

BORÇLARIN AZALTILMASI MI, BORÇLARIN AFFI MI?

by Edward J. Frydl and
Dorothy M. Sobol

ÇEV. Metin MERİÇ (*)

Borç affını savunanlar, çok borçlu gelişmekte olan ülkelerin dış borçlarını ödeyemediklerini ve aşırı borç yükü altında oldukları için kişi başına düşen milli gelir artışının da yeterli düzeyde olmadığını ileri sürmektedirler. Bu ülkelerin borçlarının bir kısmının silinmesi halinde, ellerinde kalan döviz ile ithalatlarını arttırıp, yurtiçi yatırımlarının artışını sağlayarak büyüme hızlarını yükseltebilecekler ve böylece daha fazla yatırım yapma imkanına sahip olacaklardır. Aynı zamanda bu ülkeler artan kalkınma hızları ve yatırım imkanlarını kredi veren ülkelerle paylaşmak zorunda kalmayarak borçlarını daha kolay ödeyebileceklerdir. Bu durumun alacaklı ülkelerin bilançolarında bu ülkelerin değerini ve kalitesini yükselteceğini savunmaktadırlar. Bir diğer görüşte, borç affı ile borçlu ülkelerin borç yükü oranlarının düşürülerek dış yardımların artmasının sağlanması olarak ifade edilmektedir.

Borç affına karşı olanlar ise, borçların gelişmekte olan ülkelerin büyümelerini engellediğini, ancak borçların bir kısmının silinmesi durumunda büyümenin tekrar başlayacağı konusunda da şüpheli olduklarını belirterek, Güney Kore, Malezya, Tayland ve Endonezya'nın gayri safi yurtiçi üretimine oranla çok fazla borçları olduğu halde bu ülkelerin borçlarını ödemekte güçlük çekmediklerini vurgulamaktadırlar.

Bu makalenin amacı, borç affı ile borçların azaltılması olayını birbirinden ayırmak ve aslında borçların affedilmesi olayını savunanların öne sürdükleri avantajların tam olarak sağlanamayacağını göstermektir. Bizim görüşümüze göre "borçların affedilmesi" borçların azaltılmasının etkili bir

(*) D.E.Ü.İ.İ.B.F. Maliye Bölümü Araş. Gör.

Economic Impact; 1989/3 Number: Sixty Eight, dergisinden çevrilmiştir.

şekli olmaktadır.

Borç azaltılması, borçlu ülkenin dış borçlarını azaltacak her türlü isteğe bağlı bir projedir. Borç azaltılması, belirli anlaşmalar ile alınmış borçların şartlarının ve durumlarının değiştirilmesi yada uluslararası borçların tekrar düzenlenmesi yani borçların ertelenmesidir. Bu yaklaşıma göre faiz ve ödeme zamanları yeniden belirlenerek, belirli bir yılda ödenmesi gereken faiz azaltılmaktadır.

İkinci yaklaşım ise borç değiştirme, borç geri alma, borç alacak trampası gibi mevcut borçları azaltıcı çözümler önermektedir. Bu yaklaşımlar içinde önemlisi olan borç azaltılması, borcun isteğe bağlı karşılıklı görüşmeler ile azaltılması için öne sürülen öneriler arasından, en uygun projenin seçilmesidir.

ADB Maliye Sekreteri Nicholas BRADY'de borç azaltılmasının daha yaygın kullanılması taraftarıdır. BRADY, borçlu ve alacaklı ülkeler arasındaki görüşmelerde ele alınan borç dengesi değişiminin, büyümeye yönelik kesin politikaların belirlenmesindeki önemine değinmiştir.

BORÇ AFFININ TANIMI

Genelde borç affı borçların azaltılması anlamında kullanılmaktadır. Ancak biz borç affını zorunlu indirimler, silmeler ve mevcut borç yükümlülüklerinin (faiz, vb.) kaldırılması olarak inceleyeceğiz. Ayrıca az gelişmiş ülkelere borç veren ülkelerin düşük faiz ile verdikleri borçları karşılığında alacaklarını azaltmak için yaptıkları çalışmalara da değineceğiz.

