



Cilt / Volume: 13, Sayı / Issue: 25, Sayfalar / Pages: 395-417

Araştırma Makalesi / Research Article

Received / Alınma: 02.12.2022

Accepted / Kabul: 17.05.2023

BİSQUE (BORÇ TATİLİ) MADDELERİ: TÜRKİYE İÇİN POTANSİYELİ VE FAYDALARI

Haşim AKÇA¹

Mehmet ELA²

Öz

Kamu borç temerrütleri ve krizleri, geçmişten beri birçok ülkenin temel problemleri arasında yer almaktadır. Son yıllarda gelişmekte olan ülkeler yanında gelişmiş ülkelerde de görülen borç temerrütleri, ülkelere mali ve ekonomik bazı maliyetler yüklemiştir. Söz konusu bu maliyetler nedeniyle ülkeler borç kaynaklı temerrüde düşmekten kaçınmaktadırlar. Bu nedenle temerrüde girmeyi engelleyen ya da temerrüt süresini kısaltan bazı mekanizmalar ve yenilikler gündeme gelmiştir. Bu yeniliklerden bir tanesi de “bisque maddeleri” olarak anılan borç erteleme hükümleridir. Buradan hareketle bu çalışmanın amacı, bisque maddelerinin Türkiye için potansiyeli ve faydalarını araştırmaktır. Çalışmada Türkiye'nin temerrüt riski ve kredi kullanım oranları betimleyici yöntemle analiz edilmiştir. Çalışmanın sonucuna göre Türkiye'de dış borçlanma ve kredi oranları oldukça düşük olduğundan bisque maddelerinin etki alanı dardır. Bu nedenle Türkiye kolektif eylem maddeleri gibi dış borçlanmada dünyada uygulanan inovatif yöntemlerden yararlanmalı ve ağırlıklı olan iç borçlanmaya yer verildiğinden iç borçlanmaya yönelik olarak endekse dayalı sukuk ve çevresel tahviller gibi yeni iç borçlanma enstrümanlarından yararlanmalıdır.

Anahtar Kelimeler: Kamu Borç Yönetimi, Bisque Maddeleri, Borç Yönetiminde Yenilikler, Türkiye.

Jel Kodları: F34, H12, H63.

¹Prof. Dr., Çukurova Üniversitesi, E-posta: hakca@cu.edu.tr, ORCID: 0000-0002-5603-8636.

²Doç. Dr., Osmaniye Korkut Ata Üniversitesi, E-posta: mehmetela@osmaniye.edu.tr, ORCID: 0000-0001-7341-6312.

Atıf/Citation

Akça, H. & Ela, M. (2023). Bisque (borç tatili) maddeleri: Türkiye için potansiyeli ve faydaları. *Dicle Üniversitesi İktisadi ve İdari Bilimler Fakültesi Dergisi*, 13(25), 395-417.

BISQUE (DEBT HOLIDAY) CLAUSES: POTENTIAL AND BENEFITS FOR TURKEY

Abstract

Government debt defaults and crises have been among the main problems of many countries since the past. Debt defaults, which have been observed in developing countries as well as developed countries in recent years, imposed some fiscal and economic costs on countries. Because of these costs, countries avoid defaulting on their debts. For this reason, some mechanisms and innovations that prevent default or shorten the default period have come to the fore. One of these innovations is the provisions for deferment of debt, known as “bisque clauses”. From this point of view, this purpose of the study is to investigate the potentials and benefits of bisque clauses for Turkey. In the study, Turkey’s default risk and loan rates were analyzed by using descriptive method. According to the results of the study, since the external debt and loan rates are quite low in Turkey, the influence of bisque clauses is narrow. For this reason, Turkey should benefit from innovative methods applied in the world in external borrowing such as collective action clauses and since domestic borrowing is predominantly included, also should benefit from new domestic borrowing instruments such as index-based sukuk and environmental bonds.

Keywords: Public Debt Management, Bisque Clauses, Innovations in Debt Management, Turkey.

Jel Codes: F34, H12, H63.

1. GİRİŞ

Ülkeler için borç temerrüdü, borçlu olan kamu kesiminin ödemelerini belirtilen zamanda yapmaması olarak tanımlanabilmektedir. Ancak temerrüt bu tanımdan daha fazlasını içerebilmektedir. Örneğin BoC-BoE için Beers vd. (2022) tarafından yapılan tanımda kreditede ekonomik kayba neden olan (kamunun tahvili indirimle geri alması, geri ödeme süresini uzatması vb.) diğer bazı durumlar da borç temerrüdü kapsamına alınmıştır. Bu anlamda devlet borç temerrütleri borç ödemelerinde yaşanan herhangi bir değişiklik veya aksaklık olarak görülebilmektedir.

Devletlerin borçlarını ödemekte temerrüde düşmesi (sovereign default) geçmişten günümüze var olan bir olgudur. Öyle ki, Consiglio ve Zenios (2016)’e göre dünya devletlerinin %55’i 1975’ten bu yana oldukça büyük miktardaki borçları nedeniyle belirli zamanlarda temerrüde düşmüşlerdir. Reinhart vd. (2003)’a göre, Fransa kamu borcunda 1500-1800 arası dönemde sekiz kez, İspanya ise 1500-1900 arası dönemde on üç kez temerrüde düşmüştür. Tomz ve Wright (2007), 1820-2004 yılları arasında 106 ülkede toplam 250 borç temerrüdü raporlamıştır (Correa ve Sapriza, 2014, s.5). Konuya daha ayrıntılı bakan Borensztein ve Panizza (2008), 1824-1840 yılları arasında 19, 1840-1860 yılları arasında 6, 1861-1920 yılları arasında 58, 1921-1940 yılları arasında 39, 1941-1970 yılları arasında 6, 1971-1990 arasında yılları 70 ve 1991-2004 yılları arasında 40 kamu borç temerrüdü yaşandığını vurgulamışlardır. Son dönemleri ele alan bazı çalışmalar ise kamu borç temerrütlerinin birçok ülkenin problemlerinden bir tanesi olduğunu vurgulamaktadır. Örneğin De Paoli vd. (2009), 35 ülkeyi

39 devlet borç krizi olayı için 1970-2000 döneminde ele almıştır. Bu konudaki diğer bir örnek olan Furceri ve Zdzienicka (2012) ise 1970-2008 dönemi için 154 ülkede temerrüt yaşandığını ortaya koymuştur. Bu ve benzeri örnekleri çoğaltmak mümkündür. Bu konudaki en kapsamlı çalışmalardan bir tanesi olan Beers ve Mavalwalla (2015)'in çalışmasında 1960-2017 döneminde 8.000'in üzerinde temerrüt olayı listelenmektedir.

