerin giderek kontrolden çıkmasına neden olmuş, rating firmalarının ilan ettikleri olumsuz risk raporları da finansal piyasalarda tedirginliğe ve devalüasyon beklentilerinin yoğunlaşması ile 1994 yılı başlarında bir finansal krize neden olmuştur. Yaşanan bu kriz ülkemizi 1995 yılına kadar tahvil piyasalarından uzaklaştırıcı, geleneksel resmi finansmanlara ise yaklaştırıcı bir etki yapmıştır.

1989-97 döneminde ekonominin diğer dış finansman kaynakları da çok ciddi oranlarda gelişme göstermiştir. Ülkemize yönelik DYSY'larının GOÜ'ler içindeki yerinin 1989-93 döneminde %1.8'den %2.8'e çıkması (ne yazıkki bu gelişme 1994 sonrasında sürdürülememiş ve yaklaşık olarak %1'e kadar gerilemiştir),

işçi gelirlerinin dövizdeki aşırı değerlenmeye karşın ilk kez 3 milyar dolar sınırını aşması, YDMH sektör gelirlerinin yıllık bir milyar doları aşması ve yabancı sermaye portföy özsermaye yatırımlarının gerçek anlamda oluşmaya başlaması olumlu gelişmelerdir. Bu kalemlerdeki olumlu gelişmeler dönemin bir ödemeler krizi ile noktalanmamasını sağlayan temel faktörler olduğu kadar gelecek için de umut göstergeleridir.

Dönem boyunca başta kısa vadeli krediler olmak üzere alınan kredilerin hızlı artışları doğal olarak dış borç stoku ve borçluluk göstergelerinde önemli ölçüde bozulmalara yol açmıştır. Alınan kredilerin giderek ticari hale dönüşmesi, risk aktarım ve imtiyazlılık derecelerini de hızla azaltmıştır. Ancak, orta ve uzun vadeli borçlanmada çoğunlukla tahvil ihraçlarından faydalanılması, ticari bankalar kredilerine göre daha olumlu bir tablonun çıkmasını sağlamıştır. Dış borç stokunun artışında en olumsuz gelişme, kısa vadeli kredi kullanımının artışından kaynaklanmıştır. Dolayısıyla dönem boyunca dış borçluluk göstergeleri açısından durum giderek bozulmuş ve 1993 yılında doruğa ulaşmıştır. 1994 krizi ile birlikte düzelme gösteren göstergeler ilerleyen yıllarda yeniden yüksek boyutlara ulaşmış ve 1996 yılı sonu itibariyle toplam dış borç stokunun %25.8'ne ulaşmıştır.

Türkiye ekonomisi-dış finansman ilişkisi açısından, anlatılanlar çerçevesinde diğer değerlendirme ve ilgili önerilerimiz aşağıda sıralanmaktadır.

-Ülkemiz uzun bir süredir, gelişme sürecinde yoğun olarak dış finansmanlarla içiçe yaşamaktadır. Öyleki dış finansmanlar artık ülkemiz ekonomisi için artan çeşitliliği ile vazgeçilmez unsurlardır. Bu süreç ileriki yıllarda da yoğun olarak işlemeye devam edecek ve dış kredilendirme sürecine ilave olarak başta DYSY'ları ve YDMH olmak üzere borçluluk doğurmayan dış finansmanlar, giderek daha çok önem kazanacaktır. Türkiye, diğer GOÜ'ler gibi ekonomik kalkınma sürecinde finansman açığı veren bir ülke olarak dış finansman kullanımına devam etmek durumundadır. Üstelik bu süreç, tasarruf ve ödemeler dengesi açıklarının yanısıra, borç ödemelerini kapsayacak bir şekilde üçlü bir yapı da arzetmek durumundadır.

-Sadece kamu kesiminin değil özel sektörün de yoğun olarak tasarruf açığı içinde olduğu ülkemizde, var olan milli gelirin daha büyük kısmını tasarruflara ve yeni yatırımlara yöneltecek mekanizmalar iyileştirilmelidir. Ancak bu hedef tek başına yeterli degildir. Çünkü yüksek tasarruf-yatırım oranlarına rağmen, Doğu blokunun çözülmesi yatırımların en uygun sahalara enjekte olmasını sağlayacak makro ekonomik yönetim sürecinin önemliliğini vurgulamaktadır. 1980'li yıllarda genel olarak artan, ancak son yıllarda izlenen politikalar nedeniyle azalan tasarruf oranları bu açıdan olumsuz bir gelişmedir.

Üstelik, 1 Ocak 1996 tarihinden itibaren ülkemizin AT ile gerçekleştirdigi gümrük birliği tüketim-tasarruf ikilemi açısından tehlike sinyalleri vermektedir. Zira, ülkemizin AT ile gümrük birliğine girmesi sonrası ithalattaki kısıtlamaların en önemli kısmının kaldırılması tüketim eğiliminin artmasına yol açıp, iç tasarrufları azaltıcı ve yatırımların iç kaynaklardan finansman olanağını giderek daraltıcı etkilere de neden olmaktadır.

-Ülkemiz, dış finansmanın öneminin arttığı bu süreçte borçluluk doğuran ve doğurmayan dış finansman akımları arasında bir öncelik tercihini ortaya koymak ve ikinciler lehine açıkça tavır almak durumundadır. 1980'li yıllara kadar sadece geleneksel finansmanlar yönünde bir tercih belirleyen ülkemiz bu açıdan 1980'li yıllarda önemli bir atılımı gerçekleştirmiş, ve borçluluk doğurmayan dış finansman kaynakları açısından önemli gelişmeler sağlamıştır. Bu gelişmeler halihazırda yüksek boyutlara ulaşan borç stokunun ve bozulan birçok borçluluk göstergesinin daha üst seviyelerde oluşmasını engelleyici karakter göstermiştir.