Borç affı projelerinin etkili olabilmesi için alacaklıların benzer şekilde hareket etmeleri gerekmektedir. Örneğin, eğer alacaklı ülkeler kendi bankalarını bazı borçlu ülkelerin borçlarını indirmeye veya silmeye zorlarsa yada ödemedede kolaylıklar göstermelerini isterlerse, bankalar buna uymak zorunda kalacaklardır. Genelde borç anlaşmalarında, hiçbir alacaklıya özel muamele yapılmaması istenmektedir. Bu nedenle "borç affı" projeleri, borçların silinmesini önerenlere göre çok daha zorunlu, etraflı ve genel olmaktadır.

Daha öncede belirtildiği gibi borç affını savunanlar, dış borçlar sonucu ortaya çıkan borç yükümlülüklerinin (faiz, vb.) az gelişmiş ülkelerin büyüme ve yatırımları üzerinde olumsuz bir etki oluşturacağını ileri sürmektedirler. Borç yükünde ortaya çıkacak bir azalma yatırımları arttırmaktan çok tüketimi teşvik için kullanılarak, yatırımlarda kapasite artışına yol açıyorsa, bu durum devamlı şekilde büyümeyi kolaylaştıracaktır.

Borç affını savunanlar borç servisinin çok fazla yükümlülük yüklediğini ve bu yükümlülüğün borçlu ülkelerin yatırım teşviklerini ciddi bir biçimde çarpıttığını ileri sürmektedirler. Bu görüşü savunanlara göre borçlu ülkelerin tüketimden vazgeçip üretimi arttırmak için hiçbir nedenleri bulunmamaktadır. Çünkü üretim artışından sağlayacakları tüm kazançları doğrudan doğruya alacaklı ülkelere akacaktır. Bununda ötesinde borç affı taraftarları, borçlu ülkelerin yatırımlarını arttırmak için verdikleri teşviklerin tam tersinin alacaklı ülkeler tarafından istendiği ileri sürülmektedir. Alacaklı ülkeler, borçlu ülkelerin yatırımlarını arttırmalarına ve daha iyi makro ekonomik politikalar uygulamalarına karşı çıktıkları için, gelecekte bu ülkelerin borçlarını ödeyememe gibi bir durumla karşılaşmalarına sebep olabilirler. Bu nedenle alacaklı ülkeler taleplerinin bir kısmından vazgeçip, bunun karşılığında alacaklarını hiç tahsil edememe gibi bir durumla karşılaşmaktansa, gelecekte alacaklarını elde etme ihtimalini yükselterek kendilerine avantaj sağlayabilirler.

Bu konular çeşitli şekillerde ele alınarak tartışılabilir. Borç servisi, yatırımı ve verimliliği arttırmak için kullanılan politikalarda bir vergi rolünde olmayacağı gibi, borç yükümlülüklerini toplam üretimden karşılayarak, gelecekte borç ödeme güçlüğü içine düştüklerinde mali kaynakların dışarıya akmasına engel olunarak, borçlarını ödeme yoluna gitmeleri, genelde borçlu ülkelerin en önemli istekleri arasında yer almaktadır.

Bu mali sıkıntıların maliyeti her ne kadar borçlu ülkelerin dışarıya akan kaynakları ile sınırlı gibi gözüksede aslında çok daha yüksek olabilmektedir. Borçlu ülkelere alacaklı ülkelere akan bu gayri safi hasılanın mali karşılıkları bulunmaktadır. Eğer alacaklı ülkeler bu borçların ödenmesi karşısında, tasarruf etmeyi amaç edinirlerse, yani yeni borç vermeye yanaşmazlarsa, borçlu ülkeler, yeni alınacak borçların borç veren ülkeler tarafından azaltılması karşısında borç bulmakta zorlanacaklar, böylece ticaret hacimleri azalma gösterecektir.

Bunun sonucunda, kısa dönemde karşılıklı yapılan ticari düzenlemelerin etkisiz kalması ile birlikte, ticaret hacminde meydana gelen bu zorunlu düşüş üretimde, dolayısıyla tüketimde de bir düşüşe yol açacaktır. Buna bağlı olarak borçlu ülkeler, borç yükümlülüklerine (faiz, vb.), tüketimde bekledikleri artış gerçekleşmese de katlanmak zorundadırlar.