Yaşanan kamu borç temerrütleri ülkelerin sıkça borçlarını ödemekte zorlandığını göstermekle birlikte, literatürde vurgulanan en önemli konulardan bir tanesi ülkelerin ve özellikle politika yapıcıların temerrüde düşmemek için gösterdikleri çabadır. Devletlerin temerrüde düşmesini önleyecek herhangi bir yasal mekanizma bulunmamaktadır. Nitekim, kamu borç sözleşmeleri genellikle teminata bağlanamamakta ve yasal olarak uygulanabilirlikleri oldukça sınırlı düzeyde kalmaktadır. Kamu kesiminden oluşan borçlular için iflas hükümleri bulunmamakta, bunun yanında borç verenler borçlarını öde(ye)meyen bir ülkenin kontrolünü ele geçirememekte veya temerrüt durumunda bu ülkenin mal varlıklarını alamamaktadırlar. Bu yasal çerçeve göz önüne alındığında, kamu kesiminin borçlarını geri ödeme konusunda teşviklerinin bulunmadığı ve bu nedenle borç verenlerin finansman sağlamak için daha az teşvikinin olduğu görülmektedir. Ancak, halihazırda global olarak kamu borçlanması mevcuttur. Dolayısıyla, kamu borçlanma literatürünün çok önemli bir görevi, hükümetleri geri ödemeye (borç servisine) teşvik edecek unsurları ortaya çıkarmaktır. Diğer bir deyişle, temel konu hükümetlerin neden temerrüde düştüğü değil, aksine neden genellikle temerrüde düşmemeyi seçtikleridir. Bu konuyu açıklayan literatür ise genellikle temerrütlerle gelen ekonomik ve politik maliyetleri ortaya atmaktadır. Öyle ki temerrütler, ülkelerin dış ticareti ve ekonomik büyümesinin yanı sıra, kredi piyasasına erişimini, borçlanma maliyetlerini, bankacılık ve kredi sektörünü, işsizliği ve doğrudan yabancı yatırımları negatif yönde etkileyebilmektedir (Borensztein ve Panizza, 2008).

Kamu borç temerrütlerinin negatif etkileri veri iken temerrütten kaçınmak için hükümetler, emekli aylığı ödemelerini veya kamu ücretlerini kesmek için zorlu siyasi mücadeleler vermişler, yatırımları ertelemişler veya bankaları daha fazla devlet borcu satın almaya zorlayarak bankacılık sisteminin sağlığını riske atmışlardır. Hükümetlerin temerrütten kaçınmak için bu tür yollara başvurmalarının nedeni temerrütlerin oldukça maliyetli olmasından kaynaklanmaktadır (Sandleris, 2012, s.2). Ülke temerrüdünün maliyetlerinin yüksek olduğu göz önüne alındığında, önemli bir politika sonucu ülkelerin temerrüt riskini azaltmak için önlemler almaları gerektiği yönündedir (De Paoli vd., 2009, s.16). Bu konuda, son yıllarda temerrütlerin önlenmesi ve etkilerinin azaltılması adına kamu borçlanma araçlarına

ilişkin çeşitli inovasyonlar ortaya atılmıştır. Bu inovasyonlar arasında kolektif eylem maddeleri, devlet koşullu dönüştürülebilir tahvilleri (Cocos) ve GSYH endeksli tahviller sayılabilmektedir. Uygulaması geçmişe dayanmakla birlikte son yıllarda üzerinde durulan diğer bir inovatif uygulama ise bisque (borç tatili veya borç erteleme) maddeleridir.

Bu noktadan hareketle oluşturulan çalışmada, Türkiye'nin son dönemdeki ekonomik ve mali görüntüsü göz önüne alınarak bisque maddelerinin Türkiye'deki potansiyeli ve uygulanması halinde oluşacak faydalar araştırılmıştır. Bu anlamda çalışma dört bölümden oluşmaktadır. Giriş bölümünün ardından birinci bölümde kamu borç temerrütlerinin maliyetlerine ilişkin literatür incelenmiş, ikinci bölümde temerrütleri önlemeye veya süreci kısaltmaya ilişkin inovasyonlara (bisque maddeleri dahil) değinilmiş, üçüncü bölümde bisque maddelerinin Türkiye'deki potansiyeli araştırılmış, dördüncü bölümde Türkiye'de bisque maddelerinin kullanılması halinde oluşacak faydalar incelenmiş ve ardından sonuca gidilmiştir.

2. KAMU BORÇ TEMERRÜTLERİNİN MALİYETLERİ

Kamu borç temerrütleri, temerrüde düşen ülke için birçok ekonomik, mali ve politik maliyetlere neden olmaktadır. Bu açıdan kamu temerrütleri, ekonomik büyümeyi, uluslararası ticareti, borçlanma piyasasına erişimi, borçlanma maliyetlerini, bankacılık sektörünü ve verilen kredileri, politik döngüyü ve doğrudan yabancı yatırımları etkileyebilmektedir.

Kamu borç temerrütlerinin ekonomik büyüme üzerindeki etkisi, borçlanma maliyetleri, ticaret haddi, bankacılık krizlerine etkisi ve politik maliyetler yoluyla ortaya çıkabilmektedir (Boonman, 2013, s.6-8). Ampirik literatüre bakıldığında ise temerrütlerin ekonomik büyümeyi negatif etkilediği yönünde çalışmalara (Sturzenegger, 2004; Boonman, 2013; De Paoli vd., 2009) rastlandığı gibi kısmen de olsa etki göstermediği yönünde çalışmalara (Levy-Yeyati ve Panizza, 2006) da rastlanmaktadır.

Kamu borç temerrütlerinin ticaret üzerindeki etkisi, temerrüde düşen ülkeye yaptırımlar yanında ülkenin itibar kaybı sonucu kur, sermaye vb. üzerinde kontroller uygulayabilmesi ve ihracat kredilerinde bozulma yaşanabilmesi yollarıyla ortaya çıkabilmektedir. Ayrıca kur kontrolleri, özel sektörün borç servis gücünü bozabilmektedir (Borensztein ve Panizza, 2008, s.15; Borensztein ve Panizza, 2010, s.395). Ampirik literatürde bu konuda farklı yönde bulgulara rastlamak mümkündür. Örneğin bazı çalışmalar temerrütlerin ticaret haddini negatif yönde etkilediği sonucuna ulaşırken (Zymek, 2012; Rose, 2002) bazı çalışmalar ise ticaret haddinden ziyade ticaret kredilerini öne çıkarmıştır (Borensztein ve Panizza, 2008).

Kamu borç temerrütleri, ülkelerin borçlanma piyasalarına erişimini sınırlayabilse de genel kaniya göre uluslararası sermaye piyasasından kalıcı (uzun süreli) bir dışlanmaya yol açmamaktadır (Borensztein ve Panizza, 2008, s.11). Bu açıdan ampirik literatür incelendiğinde sermaye piyasasından dışlanmanın ülkelere (Sandleris, 2012, s.25), temerrüde düşülen yıllara (Gelos vd., 2011) ve yatırımcıların ülkeye bakışı, iç ve dış finansal koşullar gibi diğer faktörlere (Richmond ve Dias, 2007) bağlı olduğu yönünde bulgulara rastlamak mümkündür.

Kamu temerrütlerinin borçlanma maliyetleri üzerindeki etkisi konusunda literatür farklı sonuçlar ortaya koymuştur. Bu anlamda, literatür üç farklı sonuç elde etmiştir (Borensztein ve Panizza, 2008, s.13): Buna göre literatür (i) Temerrüdün borçlanma maliyeti üzerinde etkisi olmadığı; (ii) Temerrüdün borçlanma maliyetleri üzerinde uzun vadeli ancak küçük bir etkisi olduğu; (iii) Temerrüdün borçlanma maliyeti üzerinde geçici ve hızla azalan bir etkide bulunduğu yönünde bulgulara ulaşmıştır.

Kamu temerrütlerinin bankacılık sektörü ve kredileri üzerindeki etkisi, finansal sistemde güven kaybı, bankaların kamu kağıtları tutması sonucu banka bilançolarında bozulma ve alacaklı hakları konusunda belirsizlik yollarıyla ortaya çıkmaktadır (Borensztein ve Panizza, 2008, s.17-18). Ampirik literatürde yer alan bulgular ise temerrütlerin bankacılık sektörünü ve kredileri negatif etkilediği yönündedir (Arteta ve Hale, 2008; Sandleris, 2014).