-Ülkemizde dış borçlanma, dış finansman sürecinin hem en önemli ayağı hem de en önemli sorunlar kaynağıdır. Dış borçlanmalar içerisinde orta ve uzun vadeli borçların büyük çoğunluğu kamu, kısa vadeli borçların ise çoğunluğu özel sektöre aittir. Borç stoku içinde çoğunluğun kamuda olması, olumlu ve olumsuz sonuçlara neden olmaktadır. Olumludur, zira borç yönetimi için bir nevi kolaylık arzetmektedir. Olumsuzdur, zira borçların kamu tarafından ne kadar etkin kullanılabildiği ve bunların geri ödenmesinde kamu kesimi finansmanında yaşanan yoğun zorluklar sözkonusudur. Özellikle kamunun dış borçlanmayı yoğun olarak altyapı ve enerji gibi gelir getirme ve doğrudan döviz kazandırma potansiyeli sınırlı yatırımlar için yapması bir dengesizlik unsurudur. Benzer şekilde son yıllarda yoğunlaşan ve doğrudan kamu açıklarını finanse edici dış borçlanmalar da bu açıdan dikkat çekicidir.

Bu nedenle son yıllarda birçok mega projenin gündeme geldiği ve gerek borç stokunda gerekse borçlanmada görülen darboğaz düşünülerek YİD ve benzeri modellerin işlerliğe kavuşturulması yönünde adımlar atılmaya devam edilmelidir. Bu tür modeller halihazırda çok sayıdaki projeyi bir arada yürütmeye çalışan ve çoğunlukla iç finansman problemleri nedeni ile projelerin bitiş süresi ile finansman maliyetlerinin hızla farklılaştığı düşünülerek kullanılabilir. Ancak bu tür projeler için sağlanacak dış kredilerin hazine garantisi altına alınması ve seçilecek firmalar konusunda temkinli olmak gereklidir. Bu sebeble projelerin tek firmalar yerine Türk firmalarının da aralarında bulunduğu çeşitli konsorsiyum modelleri, bir risk paylaşım mekanizması kurularak kullanılabilmelidir. YİD modelleri ile ilgili olarak hukuksal sorunları aşmaya yönelik yeni girişimler bu açıdan büyük öneme sahiptir ve desteklenmeye muhtaçtır.

-Dış borçlanma ile ilgili yapılması gerekli olanlardan bir diğeri, varolan borç stokunun ulaştığı boyutlar düşünülerek, uzun yıllardır prensip olarak kabul edilen ancak, uygulanamayan dış borçlanmanın yıllık borç servisini aşamayacağı prensibine işlerlik kazandırılması şeklinde olmalıdır. Ancak bu gerekli olmakla birlikte yeterli değildir. Dolayısıyla yukarıdaki prensibin yanısıra yıllık dış borç büyüme oranının o yılki öngörülen ekonomik büyüme oranını aşamayacağı şeklinde bir prensip'te ilave edilmelidir. Ülkemizde dış borçlanma konusunda yeterli bir yasal düzenleme olmadığı düşünülürse, hazırlanacak bir yasa tasarısıyla belirli marjlar dahilinde yukarıdaki prensipler kamu sektörü için zorunlu hale getirilebilir.

-Ülkemizin dış borçlarının reel artışlarının yanısıra faiz ve kur risklerinden kaynaklanan nominal artışları bir diğer sorun kaynağıdır. Örneğin 1980-93 dönemindeki artışların 10 milyar doları civarı olan bir kısmının sadece kur farklarından kaynaklandığı düşünülürse HM'nin etkili bir pasif yönetimi için gerekli düzenlemeleri geciktirmeden işlerliğe kavuşturması gereklidir. Bu konu ile ilgili olarak en memnun edici gelişme HM Dış Ekonomik İlişkiler Genel Müd. bünyesinde 11.07.1995 tarihinde "Dış finansman yönetimi daire başkanlığı"nın kurulmasıdır. Henüz çok yeni bir birim olmakla birlikte dış borç yönetimi ile ilgili olarak çok ciddi çalışmalar yürüten bir daire başkanlığının bir çok ülkede çoktan beridir yürütülmekte olan pasif yönetimi hususunda önemli görevler üstlenecegi açıktır. Bu görevleri geregi ile yerine getirebilmesi ise önündeki mevzuat engellerinin azaltılıp yeterli kurumsal bir yapıya kavuşturulabilmesi ile mümkün olabilecektir. HM'nın bu konunun öneminin farkında olarak ciddi girişimler içinde bulunması bu açıdan sevindirici ve teşvik edilmesi gereken bir gelişme olarak görülmelidir

-Benzer bir problem, dış borçlanma-döviz gelirleri-rezerv uyumsuzluğu ile ilgilidir. Bu hususta en dikkat çeken problem toplam borç stoku içinde Japon yeni borçlarının %18'e kadar çıkmasına karşın rezervler içindeki yerinin %2-3'lerde seyretmesidir. Dolayısıyla çapraz kur değişimlerinden kaynaklanan kur riskinin nominal olmaktan çıkıp reel hale dönüşmesini engelleyici tedbirlerin alınması zorunludur.

-Dış borçlanmayı cazip kılan faktörler bir diğer problem kaynağıdır. Sermaye hareketlerine getirilen serbestinin yanısıra oluşan kur-faiz makası ülkemizde son yıllarda hızla artan kısa vadeli borç stokunun en önemli sebebidir. Bu gelişme spekülatif kısa vadeli sermaye girişleri ve ticaret finansmanı gibi sebeblerle patlama şeklinde yaşanmaktadır.