Borç affını savunanlar, borçluya olan mali akışın etkisinin minimum seviyede olduğu düşüncesindedirler. Hatta bu gurup, borç affının borçlu ülkenin itibarını arttıracaklarını ve bu ülkelere daha başka ülkelere de kredi akışı olacağını ileri sürmektedirler. Ancak bu pek mümkün olmamaktadır. Çünkü uluslararası tahvil pazarları borç krizi patlak verdiğinden bu

yana az gelişmiş ülkeler için bir finans kaynağı olmaktan çıkmıştır. Halbuki mevcut tahvil borçları her zaman öncelikli borçlar arasında yer almıştır. Bu durum borç verebilecek muhtemel ülkelerin borç vermeden önce mevcut borçların ödenmesini isteyecekleri izlenimini vermektedir. Devamlı şekilde borç verebilecek ülkeler eğer verdikleri bu borçların ödenmemesi gibi bir durumla karşılaşırlarsa söz konusu borç verme işlemini azaltabilmektedirler.

CEVAP, NEDEN BORÇ AFFI DEĞİL?

Çok borçlu ülkeler bir çok ekonomik ve mali sorunlarla karşılaştıkları halde, borç affı bu sorunlarına bir çok nedenden dolayı çözüm getirememektedir.

Bu nedenlerden en önemlisi; borç affının, çok borçlu ülkelerin ekonomik ve mali sorunlarını çözmek için gerekli önlemleri alıp, bu sorunlardan kurtulacağına garanti vermemesi ve bu durum bariz bir şekilde çok borçlu ülkelerin ekonomik ve mali yapılarını bozmaktadır.

Çok borçlu ülkelerin karşılaştıkları sorunların çoğu onların ödemek zorunda oldukları büyük borçlardan değil, geçmişte ekonomilerinde yaşanan çarpıklıklardan kaynaklanmaktadır. Bu çarpıklıklar, bazı sektörlerle borç veren ülkelerin, bu borçları kendi seçtikleri sektörlerle vermeleri sonucunda ortaya çıkmaktadır.

Mevcut borç stratejisi, bu çarpıklıkları yeniden düzenleyerek, çok borçlu ülkelerin uluslararası finans topluluğundan alacakları yardımla bu sorunlardan kurtulmalarını teşvik etmektedir. Ancak, bazı çok borçlu ülkelerin yeni mali yardımlar almalarını sağlamak amacıyla, bu ülkelerin ticari ilişkileri üzerinde geçmişte meydana gelen çarpıklıkları gidermek ve böylece ekonomik üstünlüklerini yeniden kazanmalarını sağlayarak, ödemeler dengesi açıklarının gösterdiği belirgin yapısal problemlerin giderilebilmesi, ancak yeni borç yükümlülükleri ile mümkün görülmektedir.

Borç affının, çok borçlu ülkelerin karşılaştıkları ekonomik ve mali sorunlara çözüm getirememesinin bir diğer nedeni de, borç affı ile ülke içinde serbest bırakılan yabancı sermayenin, verimli bir şekilde kullanılmamasıdır. Bu kaynakların verimli olarak kullanılabilmesini sağlayabilmek için, ihraç malları üreten sektörlerle yönelmek gerekmektedir. Böylece ülkeye daha fazla döviz girişi sağlanmış olacaktır. Görüldüğü gibi, borcun sorun yaratmaması için nasıl kullanıldığı büyük önem taşımaktadır. Alınan borç, üretimi arttırmak için değilde tüketim amacıyla kullanılırsa, o zaman problemler ortaya çıkmaya başlamaktadır.

1980'lerde ticaret şartlarının çok sert bir şekilde değişmesi, birçok Asya ülkesini etkilemediği halde, Latin Amerika ülkelerini borçlarını ödeyememe sorunuyla karşı karşıya bırakmıştır. Bu krizden birkaç yıl önce hem Latin Amerika hemde Asya ülkeleri gayri safi yurtiçi üretimleri bakımından karşılaştırılabilir bir borca sahiptirler. Aralarındaki farkta Asya ülkelerinin ihracatındaki büyümenin, gayri safi yurtiçi üretimdeki büyümeden çok daha fazla olmasıydı. Ayrıca, Latin Amerika ülkeleri, döviz kurlarının çok yükselmesinden dolayı da zor duruma düşmüşlerdir. Bu nedenle gayri safi yurtiçi üretim oranına göre borçları, Latin Amerika ülkeleriyle aynı hatta daha fazla olan Kore Cumhuriyeti' nin borçlarının ihracatına oranı yada borç yükünün ihracata oranı, hiç bir zaman Latin Amerika ülkelerinin ki kadar yüksek olmamıştır. Eldeki deliller gösteriyorki, ne borç yükümlülükleri (faiz,vb.) nede yatırım çabaları, borç krizinin çok değişik faktörlere bağlı olması nedeniyle, büyümedeki dengesizlikte etkili faktörler arasında yer almamaktadır.