Kamu temerrütlerinin politik döngü üzerindeki etkisi konusundaki literatür, seçmenlerin temerrüde düşen hükümetlere karşı bakış açısını değiştirebileceğini ortaya koymaktadır. Nitekim genel bulguya göre, devlet temerrütleri politik döngüyü hızlandırmakta, bu anlamda yeni hükümetlere ya da yeni ekonomi (veya maliye) bakanlarına kapı aralamaktadır (Borensztein ve Panizza, 2008; Livshits vd., 2014).

Kamu temerrütlerinin doğrudan yabancı yatırım üzerindeki etkisi, temerrüde düşen ülkelere yönelik yatırımcı algısındaki değişimden (mülkiyet hakları vb. konularda) kaynaklanmaktadır (Sturzenegger ve Zettelmeyer, 2006, s.51). Bu konuda yapılan bir çalışmanın bulgusu, temerrüde düşen ülkeye temerrütten etkilenen kreditor ülkeden gelen doğrudan yabancı yatırımların azaldığını göstermektedir (Fuentes and Saravia, 2010).

3. KAMU BORÇ TEMERRÜTLERİNİ ÖNLEMeye VE KISALTMAYA İLİŞKİN İNOVASYONLAR

Geçmişten günümüze var olan kamu borç temerrütlerine karşı birçok inovatif araç ortaya atılmıştır. Borçlanmayı daha az tehlikeli hale getirebilen ve borçların öden(e)memesi riskini borçlu ve alacaklı arasında dağıtan çeşitli araçlar öne sürülmüştür. Bu araçlar genellikle

ülkelerin ödeyeceği borcu, ödeme kabiliyetine yani ekonomik durumuna bağlamıştır (Herman 2011, s.13). Bu araçlar arasında, kolektif eylem maddeleri, GSYH endeksli tahviller, devlet koşullu dönüştürülebilir tahvilleri (Cocos) vb. sayılabilmektedir (Miller ve Zhang, 2013, s.2-3). Geçmiş 1950’li yıllara dayanmakla birlikte temerrütlere karşı bir önlem olarak son yıllarda tekrar gündeme gelen araçlardan bir tanesi ise bisque maddeleridir (Herman, 2017, s.21; Adaba, 2016, s.19).

3.1. Kolektif Eylem Maddeleri (Collective Action Clauses)

Kolektif eylem maddeleri (CACs), devlet borçlarının yeniden yapılandırılmasında ortaya çıkan sorunları çözmek için tasarlanan ve tahvil belgelerinde bulunan bir hükümdür. Bu hüküm, paralarını geri almak isteyen ve müzakereleri engelleyebilen tahvil sahiplerine karşı oluşturulmuştur. Kolektif eylem maddeleri, değişikliklere karşı oy kullanmış olan tahvil sahipleri için bile, tahvil şartlarındaki değişiklikleri geçerli kılmak için bir tahvil serisinin üstünlüğüne (tahvil sahiplerinin çoğunluğunun kabul ettiği yeni hükmün karşı oy kullananlar için de geçerli olmasına) izin vermektedir. Kolektif eylem maddeleri içeren tahvilleri satın alan tahvil sahipleri, tahvil şartlarının müzakere edilmesi yönündeki haklarını saklı tutmak yerine, diğer tahvil sahiplerinin çoğunluk oyuyla sınırlandırılmayı kabul etmektedirler (Global Capital, 2015).

3.2. GSYH Endeksli Tahviller

GSYH endeksli tahviller anapara veya kupon oranının GSYH büyümesine endekslenmiş olduğu tahvilleri ifade etmektedir. Bu özelliği ile GSYH endeksli tahviller, düşük ekonomik büyüme dönemlerinde daha az borç servisi anlamına gelirken, yüksek büyüme dönemlerinde ise endeksiz tahvillerden daha yüksek borç servisi yapılması anlamına gelmektedir.

Son yıllarda yaşanan kamu temerrütleri ve krizlere karşı bir önlem olarak ortaya atılan GSYH endeksli tahvillerin ihraççı açısından birçok avantajından bahsetmek mümkündür. Bu açıdan GSYH endeksli tahviller, temerrüt ve kriz riskinde azalma sağlama, kamu harcamalarında istikrar sağlama, mali alanı arttırma, maliye politikasının konjonktürelliğini azaltma, borç primlerinde düşüş sağlama, refah ve büyüme sağlama ve borç yeniden yapılandırmasına yardımcı olma gibi avantajlara sahiptir (Williamson, 2017, s.54-57; Griffith-Jones ve Sharma, 2006, s.2-5).

3.3. Koşullu Dönüştürülebilir Tahviller

Devlet koşullu dönüştürülebilir tahvilleri (Cocos), (i) devletlerin borçlanma açısından stresli ve zor bir dönemde olduğunu gösteren mali göstergelerin belirlenen eşik değeri aşması halinde

veya (ii) ülkenin resmi sektörden (IMF yardımı vb.) yardım alması halinde, vadeyi ileri bir tarihe erteleyen ve borçlu ülkelerce yapılacak geri ödemeleri azaltan veya belirli bir süre için durduran hükümleri olan inovatif kamu borçlanma araçlarıdır. Devlet koşullu dönüştürülebilir tahvillerinin yapısında yer alan söz konusu hükümler, borçlarda yeniden yapılandırmayı otomatik olarak başlatmakta ve yeniden yapılandırmada (ve müzakerelerde) ortaya çıkan olumsuzlukları ortadan kaldırmaktadır (Consiglio ve Zenios, 2018, s. 5-7; Ela, 2019, s.580).

3.4. Bisque Maddeleri

Bisque kelimesi eski bir Fransızca kelimedir (XVII. Yüzyıl). Bu kelime, hem kabuklu deniz hayvanlarıyla hazırlanmış bir çorba hem de bazı sporlarda güçlü bir oyuncu tarafından daha güçsüz bir oyuncuya verilen şans anlamına gelmektedir. İkincisinin örnekleri, bir tenis setinde istendiğinde alınan bir nokta, krokette ekstra bir dönüş veya bir golf skorunda bir veya daha fazla vuruştur. Ek olarak, bir kredi sözleşmesi bağlamında bisque (borç erteleme veya tatili) maddeleri, borçlunun öngörülemeyen maddi zorluklar yaşaması ve sözleşmedeki tetikleme koşullarının ortaya çıktığı durumlarda borç servisini kesebileceği ve zorlukların üstesinden geldiğinde borç servisi ödemelerine devam edebileceği anlamına gelmektedir (Cosio-Pascal, 2007, s.7).

Kamu borçlanması bağlamında devlet koşullu dönüştürülebilir tahvilleri ve GSYH endeksli tahvillerin aksine özellikle gelişmekte olan ülkelerin borçlanma sorunlarına karşı geliştirilen (Dell, 1972, s.212) bisque maddeleri, mevcut veya yeni alınacak olan kredi sözleşmelerine uygulanabilmektedir (Griffith-Jones, 2008, s.168). Bisque maddeleri borçlunun, bazı koşullar altında (örneğin ödemeler dengesi zorlukları yaşaması veya borç servisi problemleriyle karşı karşıya kalması durumunda) (World Bank, 1996, s.20; Office of the Historian, 1978) borç yeniden yapılandırması için borç müzakereleri yapmadan borç indirimi veya erteleme yapmasına izin vermektedir (World Bank, 1980). Bu anlamda bisque maddeleri, borç müzakerelerine ve borç müzakerelerinin uzun yıllar alması gibi bazı problemlere karşı borçlu devletlere hareket alanı sağlamaktadır. Bu nedenle bisque maddeleri, yeniden yapılandırmaya gerek kalmadan örtük bir yeniden yapılandırma ve borç müzakeresi yapılması anlamına gelmektedir.