Bu sebeble kur politikasının mutlak surette gerçekçi, hatta sağlayacağı ilave sübvansiyonlarla bir miktarda eksik değerlenmiş şekilde tespit edilmesi zorunludur. Bu süreçte kurların sadece döviz arz ve talebine bırakılarak belirlenmesi kabul edilmemeli ve HM ile MB'nın koordinasyonu içinde güdümlü tespiti sağlanmalıdır. Çünkü ülkemizde arz ve talebe bırakılacak bir kur politikası, enflasyonun sürdüğü bir ortamda kısa vadeli sermaye akımları nedeni ile kurların aşırı değerlenmesine neden olabilecek ve 1989-93 döneminde yoğun olarak yaşanan süreç tekrarlanabilecektir. Nitekim 1996 yılındaki gelişmeler de bu yönde olmuştur.

Kur politikasının neden olduğu kısa vadeli borç birikiminin, ülkemizin bugüne kadar yaşadığı tüm dış ödemeler dengesi krizlerinin en önemli sebeblerinden birisi olduğu bilindiğine göre izlenen kur politikasının gerçekçi olması, ayrıca KKFA'nın faiz oranlarını arttırıcı etkileri düşünülerek mutlaka azaltılması gereklidir. Ancak süreç bu kadarla sınırlı kalmamalı bir yıldan kısa vadeli dış borçlanma üzeri kısıtlamalar da düşünülmelidir. Özellikle mali kurumların en yoğun kısa vadeli borçlanıcılar olduğu ve en yüksek spread'lerle borçlandığı düşünülerek bir tavan faiz ya da tavan spread uygulaması da düşünülmelidir.

Bu tür engelleme ve düzenlemeler yoğun olarak başta mahalli idareler olmak üzere kamu kurumları için de düzenlenmeli ve bu kurumlar için dış borçlanma süreci HM'nin ön iznine bağlı kalmalıdır (09.01.1993 tarihli bir tebliğ ile anılan önizin uygulamasına geçilmiştir). Ayrıca halihazırda faiz oranlarının yüksekliği ve kurların nispi az artacağı beklentisi ile oluşan ve saadet zinciri olarak adlandırılan sürecin kırılabilmesi için kısa vadeli sermaye hareketlerin serbestliği ve kısmi sınırlamalar tartışma konusu yapılabilmeli, ancak daha da ötesi iç faiz oranlarının artışında önemli bir faktör olarak KKFA'nı azaltıcı kalıcı tedbirler mutlaka alınmalıdır.

-1980'lerin ikinci yarısından itibaren canlanmaya başlayan DYSY'ları, YDMH, İşçi dövizleri ve Portföy özsermaye yatırımları birer alternatif dış finansman tekniği ve borçluluk doğurmayan sermaye akımları olarak özellikle geliştirilmeye devam edilmesi gerekli alanlardır.

-İşçi dövizleri için gerçekçi kur izlenmesi, işçilerin yurtdışında karşılaştığı sorunlar konusunda daha aktif olunması ve son zamanlarda olduğu üzere yeni finansal araçların işlerliğe kavuşturulması olumlu etkiler doğuracaktır.

-Portföy özsermaye yatırımları için İMKB'nin geliştirilmesinin devamlılığı, tanıtımının sağlanması özel önem arzetmektedir. Ancak bu tür yatırımlar, daha çok ekonomik performans ve yapısal dönüşümün sürekliliği sağlandığı bir süreçte artabilecektir.

-YDMH sektörü artan önemine rağmen yeterince üzerinde durulmayan bir alandır. Çok uzun bir süredir kamu kurum ve kuruluşlarıyla etkin bir koordinasyondan uzak olan sektör için Hazine bünyesinde olması gerekli bir birim ancak Temmuz 1994'de kurulabilmiştir. Gecikmeye karşın bu gelişme olumludur. İlgili firmaların gösterdiği yüksek performans ve artan rekabet gücü ile sahip olduğu pazar hacmi hızla genişlemektedir. Özellikle yeni Türk Cumhuriyetleri bu açıdan hedef pazar olmalı ülkelerarası işbirliğini geliştirecek çalışmalar yapılmalıdır.

Bu Cumhuriyetlerinin çoğunun potansiyel zengin ülkeler olduğu düşünülerek gerek siyasal, gerekse ekonomik işbirliğinin geliştirilmesinde öncelik sağlanmalıdır. Halihazırda önemli finansman sorunları yaşayan bu ülkelere açılabilecek krediler (bağlı olmak üzere) arttırılmaya çalışılmalı gerekirse bu tür fonlar için Türk işbirliği ve Kalkınma Ajansı (TİKA)'nın ve Türk Eximbank'ın önderliklerinde ülkemizin kredibilitesinin sağlanabildiği bir süreçte özel borçlanmalar yapılıp uygun koşullarda bu ülkelere aktarılabilmelidir. Benzer şekilde Ortadoğunun yeniden inşası sözkonusu olduğuna göre ilgili ülkelerle sosyal, siyasal ve ekonomik işbirliğini geliştirme imkanları araştırılmalıdır.

-Ülkemiz halihazırda DYSY'ları için ciddi atılımlar yapmakla birlikte potansiyelinin çok gerisindedir. Gümrük birliğine girmenin getirdigi, potansiyel ilave DYSY'ları da gözönünde bulundurularak eksiklikler tamamlanmalı, çalışmalar sürdürülmelidir. Bu konudaki bazı önerilerimiz şunlardır;

1.Tutarlılık ve istikrar: Ülkemiz herşeyden önce DYSY'ları isteğinde tutarlı ve istikrarlı olmak zorundadır. GOÜ'lerin bugün DYSY'ları için bir yarış bilinci içinde olduğu kabul edilmeli ve buna göre hareket edilmelidir. Mevcut yasal taban sadeleştirilip. açık ve basit hale getirilmeli bir çerçeve kararnamesi şeklinde değil uzun yıllar değişmeyecek bir kanun haline dönüştürülmelidir.