Bazı iktisatçılar dış ticaret rejiminin, bazı borçlu ülkelerin borç krizinden etkilenmemesini belirleyen en önemli faktörler arasında yer aldığını ileri sürmektedirler. Bu görüşe katılmayan İktisatçılar ise, ticaret ve kam-biyo politikasından ziyade gerçek faiz oranlarının, Latin Amerika ülkelerinin ihracatını engelleyen en önemli faktör olduğunu ifade etmektedirler.

Üçüncü nedende, döviz baskısı ortadan kalktıktan sonra büyüme ve yatırımın yeniden devam edeceği düşüncesidir. Bu düşünce elimizdeki örneklere pek uymamaktadır. Elimizde gerçek bir borç affı olayı hiç olmasına rağmen, Brezilya ve Peru tarafından ilan edilen tek taraflı moratoryumların ekonomik etkileri, borç affı ile benzer etkileri taşıyan, zorunlu borç ödeme kesintisi ile ilgili örnekler bulunmaktadır. Bizim görüşümüze göre borç ödemeyi kesme kararının alınmasında, borç veren ülkelerin yada borçlu ülkelerin istekleri hiç önemli değildir. Çünkü önceden yapılan anlaşmalar yürürlükten kalkması ile birlikte, borçlu ülkeye bir döviz transferi söz konusu olduğu için, bu durum alacaklı ülkeler ile borçlu ülkelerin ekonomileri üzerinde benzer etkiler gösterecektir.

Ancak borç affı ile moratoryum arasındaki fark vurgulanmalıdır. Moratoryumda, alacaklı ülkelerin belirli müşterilerinin, ödenmesine belirli bir süre ara verdikleri borçlarını gelecekte ödemeye devam edecekleri anlaşılmaktadır. Halbuki borç affında borçlar kesin olarak silinmektedir.

Moratoryumda, gelecekte dışarıya döviz akışının fazla olacağı, bu nedenle de beklenen döviz kârının ancak belirli bir süre sağlanabileceği ifade edilmektedir. Bu durum moratoryumun borç affı ile ilgili yararlarını sınırlandırmaktadır. Brezilya ve Peru aslında borç affına uğramadıkları

halde, bankalara orta ve uzun dönem borçlarını moratoryumla ödeyeceklerini bildirerek döviz kaynaklarını kullanılabilir hale getirmişlerdir. Böylece her iki ülkenin borç ödemelerini dondurdukları sürede, büyümelerinde bir hızlanma ve yatırımlarında da bir artış olduğu görülmektedir. Fakat moratoryumun ardından yapılan ödemeler, onlara bekledikleri faydaları tam olarak sağlayamamıştır.

Dördüncü neden olarak, Brezilya ve Peru tecrübelerinde gösterdiği gibi borç affının gelecekteki dış finans kaynaklarını serbest bırakmayacağına görülmüş olmasıdır. Brezilya ve Peru borç moratoryumlarının maliyetlerinin yüksek olduğunu görmüşlerdir. Eğer moratoryum sonunda borç faizlerinde meydana gelen düşüş ödemedede bir iyileşme sağlayabilirse, gelecekte dış finansmandaki herhangi bir açığın karşılanmasında kullanılabilir. Ancak bu olayın tespiti her ne kadar mümkün değilse de, ortada olan bir gerçek vardır; bir defa bankalar herhangi bir ülkenin borçlarını indirmek ya da silmek durumunda bırakılırsa, ileride bu duruma neden olan ülkeye ikinci kez kredi vereceği zaman iyice düşünerek hareket edeceklerdir.