Alacaklılar tarafından bazen “ödeme tatili” veya “bisque maddesi” olarak adlandırılan geri ödeme planını uzatma anlaşması, ülkelere borç servisini yeniden düzenlemek için ek süre sağlamaktadır. Ancak anlaşmalar genellikle koşulluluk içermektedir. Bu durum çeşitli uygulama örneklerinde kendisini göstermiştir. Örneğin, Almanya'nın borcuna ilişkin 1953 Londra Sözleşmesi, Almanya'nın borçlarını yalnızca bir ticaret fazlası üzerinden geri ödemesi

gerektiğini ve yetersiz bir ticaret fazlası varsa borç geri ödemelerini durdurabileceğini belirten bisque maddeleri içermiştir. Bu koşul, özellikle ülke borçları açısından önemlidir. Çünkü borçlanma piyasalarına erişimdeki ve ticaret koşullarındaki bozulma, çoğu borçlu ülkenin aynı zamanda ticaret açığı vereceği anlamına gelmektedir. Diğer bir örneğe göre, 1986'daki Meksika anlaşmasına örtük olarak bir bisque maddesi eklenmiştir. Petrol fiyatlarının kararlaştırılmış bir tabanın altına düşmesi halinde Meksika Hükümeti'ne ödemeleri erteleme izni verilmiştir. Taban fiyat müzakere edilmiş, ardından bisque maddesi IMF ile Meksika anlaşmasına dahil edilmiş ve sadece iki yanlı (resmi, ülke kredileri) ve özel alacaklılar için uygulanabilir hale getirilmiştir. Bununla birlikte, taban fiyat o kadar düşük belirlenmiştir ki, bisque maddesi hiçbir zaman uygulanamamıştır.

Bisque maddelerinin uygulama geçmişine bakıldığında söz konusu maddelerin uygulama alanının genellikle kredilerle sınırlı olduğu ve örneklerinin az olduğu göze çarpmaktadır. Bisque maddeleri kavramı, 1946 Anglo-Amerikan Kredisi olan 50 yıllık bir kredide ortaya çıkmıştır. Orijinal anlaşmada, İngiltere herhangi bir yıl için bir yıllık faizin silinmesi talebinde bulunabilecek ve ABD, iki şartın yerine getirilmesi durumunda bu faizi bağışlamış olacaktır. Bu şartlardan ilki, borçlunun döviz ve altın rezervleri pozisyonlarına bakılarak faizin silinmesinin gerekli olduğu sonucuna varılmasına ve ikincisi, savaş öncesi seviyelere kıyasla ihracat seviyesine bağlıdır. Ayrıca şartların IMF tarafından onaylanması gerekecektir. Ancak 1956'da orijinal geri ödeme sözleşmesindeki bazı koşulların, değişen koşullar nedeniyle belirsiz ve muhtemelen kullanılamaz olduğu tespit edilmiştir. Bu nedenle, sözleşme Birleşik Krallık'ın kendi tercihine bağlı olarak bir dizi anapara ve faiz ödemesini ertelemesine izin verecek şekilde değiştirilmiştir. Bu değişiklik "bisque maddesi" olarak tanınmıştır. Değiştirilmiş versiyonda Birleşik Krallık, 50 yıllık sürenin sonuna kadar taahhüt edilen yıllık anapara ödeme tutarını erteleme talebinde bulunabilecektir. Bu durumda, bisque maddeleri, geri ödeme planının borçlunun ekonomik koşullarına uyum sağlamasına izin vermiştir (Devlin, 1984, s.115). Bu revizyonun ardından, vadesi uzatılan ödemeler beş seferde yapılmış ve 2006 yılında kredi tamamen ödenmiştir. Üçüncü tarafın doğrulaması gerekliliği ve alacaklının nihai veto yetkisi nedeniyle manipülasyon riski büyük ölçüde elimine edilmiştir (Cosio-Pascal, 2007, s.7; Stumpf, 2019, s.325). Bir diğer örneğe göre, 1953 Londra Konferansı'nda delege olan Dr. Herman Abs'ın uluslararası itibarı ve tarafsızlığı, bir öneride bulunmasına olanak tanımış ve alacaklıların bu öneride yaptığı değişikliklerle birlikte öneri, Paris Kulübü tarafından kabul edilmiştir. İmtiyazlı krediler ve ödemesi ertelenen (yeniden yapılandırılan) borçlar dahil olmak üzere Endonezya'nın borcunun vadesi 30 yıldan fazla uzatılmıştır. Endonezya ekonomisine

ilişkin olumsuz öngörüler, Anglo-Amerikan Anlaşmasındaki benzer şekilde *bisque* maddesinin eklenmesine neden olmuştur. Bu durumda Endonezya'nın geri ödeme sürecinin başlangıcında yapacağı ödemelerin yarısına kadarını ertelemesine izin verilmiştir. Ertelenen ödemeler, sözleşmenin son yıllarında %4 faiz oranından geri ödenecek şekilde anlaşmada yer almıştır (Cosio-Pascal, 2007, s.10). Endonezya, o zamandan beri herhangi bir başka ülkeye verilmeyen bu anlaşmanın tamamından fayda sağlamıştır. Bu anlamda, Endonezya bu maddeyi azami ölçüde kullanmıştır (Cassimon vd., 2013, s.8).

Daha sonraki döneme bakıldığında, 1970'lerde ortaya çıkan gelişmekte olan ülke borç krizine çözüm olarak ise birçok yazar tarafından *bisque* maddelerinin getirilmesi gereğine ilişkin görüşler ortaya atılmıştır (Bhalla, 1973, s.748; United Nations, 1973, s.8). Hatta kriz döneminde gelişmekte olan ülkelerin gittikçe sürdürülemez hale gelen borç yüklerinin ele alınması konusunda, G-77 ülkelerinin birçoğu kalkınma kredileri için faiz sübvansiyonları (*bisque* maddeleri benzeri) önerisini desteklemiştir (Airey, 2020, s.324). Aynı dönemde, gelişmekte olan birçok ülkenin kritik borç servisi oranı göz önüne alındığında, gelişmekte olan ülke temsilcileri, acil eylem ihtiyacını ve acil borç ertelemesinin birçok ülkenin mevcut sorunlarını hafifletmeye yapabileceği katkıyı vurgulamışlardır. Bu noktada tüm borç müzakere anlaşmalarına bir “*bisque* maddesi” eklenmesi imkanının incelenmesi gerektiği öne sürülmüştür (United Nations, 1976, s.160). 2000'li yıllarda ise Fransız yardım kuruluşu olan Agence Française de Développement, bir dizi Afrika ülkesine verdiği krediler için önceden hazırlanmış bir konjonktür karşıtı faktör uygulamaya koymuştur. Fransız kredisi, standart on yıllık ödemesiz süresinin son beş yılını almakta ve borçlunun son vade tarihini beş yıl ertelemek de dahil olmak üzere herhangi bir zamanda bu beş yılı kullanmasına izin vermektedir. Bu seçenek, devlet koşullu dönüştürülebilir tahvilleri gibi “*bisque*” maddesinin çağdaş bir biçimidir (Herman, 2017, s.20).