2.Tanıtım: HDTM Yabancı Sermaye Genel Müdürlüğü Promasyon Dairesinin bütçesi, gücü ve etkinliği arttırılmalı yurtdışındaki ticari ateşelikler ile güçlü bir işbirliği içinde etkin bir tanıtım sağlanmalıdır. İlk elden bilgi verecek toplantı ve seminerler, çeşitli yayın faaliyetleri vb. girişimler bu kapsamda düşünülmelidir.

3.Fikri Mülkiyetler: Yabancı yatırımcıların fikri mülkiyet haklarının korunmasını düzenleyen ve gecikmeli olarak çıkarılabilen yasanın işlerligi sağlanmalıdır.

4.Bürokrasi ve Rüşvet: Gerek mevzuat karışıklığı gerekse bürokrasinin yavaşlığı ve gücünün yüksekliği sebebi ile rüşvetin yaygınlığını önleyecek düzenlemeler yapılmalıdır.

5.Vergi Oranları: Ülkemizin mutlak bir vergi reformuna ihtiyaç duyduğu tüm kesimlerce kabul edilmektedir. Dolayısıyla bir vergi reformu gerçekleştirilmeli, yüksek vergi oranları ve yaygın istisna ve muafiyet uygulaması yerine daha düşük fakat istisna ve muafiyetlerin çokluğundan arındırılmış bir kurumlar vergisi uygulaması yapılmalıdır.

6.Hizmet Giderleri: Hemen tüm ülkelerde ÇUŞ'lerin anamerkezlerinde yapılan AR-GE giderlerinin iştirak ve bağlı şirketlerce paylaşılması sonucu ortaya çıkan hizmet giderleri vergiden düşürülebilmeli, bu konuda Maliye Bakanlığı ve Yabancı Sermaye Genel Müdürlüğü uzmanlarından oluşan ortak bir komisyon kurulmalıdır.

7.Finansman: Yerli yatırımcılar olduğu kadar yabancı yatırımcılar için de finansman problemi en önemli zorlukların başındadır. Bu konuda kamu borçlanma gereğinin azaltılmasına yönelik tedbirlerin alınması ile, yabancı yatırımcılar için dış kredi teminindeki zorluklar kabul edilebilir sınırlar içine çekilmelidir.

8.Sağlık Yatırımları: Yabancıların ülkemizde tıp doktorluğu yapmasını engelleyen yasa değiştirilmelidir.

9.Yap-İşlet-Devlet: YİD ve benzeri modellerin sağlıklı bir hukuksal tabanı kurulmalı ve bu yönde atılacak adımlar desteklenmelidir.

10.Uluslararası Anlaşmalar: Diğer ülkelerle yapılan çifte vergileme ve yatırımların karşılıklı teşviki anlaşmalarının arttırılması ve yaygılaşması sağlanmalıdır.

11.Yatırımcı Ülkeler: Yabancı sermayenin ülke tercihinde kaynak ülkeler politikalarının önemi çok belirgindir. Dolayısıyla bu ülkelerle ikili ilişkiler arttırılmalı ve yabancı yatırımcıları harekete geçirecek DEG ve OCIFT gibi kurumlar, ABD, Japonya, İtalya ve G.Kore başta olmak üzere tüm diğer kaynak ülkelerle de kurulmalıdır.

BİBLİOĞRAFYA

AÇBA, Sait; "**Devlet Borcları**", Adım Yayıncılık, Ankara 1991.

AKTAN, Okan; "**Uluslararası Finansman: Gelişmekte Olan Ülkeler Açısından Geçmişi ve Geleceği**", İşletme ve Finans Dergisi, Haziran 1993.

AKYÜZ, Abdullah; "**Uluslararası Finansal Piyasalar ve Türkiye**", İşletme ve Finans Dergisi, Haziran 1993.

AKYÜZ, Yılmaz; "**Ekonomide Liberalleşme ve Sanayileşme: Latin Amerika Deneyimi**", İşletme ve Finans Dergisi, Mart 1994.

ALGAN, Neşe; "**Dünyada ve Türkiye'de Yabancı Sermaye Yatırımları ve Beklentiler**", YASED Yayın No: 33, İstanbul 1988.

ALTAN, Mehmet; "**Süperler ve Türkiye**", Afa Yayınları No:23, İstanbul 1986.

ALPAR, Cem, **ONGUN**, Tuba; "**Dünya Ekonomisi ve Uluslararası Ekonomik Kuruluşlar**", Türkiye Ekonomi Kurumu Yayın No: 1985/3, Ankara 1985.

ALPAR, Cem; "**Yabancı Sermaye Kaynakları**", Türkiye Ekonomisi Sektörel Gelişmeler İçinde Türkiye Ekonomi Kurumu yayını, İstanbul 1992.

ARIĞ, Haluk; "**Uluslararası Finansman Kurumunun Yapısı ve Kredi Koşulları**", İktisat Dergisi, Şubat 1984.

ARNOUD, Pascal; "**Üçüncü Dünyanın Borçlanması**", (Çeviren: Fikret Başkaya), İletişim Yayınları, İstanbul 1992.

ARTAM, Evren; "**Uluslararası Para ve Sermaye Piyasalarından Kaynak Bulma Sorunu**", 2. Türkiye İktisat Kongresi Tebliğleri, Cilt 2, DPT, Ankara 1981.

ATABEK, Feyza; "**Dış Yardım ve Etkileri**", İSO Dergisi, Mayıs 1991.

BAHRAN, Nevzad; "**Proje Finansmanı**", Türkiye Ekonomisi ve Dış Ticaretindeki Son Gelişmeler içinde, HDTM Yayını, Ankara 1990.

BAŞKAYA, Fikret; "**Kalkınma İktisadının Yükselişi ve Düşüşü**", İmge Kitabevi Yayın No:91, Ankara 1994.