Bu nedenlerin yanında, borç affının başka olumsuz nedenleri de bulunduğu ifade edilmektedir. Ayrıca, borç affı bir kez kabul edildikten sonra ne gibi sakıncaları olacağı merak konusu olduğu gibi, bir de kimin affa uğrayacağı ve ne kadar affın kabul edileceği ile ilgili adil bir dağıtım problemi de bulunmaktadır. Borç affının bir diğer sınırlayıcı özelliğide, ülkenin borçlarını ödemedeki yeterliliğini, borcunun ikinci pazardaki piyasa fiyatıyla birleştirmesidir. Bu durum, borçlunun borcunu ödeme yeterliliğindeki değişikliğin, ikinci pazarda fiyatları etkileyen faktörlerden biri olmasıdır. Ancak bize göre arz ve talebin yapısal özellikleri fiyatlar üzerinde daha önemli bir rol oynamaktadır.

Az gelişmiş ülkelerin borçlarında, ikinci bir pazar oluşturmak ve pazar likiditesini geliştirmek için daha fazla sermaye kullanılmasına rağmen ödenmemiş borç stoğuyla karşılaştırıldığında bu pazarın çok küçük kaldığı görülmektedir. Aynı zamanda dünyadaki bir çok küçük banka yüksek faizli borç vermekten kurtulmak için uzun vadeli bir strateji izlemektedirler. Bu bankalar az gelişmiş ülkelere verdikleri borçları daha katı şartlarla satarak, ikinci pazarda yapısal "inelastik arz" meydana getirmektedirler.

Aynı zamanda önemli miktarda borç veren bir kaç ülke mali genişleme sonucunda veya politik nedenlerle borç-alacak ilişkisini dikkate almayarak eldeki kullanılabilir yatırım imkanlarını kısıtlamaktadır. Bu durum az gelişmiş ülkelerin ikinci tahvil pazarındaki taleplerinin en önemli kaynağını sınırlandırmıştır. "İnelastik arz" karşısında talebin azalması bariz fiyat düşüşlerine neden olmuştur. Ancak bu düşüş kesinlikle borçlu

ülkelerin itibarlarının alacaklı ülkeler karşısında düşmesi ile ilgili değildir.

BORÇ AZALTILMASININ ROLÜ

Eğer borç stoğunun kendisi, büyüme üzerinde bir baskı oluşturmuyorsa ve eğer borç stoğundaki azalmalar daha iyi ekonomik gelişme sağlayamıyorsa o zaman borç azaltmanın rolü ne olacaktır. Borç azaltmanın yapıcı amacı, borçlu ülkenin borcunu ödeyebilme gücünü arttıracak büyüme politikalarını kabul ettirmektir. Bu amacın gerçekleştirilebilmesi mevcut borç stratejileri ile yapılabilecektir. Bu stratejiler, yeniden programlamalar, faiz ödeme zamanlarının tekrar düzenlenmesi, geliştirilmiş borç alma şartları, vb. olmaktadır.

Borç azaltılması ve borç affı, ülkenin borçlarını değiştirme, geriye alma, tahvil ihracı gibi pazar bazlı projeler ile yapılabilir. Borç azaltılması ile borç yükünde meydana gelecek en küçük bir azalma ülkenin büyüme politikalarını daha kolay uygulamasına imkan verecektir. Çok finansman, az "acil uyum" ve çok "idare edilebilir" uyum yöntemi demektir. Bu nedenle borç azaltılması, borçlu ülkenin üzerindeki finansman baskısını azaltabildiği ölçüde, o ülkenin ekonomik ve mali problemlerinden kurtulmasını kolaylaştıracaktır.

Bunlara ek olarak borç azaltılması, bankaların borç verdikleri ülkelerin ekonomik durumları hakkındaki görüşlerinin değerlendirilmesine de imkan sağlar. Borç yönetiminin günümüzdeki yaklaşımı, bankaların borçlu ülkeler dışındaki yeni ülkelere borç vermelerinin sağlanması şeklinde değişik alternatifler sunma şeklinde olmaktadır. Borç azaltılmasında iyimser olanlardan bir kısmı, uzun vadeli faiz alacaklarını alabilmek için çeşitli yollarla o ülke ile ilişkilerini devam ettirirken, diğerleri geriye kalan alacaklarını alamama endişesi ile kalan alacaklarını düşük fiyatla satmaya çalışmaktadırlar.