Bisque maddelerinin ülkeler açısından faydalarına bakıldığında ilk olarak uzun ve maliyetli borç yeniden yapılandırma sürecini ortadan kaldırdığı görülmektedir. Diğer yandan *bisque* maddeleri, ülkelerin borçlarında düşeceği temerrüdü önleyerek temerrüdün getirdiği maliyetleri önlemektedir. Bu açıdan *bisque* maddeleri bir yandan borçların geri ödemesini sağlaması nedeniyle kreditor için ve diğer yandan da borçların ödenmesi konusunda zaman kazandırdığı için borçlu ülke için oldukça faydalı olarak görülmektedir.

4. BİSQUE MADDELERİNİN TÜRKİYE'DEKİ POTANSİYELİ

Bisque maddelerinin kredilerde geçerli olması ve borç ödeme güçlüklerine (temerrütlere) karşı kullanılması iki önemli özelliğini oluşturmaktadır. Bu açıdan, çalışmada ilk olarak Türkiye'nin temerrüt olasılığı (riski) incelenecektir.

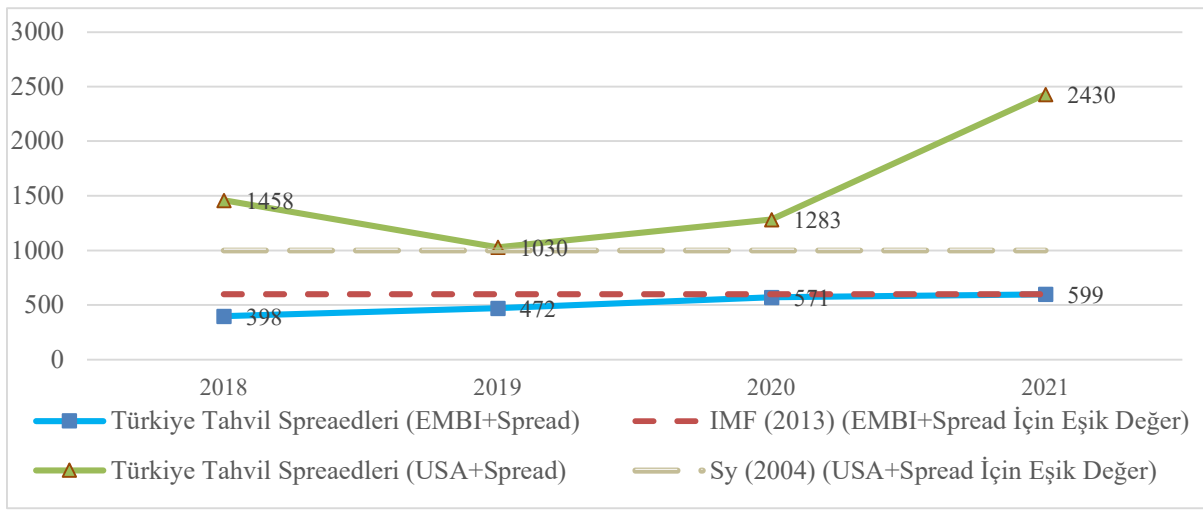
Kamu kesimince yaşanan temerrütlerinin kaynağına bakıldığında temerrütlerin iç ve dış faktörlerin bir bileşimi sonucu ortaya çıktığı görülmektedir. Buna göre temerrütler şu iç ve dış faktörler sonucu ortaya çıkabilmektedir (Das vd., 2012, s.70-71):

- Yüksek tahvil spreadleri (faiz farkları) ve CDS düzeyleri;
- Yüksek düzeyde borçluluk (borç stoku);
- Kırılgan borç kompozisyonu: büyük miktarda döviz ve kısa vadeli borç ile değişken faizli borç;
- Dış şoklar (örneğin, petrol, faiz oranı, emtia fiyatları, çatışmalar);
- Para biriminin aşırı değerlenmesi;
- Düşük büyüme oranı

Sayılan bu faktörlerden Türkiye için öncelikle piyasa göstergeleri olan tahvil spreadleri ve CDS fiyatlarına, ikinci olarak borç kompozisyonu göstergelerine, üçüncü olarak dış faktörlere ilişkin göstergelere ve son olarak makroekonomik göstergelere değinilecektir.

4.1. Piyasa Göstergeleri

Türkiye'nin gerek geçmişte ve gerekse de güncel temerrüt riskini hesaplayan herhangi bir çalışma araştırmamıza göre mevcut değildir. Bu açıdan çalışmada ilk olarak devletlerin temerrüt riskini ölçen başlıca piyasa risk göstergeleri olan tahvil spreadleri (faiz farkları) ve kredi temerrüt swapı (CDS) düzeyleri değerlendirilmeye çalışılacaktır.



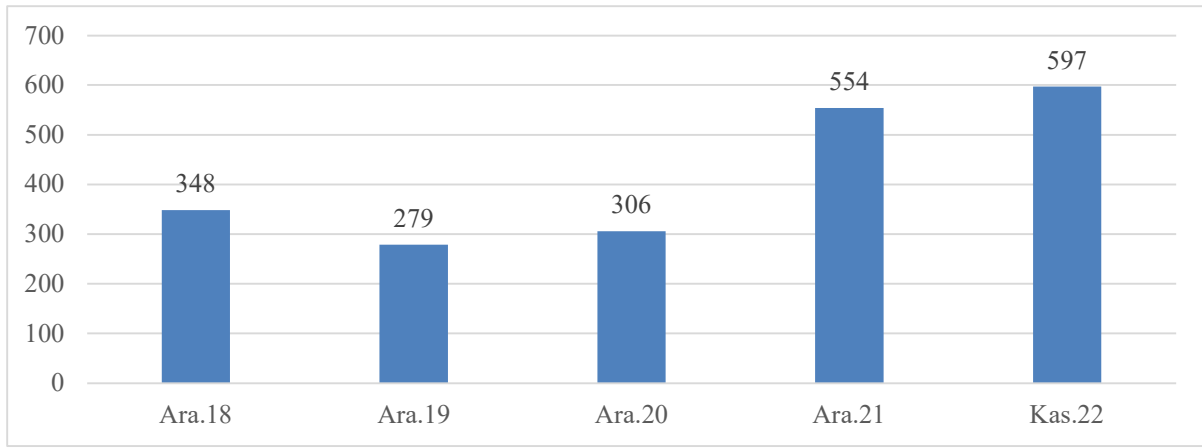
Grafik 1. Türkiye Tahvil Spreadleri (EMBI+Spread ve USA+Spread) (2018-2021)

Not: EMBI+Spread verisi 2020 Temmuz'a aittir.