BATRA, Ravi; "**Kriz 1990**", Altın Kitaplar Yayınevi, İstanbul 1988.

BELOT J., Theresa ve **WEIGEL**, R.Dale; "**Programs in Industrial Countries To Promote Foreign Direct Investment in Developing Countries**", Foreign Investment Advisory Service Occasional Paper No:3, World Bank 1992.

BERKSOY, Taner ve Diğ.; "**Türkiye'de Yabancı Sermaye**", TÜSES Vakfı Yayını, İstanbul 1989.

BERKSU, Amil; "**İşçi Tasarruflarının Yurda Yönlendirilmesi ve Değerlendirilmesi**", 2. Türkiye İktisat Kongresi Tebliğleri, Cilt 2, DPT, Ankara 1981.

CANKAY, Lale; "**Türkiye'de Dış Borçların Gelişimi**", İşletme Ve Finans Dergisi, Şubat 1993.

CHAUDHURI, Adhip; "**MNC's in Less Developed Countries**", Colombia Journal of World Business, Spring 1988.

CEYHUN, Fikret; "**Turkey's Debt Crises in Historical Perspectives: A Critical Analysis**", ODTÜ Gelişme Dergisi, Cilt:19, Sayı:1, 1992.

CLAESSENS, Stijn; "**Alternative Forms of External Finance: A Survey**", World Bank Research Observer, January 1993.

CORBO, V. ve **HERNANDEZ**, L.; "**Macroeconomic Adjustment To Portfolio Capital Inflows: Rationale and Some Recent Experiences**", Portfolio Investment in Developing Countries içinde (Editör: Claessens Stijn ve Gooptu Sudarshan), World Bank 1993.

CRAIG, P.Roberts; "**Supply Side Economics**", National Westminister Bank Quarterly Review, February 1989.

ÇARIKÇI, Emin; "**Türkiye'de Ekonomik Güçlükler ve Çözüm Yolları**", Adım Yayıncılık, Ankara 1991.

ÇELİK, Necmi; "**Uluslararası Sermaye Yön Değiştiriyor**", Bankacılar Dergisi, Ocak 1992.

ÇİLLER, Tansu; "**Dış Borçlar: Tahmin ve Analiz**", TÜSİAD Yayın No: T/87.12.106, İstanbul 1987.

ÇİNGİ, Selçuk; "**Avrupa Yatırım Bankası ve Türkiye ile İlişkileri**", ATO Yayını, Ankara 1994.

DANIŞMAN, Mustafa; "**Belediye Finansmanında Yapısal Değişim**", Uluslararası Finansman: Teknikler ve Araçlar İçinde, Hacettepe Ü.İ.İ.B.F. Mezunler Derneği Yayını, Ankara 1993.

DEBS, Richard ve Diğ.; "**Finance for Developing Countries**", Group of Thirty, Newyork 1983.

DEDEOĞLU, E. ve DİĞ.; "**Devlet Borç Yönetimi**" Devlet Bütçe Uzmanları Dernegi Yayın No:2, Ankara 1995

DERDİYOK, Türkmen; "**Türkiye'de Dış Borç Yönetimi**", HDTM Yayınları, Ankara 1993.

DEMİR, Gülten; "**Dış Borçlanma ve Türkiye'nin Dış Borçları Üzerine Bazı Gözlemler**", Anadolu Ü.İ.İ.B.F. Dergisi, Cilt 6, Sayı:2, Eskişehir 1988.

DİKEÇ, Üstün; "**Dış Yardımların Koordinasyonu ve Türkiye'ye Yardım Konsorsiyumu**", Gazi Ü.İ.İ.B.F. Yayın No:26, Ankara 1984.

DİNÇ, Nazife; "**Dış Borçlar Üzerine Bir İnceleme**", Yayınlanmamış Doktora Tezi, Anadolu Ü.Sosyal Bil.Ens. Eskişehir 1990,

DOĞAN, Hüsnü; "**Türkiye'de Yabancı Sermaye**", 2. Türkiye İktisat Kongresi Tebliğleri, Cilt 2, DPT, Ankara 1981.

DOOLEY, M.P.; "**Capital Flight: A Response to Differences in Financial Risks**", IMF Staff Papers, Vol.35, September 1988.

DORNBUSH, R. ve **FISCHER**, S.; "**Macroeconomics**", McGraw-Hill Publication, U.S.A. 1993.

DUNN, T.Paxton; "**Dünya Gelişmesinde Dinamik Güçler**", Derleyen: MTO Türkiye Milli Komitesi, MTO Yayın No:3, Ankara 1987.

DURAN, Lütfi; "**Yap-İşlet-Devret**", Ankara Ü.S.B.F.Dergisi, Ocak-Haziran 1991.

DÜLGEROĞLU, Ercan; "**Kalkınma Ekonomisi**", Uludağ Ü.İ.İ.B.F. Yayın No: 14, Bursa 1991.

EDWARDS, Sebastian; "**Sequencing Economic Liberalization in Developing Countries**", Finance and Development, March 1987.

EDWARDS, Sebastian; "**Capital Flows, FDI And Debt Equity Swaps İn Developing Countries**", NBER Working Papers No: 3497, October 1990.

ELMAS, Gülen; "**1980-90 Arasında Türkiye'nin Reel Döviz Kuru İthalat Esneklikleri**", Türkiye Kalkınma Bankası, Sanayi Yıllığı 1993 İçinde, Ankara 1993.

ERÇEL, Gazi; "**Dış Yardım ve Krediler**", 2. Türkiye İktisat Kongresi Tebliğleri, Cilt 2, DPT, Ankara 1981.

ERÇEL, Gazi; "**Türkiye'nin Dış Borç Birikiminin Kaynakları**", 3.İktisat Kongresi Tebliğleri, Cilt 1, DPT, Ankara 1992.