BORÇ AZALTILMASININ ŞEKİLLERİ

Bir proje olarak ileri sürüldüğünden bu yana borç azaltılması kavramı, borçlu ülkelerin dış borçlarını kolaylıkla ödeme imkanı sağlayan bir strateji şeklinde uygulanmıştır. Bu uygulamanın temel ilkesi ise, özel ve resmi şekilde borç verenlerin, verdikleri borçları erteleme yoluna gitmeleridir. 1982 ile 1987 yılları arasında "BAKER" tarafından 15 borçlu ülkenin borçlu oldukları ticari bankalarla 34 antlaşma yapılarak \$ 300.000.000.000.- borcun ödeme şekli değiştirilmiştir.

Borç azaltılmasının bir başka şekli de faiz oranlarının indirilmesi ve borçların ertelenmesidir. Hatta bazı ülkelere ödemedikleri borçlarını

ödemeleri için tanınan ek süre iki katına çıkarılmıştır. BAKER'in 15 ülke için borç ödeme şartlarının değiştirilmesi önerisi, kriz yıllarında borçların % 50 düşüş göstermesine sebep olmasına karşılık ödeme zamanı gelmiş borçların vadeleri 1983' te 7,5 yılken, 1987-1988 döneminde 14 yıla çıkarılmıştır. Karşılıklı görüşmeler sonucu yapılan borç azaltılması projesi değişik uygulamalar getirmiştir. Bunlardan biri de faiz oranlarının zamanlarının yeniden ayarlanmasıdır. Örneğin, Şili 1985'te her üç ayda bir faiz ödemek yerine her altı ayda bir faiz ödeme kolaylığını elde ederek, yılda \$170 milyon kâr sağlamıştır.

Bu görüşmeler sonucu elde edilen borç azaltılması miktarını tahmin etmek çok zordur. Ancak bu azaltmaların borçlu ülkelerin kriz yıllarında mali sıkıntılarını azalttığıda bir gerçektir. Geçen bir iki yıl içinde ortaya çıkan yaklaşımlar ikinci pazarı temel alıp az gelişmiş ülkelerin borçlarını daha da indirmeyi amaçlamaktadır. 1985 yılında Maliye Bakanlığı Sekreteri BAKER'in girişimleriyle borçlu ülkelere kredi verebilecek bankalar bulunarak, bu ülkelere yeni borç paketi hazırlama fikri önem kazanmıştır. Az gelişmiş ülkelerin borçları için hazırlanmış bu paket, kredi veren bankalar ile borçlu ülkeler arasındaki görüş ayrılığını önlemek ve bu görüş ayrılıklarını etkileyen muhasebe ve vergi düzenlemelerini sağlamak amacıyla. Bu paket aynı zamanda borçlu ülkelerin ikinci pazarda indirilmiş borçlarından yararlanma isteklerine de cevap vermektedir. Bu paketin içinde yer alan üç amaç aşağıda incelenmektedir.

Borç Dengesi Değişimi;

Borç dengesi değişimi, borçlu ülkelerin borç sorumluluklarını azaltmak için kullanılan bir projedir. Bu değişim için muhtemel bir yatırımcı bulalım, bu borçlu ülkenin vatandaşı, yada yabancı bir şirket olabilir. Bu yatırımcı ülkenin borçlarını bankaya göre ikinci pazarda daha ucuza satın alır. Yatırımcı daha sonra bu borcu gerçek fiyatından ya da makul bir indirimle borçlu ülkenin Merkez Bankası'ndan borçlu ülke parasıyla tekrar geri alır ve o ülkede bir menkul kıymet yatırımı yapmış olur.

Borçlu ülke, borcu yerine menkul kıymet vererek, borç yükümlülüklerinde bir azalma elde eder. Bu sayede toplam yatırımları, Merkez Bankası'nda meydana gelen borç indirimi nedeniyle, yeniden düzenleme yoluna gider. Aynı zamanda dövizin sağlanmasında meydana gelen bir geçikmeden de yararlanırlar. Çünkü değiştirilmiş borçlarda, döviz faiz oranları borçların menkul kıymet yatırımlarına çevrilmesi nedeniyle bir süre için havale edilmeyerek kâr hisselerine çevrilmiştir. Borçlu ülkeler, borç dengesi değişiminden, değişim ücreti olarak, dönüşüm hakkını açık arttırmaya çıkarmakta, böylece döviz gerçeğinin altında alarak kendilerine fayda sağlayabilmektedirler.