(Kaynak: World Bank, 2022a; IMF, 2013; Sy, 2004; World Government Bonds, 2022a)

Grafik 1'den görüldüğü üzere Türkiye'nin gelişen piyasa ekonomileri faizleri (EMBI) ile arasındaki faiz farkı olan spreadleri, 600 baz puanının hemen altındadır. IMF tarafından geliştirilen Borç Sürdürülebilirliği Analizi (DSA)'ne göre piyasaya erişimi olan ülkelerin faiz farkları 200 baz puana kadar ise bu durum düşük derecede borç koşulları ihlali ve kriz riskine işaret ederken, söz konusu faiz farkı (spread) 200-600 puan arasında ise söz konusu risk orta dereceye yükselmektedir. Faiz farkı 600 baz puanının üzerinde ise risk yüksek derecededir (IMF, 2013, s.30). Konuya bu açıdan bakıldığında Türkiye'nin spreadleri, Türkiye'nin herhangi bir iç veya dış şok karşısında borç koşullarını ihlal etme ve krize girme riskinin orta üst derecede olduğunu ortaya koymaktadır. Nitekim 600 baz puanının hemen altında olan Türkiye faiz farkları, temerrüt riskinin yükseğe yakın olduğunu ortaya koymaktadır. Bu durum, Türkiye için borç koşullarını ihlal ederek temerrüde girme riskinin düşük olmadığını göstermektedir. Grafik 1'e göre bu risk son zamanlarda artış içerisindedir.

Diğer yandan Sy (2004)'e göre ülke faizleri ile ABD faizleri arasındaki fark 1000 baz puanının üzerinde ise ülke borç stresi yaşamaktadır ve temerrüt yaşaması olasıdır. Bu açıdan Grafik 1'e bakıldığında Türkiye'nin ABD'ye göre spreadlerinin (faiz farkının) 1283 baz puan olduğu görülmektedir ve söz konusu değer Sy (2004) tarafından belirtilen eşik değerinin üzerindedir. Grafik 1 topyekûn olarak değerlendirildiğinde ise Türkiye'nin temerrüt riskinin bulunduğu söylenebilmektedir.



Grafik 2. Türkiye Kredi Temerrüt Swapı (Aralık 2018 - Ağustos 2022)

(Kaynak: World Government Bonds, 2022b).

Ülkelerin kredi temerrüt swapları (CDS), ülkelerin temerrüde girme riskini ölçen diğer bir risk göstergesidir. Bu konuda Grafik 2'ye bakıldığında kredi temerrüt swapının Aralık 2019'dan itibaren tedrici bir artış içinde olduğu görülmektedir. Kredi temerrüt swaplarının Türkiye için oldukça yüksek seviyelerde olması yatırımcıların bir yandan alacaklarını sigortalatmak için daha fazla ödeme yaptıklarını gösterirken diğer yandan bu durum Türkiye'de temerrüt olasılığının bulunduğunu göstermektedir (Yang, 2019, s. 1). Kredi temerrüt swapları konusunda literatürde herhangi bir eşik değer bulunmazken, World Government Bonds (2022b)'e göre Türkiye'nin kredi temerrüt swaplarının Rusya'dan sonra ikinci yüksek ülke swapı olması, Türkiye'de temerrüt olasılığının bulunduğunu ortaya koymaktadır.

4.2. Borç Göstergeleri

Türkiye'de borç göstergelerinin yapısına ilişkin değerlendirme için öncelikle ülkenin borç stoku ve dış borç stoku değerlendirilecek, ardından döviz cinsinden borcu ve kısa vadeli borcu eşik değerler ile karşılaştırılarak analiz edilecektir.

Türkiye'nin de aralarında bulunduğu gelişen piyasa ekonomileri için literatürde borçların (borç stoku/GSYH oranının) sürdürülemez seviyeye (temerrüt riskinin ortaya çıktığı seviyeye) ulaştığı bazı eşik değerler belirlenmiştir. Buna göre, Reinhart ve Rogoff (2010)'a göre, kamu borç/GSYH düzeyi %90'ın üzerinde ise büyüme ortalamasının altına düşmektedir ve bu nedenle %90'ın üzerindeki borçlar sürdürülebilir değildir. Mendoza ve Ostry (2008)'e göre, borç-faiz dışı denge ilişkisi, borçlanma düzeyi GSYH'nın %50'sinin üzerine çıktığında gelişen piyasa (emerging) ülkelerinde önemli ölçüde zayıflamaktadır. Tran (2018) tarafından yapılan ve Türkiye'nin de aralarında bulunduğu gelişen piyasa ekonomilerini ele alan çalışma, borç/GSYH oranı eşliğini %40-55 arası bulmuştur. Bu oranın üzerinde, kamu risk primleri borçlara duyarlı hale gelirken, bu durum temerrüde girebilme göstergesi olarak değerlendirilmiştir. Baldacci vd.

(2011) tarafından gelişen piyasa ekonomileri için, genel devlet brüt borcu/GSYH eşiği %42.8 olarak bulunmuştur. Bu eşiğin üzerinde mali stres oluşmaktadır ki, bu durumda ödeyememe (solvency) riski artmaktadır. Belhocine ve Dell'Erba (2013)'e göre, kamu borcu/GSYH oranı %45'in üzerine çıktıkça ve daha büyük değerler aldıkça, tahvil marjlarının (spreadlerin) borç sürdürülebilirliğine duyarlılığı iki katına çıkmaktadır. Yani, bu oranın üzerinde borç sürdürülebilirliğine karşı daha fazla tepki verilmektedir. Caner vd. (2010)'a göre, gelişen piyasa ekonomileri için borç/GSYH oranı eşiği % 64'tür. Bu eşiğin üzerindeki borç oranı, GSYH'yı düşürmektedir. Söz konusu bu bulgulara Tablo 1'den bakıldığında eşik değerlerin %40 ve %90 arasında değiştiği görülmektedir. Türkiye'nin son dönem borç/GSYH oranına bakıldığında söz konusu eşik değerlerin alt sınırına yakın olduğu göze çarpmaktadır. Söz konusu oranlar birçok dünya ülkesine göre oldukça düşüktür ve bu açıdan Türkiye'nin borç stoku oranı hala Türkiye'nin mali açıdan güçlü yönünü oluşturmaktadır (IMF, 2019).

Tablo 1. Türkiye Borç Göstergeleri (2018-2021) (%)

Göstergeler	2018	2019	2020	2021	Eşik Değerler
AB Tanımlı Genel Yönetim Borç Stoku/GSYH (%)	30.1	32.6	39.7	42.4	-Reinhart ve Rogoff (2010); %90 - Mendoza ve Ostry (2008) -Tran (2018); %40-55 -Baldacci vd. (2011); %42.8 -Belhocine ve Dell'Erba (2013); %45 -Caner vd. (2010); %64
Toplam Dış Borç/GSYH (%)	53.5	54.7	60.4	55.1	-Vu vd. (2019); %33.17 - Badia vd. (2020) %22 -Manasse vd. (2003); %50 -Reinhart vd. (2003); %35
Toplam Kısa Vadeli Borçlar/Rezervler (%)	125.2	116.5	148.4	-	-Guidotti-Greenspan Kuralı; %100 -Jeanne ve Rancière (2006); %92 -Manasse ve Roubini (2005); %130
Merkezi Yönetim Döviz Cinsinden Borçları/ Toplam Merkezi Yönetim Borçları (%)	12.9	15.3	20.2	25.0	-IMF (2013); %60 -Baldacci vd. (2011); %40.3

(Kaynak: World Bank, 2022b; Hazine ve Maliye Bakanlığı, 2022).