ERÇEL, Gazi; "**İlk Türk Jumbosu**", Finans Dergisi, Mart 1993.

ERDEN, Arif; "**Türkiye'nin Uluslararası Sermaye Piyasalarındaki Performansı**", İşletme ve Finans Dergisi, Haziran 1993.

ERK, Nejat ve Diğ.; "**Enflasyonun Bankacılık Üzerine Etkileri**", Türkiye Bankalar Birliği 1993 Birincilik Ödülü, Yayınlanmamış Çalışma.

ERTÜRK, İsmail; "**Dünya Bankası ve IMF Kimlik Arayışında**", Kapital Dergisi, Aralık 1991.

ERTÜRK, Emin, "**Ekonomik Entegrasyon Teorisi ve Türkiye'nin İçinde Bulunduğu Entegrasyonlar**", Ezgi Kitabevi, Bursa 1993.

ERTÜZÜN, Tevfik; "**Kapanış Paneli**", 3. izmir İktisat Kongresi Tebliğleri, Cilt 8, DPT, Ankara 1993.

ESEN, Oğuz; "**Gelişmekte Olan Ülkelerden Sermaye Kaçışı**", Banka ve Ekonomik Yorumlar Dergisi, Mayıs 1990.

EVGİN, Tülay; "Dış Borçlanma ve Dış Borçlarımızda Yapılan Düzenlemeler", Ekonomik Yaklaşım Dergisi Kış 1996, cilt 7, sayı:23.

FEDDER, M.J.Ve **MUKHERJEE**, M.; "The Reemergence of Developing Countries in the International Bond Markets", Beyond Syndicated Loans: Sources of Credit for Developing Countries içinde (Editör: John , D.Schilling), World Bank Technical Papers No:163, World Bank 1992.

GONZALES, Claduio;"Dünya Gelişmesinde Dinamik Güçler", Derleyen: MTO Türkiye Milli Komitesi, MTO Yayın No:3, Ankara 1987.

GOODELL, Tim; "The Secondary Market for Turkish Debt", Uluslararası Finansman, Teknikler ve Araçlar içinde, Hacettepe Ü.İ.İ.B.F. Mezunlar Derneği Yayını, Ankara 1993.

GOOPTU, Sudarshan; "Portfolio Investment Flows to Emerging Markets", Portfolio Investment in Developing Countries içinde (Editör: Claessens, Stijn ve Gooptu, Sudarshan), World Bank 1993.

GOOPTU, Sudarshan ve **MASOOD**, Ahmed; "Portfolio Investment Flows to Developing Countries", Finance and Development March 1993.

HALL, Wayne; "Yabancı Yatırımların Özendirilmesi", (Çev.:Mustafa Tanyeri), EGİAD Yayın No:1, İzmir 1993.

HANSEN, Peter; "Dünya Gelişmesinde Dinamik Güçler", Derleyen: MTO Türkiye Milli Komitesi, MTO Yayın No:3, Ankara 1987.

HİÇ, Süreyya; "Türk.Ekonomisi", Menteş Kitabevi, İstanbul,1988.

HİÇ, Mükerrem; "Bozulan Ekonomi Nasıl Düzeltilir", Menteş Kitabevi İstanbul 1989.

HOUDE, M.France ve **CORY**, Highland; "International Direct Investment: Policies and Trends in 1980's", OECD, Paris 1993.

HUSAIN, İshrat ve **MITRA**, Saumya; "Future Financing Needs of the Highly İndebted Countries", World Bank International Economic Department Working Papers, World Bank, August 1989.

İNAL, Fasih; "**Yabancı Sermaye**", Dünya Gazetesi, 27-28.07.1993.

İNCE, Macit; "**Devlet Borçlanması**", AİTİA yayını, Ankara 1976.

KARAÖZ, M.Aydın; "**Kredi Değerliliğinin Tespiti (Rating)**", HDTM Dergisi 1990/1.

KARATEKELİOĞLU, Celal; "**Avrupa Yatırım Bankası Kredileri ve Özellikleri**", HDTM Dergisi 1990/1.

KARDÜZ, A.RIZA; "**Döviz Kredilerinin Faizi %92 TL Kredinin Maliyeti %140"**, Sabah Gazetesi 21 Mayıs 1997

KARLUK, Rıdvan; "**Gelişmekte Olan Ülkelerin Dış Borç Yükünün Hafifletilmesinde Yabancı Sermaye Yatırımlarının Önemi ve Bu Konuda Uygulanan Yeni Politikalar**", İstanbul Sanayi Odası Dergisi, Aralık 1988 ve Ocak 1989 Sayıları.

KAZGAN, Gülten; "**Ekonomide Dışa Açık Büyüme**", Altın Kitaplar, İstanbul 1988.

KAYRA, Cahit; "**Dış Finansman Teknikleri**", İstanbul Ü.İktisat Fakültesi Yayını, İstanbul 1970.

KERMEN, Teoman; "**Ülkemiz Özel Sektörü için Yeni Bir İmkan: Asya Kalkınma Bankası**", Türkiye İktisat, Mayıs 1993.

KHAN, M. ve **VIHAQUE**, N.; "**Capital Flight From Developing Countries**", Finance and Dev. March, 1987.

KOÇAK, Azmi; "**Yabancı Sermayede Sağlık Yatırımları**", Finans Dünyası Dergisi, Haziran 1992.

KORKMAZ, Esfender; "**Dış Borç Krizine Yol Açan Gelişmeler**" İstanbul Ü.İkt.Fak.Mecmuası, Cilt 44, Sayı:1-4, 1988.

KUCZYNSKI, P.Pablo; "**International Capital Flows to Latin America: What is the Promise**", Annual Conference on Development Economics içinde, World Bank 1993.