Borç dengesi değişiminin borçlu ülkelere olan zararı bazen faydasından daha çok olabilir. Eğer borçlu ülkeler bu değişimi Merkez Bankası sistemiyle finanse ederlerse, parasal büyüme ve enflasyonla karşılaşırılar. Buna alternatif olarak borçlu ülke, bu değişimi devlet hisse senetlerini piyasaya sürerek finanse ederse, faiz oranları yükselir ve iç borç alan sayısı artar. Bu durum yabancı yatırımlarının yerini alabileceği gibi ekonomide bozulmalarada neden olabilir. Çünkü bu değişimde yatırım yapacak sektörler değişmekte, bunun sonucunda kaynaklar yeterince verimli kullanılamamaktadır.

Borçlu ülkeler ortaya çıkan bu dezavantajların bir kısmını önleyebilmek için tedbirler alma yoluna gitmişlerdir.

Bu tedbirler arasında, enflasyona neden olan değişimlerin sayısını sınırlı tutmak, borç dengesi projesinin getirdiği harcamaların bir bölümünün, bu değişimin dışındaki kaynaklardan karşılayarak yabancı sermaye girişini arttırmak, yurtiçi tasarrufun dağılmamasını sağlamak ve borç indiriminin miktarını değiştirerek yurtiçi yatırımların gerekli sektörlerce yapılmasını temin etmek yer almaktadır. Tüm projelerde, yabancı yatırımcıların kârlarını ve kâr paylarını havale etmeleri ya da elde ettikleri sermayeyi ülkelere göndermeleri engellenmektedir. Bugün yaklaşık \$7.500 milyon banka borcu, borç dengesi değişimi ile azaltılmıştır.

Borç dengesi değişiminin iki şekli daha vardır. Bunlardan birincisi, "borç-borç" değişimidir; Bu değişimde borçlular sadece borçlarının kompozisyonunu değiştirirken, ödeme şartları aynen kalmaktadır. Bankalar bu uygulamayı prestijlerini korumak yada yükseltmek için yapmaktadırlar. Bu uygulamada bankalar hisse senetleri ve tahvillerini yeniden gözden geçirmektedirler. Az gelişmiş ülkelere ikinci pazar aktivitelerinin içinde yer alan bu işlemler, genellikle borçlu ülkenin mali yükümlülüklerini azaltmamakla birlikte, borçluya fayda sağlayabilmektedir.

Borç dengesi değişiminin ikincisinde, " borç-yerel para" değişimidir; Bu projede amaç sermayeyi ülke içine çekmektir. Ülke içine geri gelen aktifler borç yükümlülüğü meydana getirmezler, böylece döviz alış verişi borçlu ülke için kolay hale gelmektedir.

Borç azaltılması, borcun güvenceye alınmasıyla sağlanabilir. Bu güvence banka alacağına karşılık, daha kullanılabilir bir aktif kaynak ile gerçekleştirilir. Kredi verenin aktifleri güvenceye almasındaki amacı elindeki kaynaklara biraz daha değer kazandırmaktır. Banka kredilerinden farklı olarak, pazarlanabilir tahviller genellikle yeniden düzenlemeler ile yeni para antlaşmalarının dışında tutulmaktadır. Borçluların borçlarına güvence vermekteki amaçları, bankalar dışında borç vereceklerin sayısını

arttırmak istemelerinden kaynaklanmaktadır.

İlk kez 1987' de Arjantin' de uygulanan "Yeniden Planlama" projesinde borç azaltılması çok azdı. Çünkü şartlar uygun bulunmamıştı. Bu projenin Brezilya'daki uygulaması ise daha başarılı olmuştur. 1988'de bu proje ile Meksika'nın borçlarına karşılık tahvil teklifide olumlu karşılanmıştır.

Yine de borçların güvence altına alınması projesinin, borç azaltılmasında etkili olup olmadığı tartışması devam etmektedir. Tartışmada bir taraf borç azaltılması projelerinden biri olan "Meksika Tahvil Projesi" nin zayıf noktasının, faiz ödemelerinin Meksika' lılar için risk unsuru taşıdığını ileri sürerken, diğer tarafta "Meksika Tahvil Projesi" ile güvence altına alınan borç senetlerinin, borç azaltılması projesi için daha uygun bulunduğu ifade etmektedirler. Bu senetlerin borçluya olan faydalarının arttırılabilmesi ülke'nin ödemeler dengesinde meydana gelecek iyileşmeler sonucunda, borcunu geri ödemedede ortaya çıkacak kolaylıklara bağlı olacaktır.