Gelişen piyasa ekonomileri için literatürde dış borçların tehlike (kriz, temerrüt vb.) yarattığı çeşitli eşik değerler belirlenmiştir. Buna göre, Vu vd. (2019)'a göre, gelişen piyasa ekonomilerinde dış borç/GSYH oranının %33.17 ve üzerinde olması ekonomik büyümeyi düşürmektedir. Reinhart ve Rogoff (2010)'a göre dış borç/GSYH düzeyi %60'ın üzerinde ise ekonomik büyüme düşmektedir. Badia vd. (2020)'ye göre, gelişen piyasa ekonomileri için kamu dış borç stoku/GSYH oranının %22'nin üzerinde olması kriz olasılığını arttırmaktadır. Manasse vd. (2003), Türkiye dahil piyasaya erişimi olan 47 ülkeyi değerlendirmiş ve dış borç/GSYH oranı %50'den fazla olan ülkelerin temerrüt olasılığının daha yüksek olduğu sonucuna ulaşmıştır. Reinhart vd. (2003), Türkiye'nin dahil olduğu gelişmekte olan ülkeler ve gelişmiş ülkeleri ele aldığı çalışmasında dış borç/GSYH oranı %35'in altında olan ülkelerin borç düzeyini güvenli olarak nitelendirilmiştir. Tablo 1'den bakıldığında belirtilen oranların %22 ve %50 arasında değiştiği görülmektedir. Türkiye'nin son dönem dış borç/GSYH oranına bakıldığında söz konusu eşik değerlerin üst sınırını geçtiği ve bu bakımdan yüksek dış borçlar sonucunda Türkiye'nin temerrüt riskinin bulunduğu söylenebilmektedir.

Kısa vadeli borçların rezervlere oranı, bir diğer temerrüt riski göstergesidir. Bu orana ilişkin literatürde çeşitli eşik değerler belirlenmiştir. Bunlardan en fazla bilineni Guidotti-Greenspan Kuralı'dır. Bu kurala göre kısa vadeli borçların rezervlere oranı için belirlenen eşik değer %100'dür. Bu oranın aşılması borç problemlerine yol açabilecekken sermaye çıkışını tetikleyebilmektedir (Jeanne ve Rancière , 2006, s.12-17). Jeanne ve Rancière (2006) gelişen piyasa ekonomileri için kısa vadeli borçların rezervlere oranı için optimal oranı %92 olarak belirlerken Manasse ve Roubini (2005) ülkelerin krize girmemesi için %130 eşik değerini aşmaması gerektiğini belirtmiştir. Tablo 1'den görüldüğü üzere Türkiye'nin kısa vadeli borçların rezervlere oranı optimal seviyelerin üzerindedir ve bu durum temerrüt riskine işaret etmektedir.

IMF (2013) tarafından oluşturulan sürdürülebilirlik göstergelerine göre gelişen piyasa ekonomileri için döviz cinsinden borçların toplam borçlara oranı, %20-60 arası ise orta risk ve %60 üzeri ise yüksek risk taşımaktadır. %60 üzeri oran, ülke borçlanma yapısının kırılgan olduğunu göstermektedir. Bir diğer bulgu olan Baldacci vd. (2011)'e göre, gelişen piyasa ekonomileri için döviz cinsinden borçların toplam borçlara oranı %40.3 eşığının üzerinde ise mali stres oluşmakta, bu anlamda borçları ödeyememe riski artmaktadır. Türkiye'nin son dönem verilerine bakıldığında Baldacci vd. (2011) tarafından belirlenen eşik değer üzerinde olduğu ve IMF (2013) tarafından belirlenen yüksek risk eşik değerine oldukça yakın olduğu

görülmektedir. Bu anlamda döviz cinsinden borçların temerrüt riskini yükselttiği söylenebilmektedir.

4.3. Dış Şoklar

Türkiye'nin dış faktörler (şoklar) kaynaklı temerrüt riskini değerlendirmek üzere global emtia, petrol ve faiz oranları (LIBOR)'na ilişkin göstergelere Tablo 2'de yer verilmiştir.

Tablo 2. Global Emtia, Ham Petrol ve LIBOR Oranları (2018-2021)

Göstergeler	2018	2019	2020	2021
Emtia Fiyat İndeksi	114.3	119.5	125.3	186.1
Ham Petrol Fiyatları (\$)	45.4	61.0	48.5	76.9
LIBOR Oranları (%)	2.79	1.90	0.23	0.20

(Kaynak: IMF, 2022; Macrotrends, 2022; MarketWatch, 2022)

Tablo 2'ye göre son dönemde emtia fiyatlarında ve petrol fiyatlarında önemli oranda bir değişme söz konusu değilken faiz oranlarında düşüş söz konusudur. Bu açıdan Tablo 2'de yer verilen faktörler kaynaklı bir şok söz konusu değildir. Ancak bu durum Türkiye'nin uzun vadede özellikle dış borçlar kaynaklı kırılganlık yaşamayacağı anlamına gelmemektedir (Civcir ve Varoğlu, 2019). Nitekim World Bank (2018, s.18)'e göre uzun vadede enerji fiyatlarında sert artışlar ve TL'nin değerinde önemli ölçüde düşüşler önemli sürdürülebilirlik riskleri ortaya çıkarabilecektir.

4.4. Makroekonomik Göstergeler

Ekonomik büyüme ve enflasyon gibi makroekonomik göstergeler temerrüt riskinin önemli iç göstergeleri olabilmektedir. Bu anlamda Tablo 3'te makroekonomik göstergeler olarak enflasyon ve ekonomik büyüme oranlarına yer verilmiştir.

Tablo 3. Türkiye'de Makroekonomik Göstergeler (2018-2021) (%)

Göstergeler	2018	2019	2020	2021	Eşik Değerler
Ekonomik Büyüme (%)	3.0	0.8	1.9	11.3	-Manasse ve Roubini (2005); %-5.5
Enflasyon (%)	20.30	11.84	14.60	36.08	-Manasse ve Roubini (2005); %10.5

(Kaynak: Hazine ve Maliye Bakanlığı, 2022)

Literatürde ekonomik büyüme ve enflasyonun temerrüt riskine yol açabileceği eşik değer örnekleri bulunmaktadır. Buna göre Manasse ve Roubini (2005), kriz potansiyeline ilişkin eşik değeri ekonomik büyüme için %-5.5 ve enflasyon için %10.5 olarak belirlemiştir (Bkz. Tablo 3). Bu anlamda Türkiye’de ekonomik büyüme oranları eşik değere oldukça uzak iken enflasyon oranları eşik değer üzerinde. Bu durum enflasyonun temerrüt riskini işaret ettiği şeklinde yorumlanabilmektedir.

Sonuç olarak temerrüt riski, söz konusu riske ilişkin birçok göstergenin bir bileşimi ele alınarak değerlendirilebilir. Bu anlamda Türkiye’nin oldukça yüksek piyasa risk göstergeleri (CDS ve tahvil spreadleri) bulunmaktadır. Bunun yanında son yıllarda kısmen bozulmakla birlikte güçlü sayılabilen kamu borç stoku yapısına karşın kısa vadeli borçlarda ve dış borçlarda problemler görülmektedir. Dış koşullara bakıldığında ise emtia ve petrol fiyatlarında bir şok söz konusu değilken faiz oranlarındaki düşüşün kamu borçlanma maliyetlerini kısmen de olsa azaltabileceği söylenebilmektedir. Makroekonomik göstergelerde ise temerrüt riskini ciddi oranda arttıracak bir yapı sergilenmemektedir. Tüm göstergeler birlikte değerlendirildiğinde Türkiye’nin temerrüt riskinin bulunduğu ancak uluslararası piyasadaki uygun koşulların sona ermesi durumunda ve borç göstergelerindeki bozulmanın devam etmesi halinde uzun vadede Türkiye’nin temerrüt riskinin artabileceği söylenebilmektedir.