LARRARIN, F. ve **VELASCO**, Andres; "**Can Swaps Solve the Debt Crises: Lessons From The Chilean Experience**", Princeton Studies in International Finance No:69, Princeton University, Nowember 1990.

LESSARD, R.Donald; "International Financing For Developing Countries", World Bank Staff Working Papers No:783, World Bank 1986.

LEWIS, Arthur; "Uluslararası Ekonomik Düzenin Evrimi", (Çev: Necdet Serin), Türkiye Ekonomi Kurumu Yayını, Ankara 1983.

MELEN, Mithat; "Avrupa İmar ve Kalkınma Bankası", HDTM Dergisi 1990/3.

MELEN, Mithat; "International Organizations", HDTM Yayını, Ankara 1991.

MİNİBAŞ, Türkel; "GOÜ'de Kalkınmanın Finansmanı", İstanbul Ü. İkt.Fak.Mecmuası, Cilt 44, Sayı:1-4, 1988.

MİNİBAŞ, Türkel; "Azgelişmiş ülkelerde Kalkınmanın Finansman Politikaları ve Türkiye", İstanbul Ü.Yayın No: 3542, İstanbul 1989.

NEFTÇİ, Salih; "Dış Borçlanma-Duvar", Hürriyet, 7.11.1993 ve 18.10.1993.

NIRMALJIT, Paul; "Promoting Limited Resource Project Finance To Developing Countries", Editör: John D.Schilling, Beyond the Syndicated Loans içinde, World Bank Technical Paper No:163, World Bank 1992.

OKTAR, Suat; "Borç-Sermaye Akışı ve AGÜ'lerin Büyümesi", İktisat ve Maliye Dergisi, Temmuz 1988.

OKTAR, Suat; "Az Gelişmiş Ülkelerin Dış Borçlarının Azaltılmasında Yeni Bir Teknik: Borç-Özsermaye Değişimi", Banka ve Ekonomik Yorumlar Dergisi, Ocak 1992.

OKTAR, Suat; "Dış Borçların Menkulleşmesi", Banka ve Ekonomik Yorumlar Dergisi, Aralık 1993.

OKTAR, Suat; "Bir Borç Azaltma Tekniği: Borç-Doğa Değişimi", Banka ve Ekonomik Yorumlar Dergisi, Ocak 1994.

OKTAR, Suat; "Gelişmekte Olan Ülkelerde Sermaye Piyasalarının Büyümesi", Banka ve Ekonomik Yorumlar Dergisi, Mayıs 1994.

ÖNEN, Sacit; "Uluslararası Mali Kuruluşlar", Gazi Ü.İ.İ.B.F. Yayın No: 51; Ankara 1990.

ÖNERTÜRK, Pınar; "**Dış Borçlanma ve Borç Ödeme Kapasitesi**", Maliye Dergisi, Mart-Nisan 1979.

ÖNİŞ, Ziya; "**Türkiye'de Dış Ticaret Politikaları ve Dış Borç Sorunu 1980-88**", İTO Yayın No:33, İstanbul 1989.

ÖNİŞ, Z. ve **ÖZMUCUR**, S.; "**Capital Flows and The External Financing of Turkey's İmports**", OECD, Technical Paper No:36, Paris 1991.

ÖKTEM, Ayşe; "**Çeşitli Ülkelerde Dış Borç Yönetimi**", HDTM Dergisi, Haziran 1985.

ÖZMEN, Selahattin; "**Yabancı Sermaye**", Maliye Yazıları, Mart-Haziran 1989.

PİRİMOĞLU, Abdülbaki; "**Türkiye'nin Dış Borçları ile İlgili Bir Tahlil Denemesi (1963-80)**", Atatürk Ü.Yayın No:600, Erzurum 1982.

PREFFERMAN, Guy ve **MADORRASY**, Andrea; "**Trends in Private İnvestment in Developing Countries**", IFC Discussion Paper No: 14, WB-IFC 1992.

REILLY, Frank; "**Investment**", CBS College Publish., Newyork 1986

RODRIK, D. ve **CELASUN**, M.; "**Turkish Experience With Debt; Macroeconomic Policy and Performance**", Developing Country Debt and The World Economy içinde (Editör: J.D.Sachs), The University of Chicago Press, Chicago 1989.

RYRIE, Williams; "**Dünya Gelişmesinde Dinamik Güçler**", Derleyen: MTO Türkiye Milli Komitesi, MTO Yayın No:3, Ankara 1987.

SALVATORE, Dominick; "**International Economics**", Macmillan Publishing Company, Newyork 1990.

SAVAŞ, Vural; "**Kalkınma Ekonomisi**", Beta Yayınevi, İstanbul 1986.

ŞAHİN, Hüseyin; "**Türkiye Ekonomisi**", Uludağ Ü. Güçlendirme Vakfı Yayın No:51, Bursa 1990.

ŞENEL, İlker; "**Dış Borçların Artış Nedenleri**", Yayınlanmamış Uzmanlık Tezi, HTDM, Ankara 1994.

SHAPIRO, Harvey; "**Country Credit: Bottoming Out?**", Institutional İnvestor, September 1990.

SHIHATA, İbrahim F.; "**Encouraging International Corporate Investment: The Role of the MIGA**", Colombia Journal of World Business, Spring 1988.

SONAT, Arslan; "**KKFA ve Dış Denge**", 10. Türkiye Maliye Sempozyumunda Sunulan Bildiri, Antalya 1994.

SUNG-TAIK, Han; "**European Integration: The İmpact on Asion Newly Industrializing Economies**", OECD Development Centre Documents, Paris 1992.

SUTHERLAND, Thomas; "**Trends in International Financial Markets**", Uluslararası Finansman: Teknikler ve Araçlar İçinde, Hacettepe Ü.İ.İ.B.F. Mezunlar Derneği Yayını, Ankara 1993.