Borç azaltılması projesinde bir başka sorun da, bir ülke'nin borçları için düşük fiyat kabul etmenin, bankaların bilançolarında o ülkelerin borçlarını ne kadar azaltacağı olmaktadır.

Geriye Alma, çok borçlu ülkelerin ikinci pazarda borç indiriminden yararlanmalarını sağlayacak üçüncü projedir. Bu projede, Bolivya ve Şili'nin yaptığı gibi, borçlarına karşılık yabancı bankalar tarafından verilen kredileri, düşük fiyatlı fonlarını kullanmak suretiyle alabilmeleridir. Ancak, bir çok kredi veren banka, mevcut döviz fonlarını kullanarak borçlarını geri alma taraftarı değildir. Bu nedenle borç anlaşmalarında, borçlarının bir kısmını silmekte kararsız davranmaktadırlar.

Borç Yönetimi;

Mevcut borç azaltılması projeleri, çok borçlu gelişmekte olan ülkelerin uyum sağlama politikalarını uygulayabilmelerine kolaylık sağlayan bir faktör olmaktadır. Alacaklı bankaların mali baskılarını azaltmaları nedeniyle, projeler bu yıllarda daha da önem kazanmaktadır. Ancak, bu ülkelerin \$ 270.000.000.000.- banka borçlarının olduğu düşünülürse elde edilen kazançların çok olmadığı görülmektedir. Yine de anlaşma ve pazar ağırlıklı projelerin öneminin daha da artacağını ifade edebiliriz.

Bu makalede devlete ait girişimlerin rollerinin ve büyüklüğünün azaltılmasını ifade eden özelleştirmenin, borç azaltılması ve borçtan kurtulmaya önemli bir katkısının olduğunu ifade etmeden geçemedik. Bazı eko-

müstler bir çok gelişmekte olan ülkelerin ekonomilerinde devletin rolünün çok olması nedeniyle özelleştirme girişimlerinden elde edilecek kazançların daha önemli olacağı düşüncesindedirler. Bize göre gelişmekte olan ülkelerde özelleştirme, aşırı devlet mülkiyetini azaltarak özel mülkiyete geçişte tek başına, devlet girişimlerinin büyüklük ve rolünün, zaten pazar disiplini olmayan ve bir çok çarpıklıkları olan ekonomilerinde var olan problemleri çözmeye yeterli gelmeyecektir. Eğer özelleştirme, yönetimde verimlilik sağlayarak, devlet kaynaklarının kullanımını daha serbest hale getirebiliyorsa, finans ve yönetim yeteneklerini daha verimli kullanılmasını sağlayabiliyorsa, gelişmekte olan ülkelerde güçlü bir büyüme kaynağı oluşturabilir.

Bunun aksine, çok borçlu ülkelerin borç azaltılmasında tercihlerini çoğaltan borç azaltılması projeleri, gelişmekte olan ülke ekonomilerinde libelleştirme ve özelleştirme yönünde çaba gösterilse de bu ülkelerin borç yükümlülüklerinde bir azalma meydana getirmez. Ancak bu azalma, borçlu ve alacaklılar için değişik denge yapıları geliştirerek, çok borçlu ülkelerin ekonomilerini yabancı yatırımlara açmak ile mümkün olabilir. Bu yeni yapılar borç yükünün, gelecekteki mali artışını önleyecek borç affı gibi projeler ile mümkün olabilir.

Borç azaltılmasında başka bir çare de menkul kıymet yatırımlarını yurt-içi yatırımcılara satmazdan önce, yabancı kreditorlere bu yatırımları pazarlamak suretiyle, yurtiçi yatırımcıların ellerinde tuttukları menkul kıymet yatırımlarının arz süresini kısıtlamaktır. Böylece, borçlu ülkelerin paralarını yabancı rekabete ve yabancı yatırımcılara açarak, borç yönetimlerini aktif olarak iyileştirmelerini sağlamaktır.

Not; Borç affı mı yoksa borç azaltılması mı, adı altında A.B.D. Ekonomi Kurumu'nun yıllık toplantısında sunulan bu makale, Federal Merkez Bankası'nın görüşlerini değil, yazarın kendi görüşlerini yansıtmaktadır.