SYNDER, Donald; "**Foreign Aid and Domestic Savings: A Superious Correlation?**", Economic Development and Cultural Change 1990.

TATLIOĞLU, İsmail; "**The Causes of Capital Flight and its Significance for Developing Countries, İn Dealing With the Debt Problem**", Yapı Kredi Economic Review, January 1990.

TEKEOĞLU, Muammer; "**Dış Finansman ve AGÜ'ler**", Çukurova Ü.İ.İ.B. Fakültesi Dergisi, Sayı 1/1988.

TEKİN, Fazıl; "**Uluslararası Maliye**", Anadolu Ü.İ.İ.B.F. Yayın No:57, Eskişehir 1988.

THIRLWALL, A.P.; "**İktisadi Kalkınmanın Finansmanı**", (Çev.:Tülay Arın), Macmilan İktisat Serisi, Akbank Kültür Yayınları, İstanbul 1980.

TODARO, Michael; "**The Struggle For Economic Development**", Longman Publishing, Newyork 1983.

TUNCER, Selahattin; "**Türkiye'ye Yardım Konsorsiyumu**", İktisadi Araştırmalar Tesisi Yayın No:15, Eskişehir 1967.

TURAL, Yunus ve Diğ.; "**Dış Borçlarımızın Yapısı ve Dış Borç Yönetimi**", HDTM Yayını, Ankara 1991/3.

TÜRKAKIN, Gülçin; "**Sendikasyon Kredileri**", İşletme ve Finans Dergisi, Mart 1990.

ULUDAĞ, Ramazan; "**Türkiye'de Yabancı Sermaye Uygulaması**", Maliye ve Sigorta Yorumları Yayıncılık, Ankara 1991.

ULUĞBAY, Hikmet; "**Kur-Faiz Politikalarının Dış Borçlanma Üzerindeki Etkileri**", Mülkiyeliler Birligi Dergisi, Temmuz 1994.

URAS, T., Güngör; "**Türkiye'de Yabancı Sermaye Yatırımları**", 2. Türkiye İktisat Kongresi Tebliğleri, Cilt 2, DPT, Ankara 1981.

URATA, S.; "**Globalasition of Japon Electronics Industry and its İmpact on Foreign Trade in Electronics Product**", Benchmark Study, OECD Development Centre, Paris 1991.

ÜNSAL, Necla ve Diğ.; "**Türkiye'de Dış Kredi Kullanımı**", MPM Yayın No: 380, Ankara 1989.

VOLJ, Marco ve **DRAISMA**, Joost; "**Privatization and Economic Stabilization in Mexico**", Colombia Journal of World Business, Spring 1993.

YAŞA, Memduh ve Diğ.; "**Cumhuriyet Dönemi Türkiye Ekonomisi 1923-78**", Akbank Kültür Yayınları, İstanbul 1980.

WALLACE, Laura; "**MİGA Up And Running**", Finance and Development, March 1993.

WALLACE, Allen;"**Dünya Gelişmesinde Dinamik Güçler**", Derleyen: MTO Türkiye Milli Komitesi, MTO Yayın No:3, Ankara 1987.

WIJNBERGER, Sweder ve Diğ.; "**External Debt, Fiscal policy and Sustainable Growth in Turkey**", World Bank, 1992.

WILLIAM, Molle; "**The Economics of European Integration**", Dortmounth Publishing Company, England 1990.

DPT; "**Dünyada Küreselleşme ve Bölgesel Entegrasyonlar ve Türkiye**", 7. Beş Yıllık Kalkınma Planı Hazırlık Çalışmaları Özel İhtisas Komisyonu Raporları, DPT, Ankara 1994.

DPT; "**3. İktisat Kongresi Yabancı Sermaye Çalışma Grubu Raporu**", Kongre Tebliğleri, Cilt 9, DPT, Ankara 1993.

DPT; "Ekonmik ve Sosyal Göstergeler 1950-97", DPT, Ankara 1997

HDTM; Yabancı Sermaye Raporları (Çeşitli Sayılar)

HDTM; Türk Mali Sisteminin Temel Göstergeleri (Çeşitli Sayılar)

HDTM; Dış Borçlar Bülteni (Çeşitli Sayılar)

HM; Dış Borçlar Bülteni (Çeşitli Sayılar)

HM; İnternet Web Sayfası (Çeşitli İstatistikler)

HM; 07 Temmuz 1997 Tarihli Basın Açıklaması (internet)

IDB; Annual Report (Çeşitli Sayılar)

MB; Ödemeler Dengesi İstatistikleri (Çeşitli Sayılar)

MPM; Anahtar Dergisi, Ağustos 1994

OECD; "Türkiye ve OECD", Hazırlayan: T.C. Türkiye OECD Temsilciliği, OECD, Paris 1993.

OECD; "Development Cooperation 1983", OECD, Paris 1983.

OECD; "Economic Outlook" (Çeşitli Sayılar)

OECD; "Financial Flows To Developing Countries" (Çeşitli Sayılar)

SABAH Gazetesi (20.11.1993), HÜRRİYET Gazetesi (7.9.1993).

Dünya Gazetesi (03 Haziran 1997 ve 23 Temmuz 1997

THE ECONOMIST Dergisi (25 Eylül 1993),
TREND Dergisi(2.5.1993).

TOBB; "Planlı Dönemde Rakamlarla Türkiye Ekonomisi", TOBB Yayın No:166, Ankara 1990.
TOBB; "Ekonomik Rapor" (Çeşitli Sayılar)

WORLD BANK; "World Debt Tables" (Çeşitli Sayılar)

WORLD BANK; "Global Development Finance 1997" Vol 1 ve 2.

WORLD BANK; "Annual Report" (Çeşitli Sayılar)