5. TÜRKİYE’DE BİSQUE MADDELERİNİN KULLANILMASI HALİNDE SAĞLAYACAĞI FAYDALAR

Bisque maddelerinin kullanılabilmesinin temel özelliklerinden bir tanesi, bu maddelerin kullanımının kredilerde söz konusu olmasıdır. Bu nedenle bisque maddelerinin kullanılması geri ödeme güçlüklerinin krediler bazında ortaya çıkması durumunda geçerli olacaktır.

Tablo 4. Kamu Dış Borç ve Dış Kredi Oranları (2018-2021) (%)

Yıllar	Kamu Dış Borç Stoku / GSYH	Kamu Dış Kredi Stoku / GSYH	Kamu Dış Kredi Stoku / Kamu Dış Borç Stoku
2018	17.9	8.2	46.1
2019	21.2	9.7	46.0
2020	24.8	11.8	47.6
2021	22.3	10.7	47.8

(Kaynak: Hazine ve Maliye Bakanlığı, 2022)

Tablo 4’teki veriler değerlendirildiğinde Türkiye’de dış borç stokunun GSYH’ya oranının genel olarak artış trendinde olduğu görülmektedir. Nitekim 2018’de %17,9 olan söz konusu oran 2021’de %22,3’e yükselmiştir. Benzer şekilde, kamu dış kredi stoku/GSYH oranı artış

trendinde olup 2021 itibari ile %10,7 olarak gerçekleşmiştir. Kamu dış kredi stoku/kamu dış borç stoku oranı ise 2018’de %46,1 iken 2021’de %47,8’e yükselmiştir. Bu durumda sonuç olarak göstergelerin artış trendinde olduğu görülmektedir.

Türkiye’de temerrüt riski söz konusu iken temerrütlerin gerçekleşmesi halinde borçlanma piyasasına erişiminin kesilebileceği ve bir çözüm için kredi miktarların oldukça düşük olacağı aşikardır. Nitekim birçok ülkeye benzer şekilde Türkiye borçlanma konusunda piyasa odaklı bir yaklaşım sergilemektedir. Öyle ki, Türkiye’de kamu borçlanmasında %90 oranında tahvil kullanılırken %10 oranında kredi kullanımı söz konusudur. Bu açıdan kamu dış kredi stokunun gerek GSYH’ya ve gerekse de kamu dış borç stokuna oranı düşük düzeydedir. Bu nedenle herhangi bir temerrüt riskine karşın Türkiye’nin kredi konusunda üretebileceği bisque maddeleri vb. çözümlerin etkisinin düşük kalacağı ve krediler konusunda çözüm üretmekten çok (bisque maddelerine başvurmadan çok) piyasaya yönelik olarak tahvil, bono vb. konularda çeşitli çözüm yolları bulması gerektiği söylenebilmektedir. Bu konuda dünyada halihazırda kolektif eylem kararları uygulanagelmektedir ve GSYH endeksli tahviller ile devlet koşullu dönüştürülebilir tahvilleri gibi çözüme yönelik alternatifler henüz teori ve gelişme aşamasındadır. Bu açıdan, Türkiye’nin en azından bundan sonraki aşamada kolektif eylem maddelerine tahvil dokümanlarında yer vermesi ve diğer koşullu tahvillerin ise geliştirilmesine (G20, IMF gibi birlik ve kuruluşların GSYH endeksli tahvili geliştirme çabaları bilinmektedir) destek olması gerekmektedir. Böylece Türkiye güncel durumda orta üstü sayılabilecek temerrüt riskini bertaraf ederken gelecek yıllarda ortaya çıkabilecek temerrüt risklerini de daha kolay düşürebilecektir.

Bu sonuç gelişmiş ve gelişmekte olan ülkeler için de genel anlamda da geçerli olabilecek düzeydedir. Nitekim, OECD ülkelerinde tahvil, bono gibi enstrümanların (pazarlanabilir borçlanma araçlarının) toplam kamu borcu içindeki payı, 1980’de yaklaşık %70 iken bu pay 2010’da %90’ın üzerine çıkmıştır (Blommestein, 2004, s.3; Fastenrath vd., 2017, s.275). Bu açıdan kamu kesimi borçlanması 1970’li ve 1980’li yıllardaki krediye dayalı görüntüsünden ayrılmıştır. Günümüzde birçok ülke, tahvil ve bono gibi piyasaya dayalı borçlanma yollarına başvurmaktadır. Bu nedenle krediye yönelik sorunların değil, piyasaya dayalı (tahvil, bono gibi pazarlanabilir) araçlara ilişkin sorunların çözülmesi gerekmektedir. Bu durumda bisque maddelerinin genel olarak 2000’li yıllar öncesinde geçerli olduğu ve bu dönemlerde kredilerin kamu borçları ve kamu dış borçları içinde önemli yer tuttuğu bilinmektedir. Ancak günümüzde birçok ülke piyasadan borçlanmaya yönelmiştir ve bu konuda çeşitli inovasyonlara (türevler gibi riskten korunma araçları, inovatif borçlanma araçları vb.) başvurmaktadır. Bu açıdan

bisque maddelerinin geçmişte geçerli krediye dayalı sistemde geçerli olabileceği ancak günümüze çok uygun olmadığı söylenebilmektedir.

6. SONUÇ VE ÖNERİLER

Geçmişten günümüze devletler çeşitli dönemlerde borçlarını ödemede güçlük çekmişler ve temerrüde düşmüşlerdir. Birçok ülkenin geçmişten bugüne en az bir kez temerrüt yaşaması, temerrütlerin birçok ülke için temel problemlerden bir tanesi olduğunu göstermektedir. Öyle ki, temerrütler, oldukça uzun borç yeniden yapılandırma süreçlerine ve temerrüde düşen ülkenin ekonomik ve mali göstergelerinde bozulmalara yol açabilmektedir. Bu bağlamda, temerrüde düşen ülkelerde, ekonomik büyüme yavaşlayabilmekte veya ekonomi daralabilmekte, ticaret hacmi gerileyebilmekte, borçlanma piyasalarına erişim kısıtlanabilmekte, borçlanma maliyetleri artabilmekte, bankacılık sektörü ve krediler olumsuz etkilenebilmekte, politik döngü hızlanabilmekte, doğrudan yabancı yatırımlar düşebilmekte, işsizlik ve kur gibi ekonomik faktörler olumsuz yönde etkilenebilmektedir. Bu tür ağır koşulların temerrüt ile birlikte yaşanması ve ayrıca temerrüt halinde piyasalara erişimin kesilmesi ülkeleri temerrüdün önlenmesi konusunda çeşitli yollar ve araçlar aramaya teşvik etmiştir.

Temerrüde düşmenin önlenmesi için çeşitli dönemlerde yeni tahvil türleri veya inovatif sözleşme maddeleri geliştirilmiştir. Bu tahvil türleri ve maddelerden GSYH endeksli tahvil ve devlet koşullu dönüştürülebilir tahvilleri oldukça yeni iken kolektif eylem maddeleri ve bisque maddeleri nispeten eski uygulamalardır.

Bisque maddeleri, ülkelerin borç ödemelerinde bir problem yaşaması halinde borçlu ülkelere borç servisini azaltma ve erteleme hakkı tanımaktadır. Bu halde ülkeler, pahalı ve uzun süren borç müzakereleri ve yeniden yapılandırmalara katılmak zorunda kalmamaktadır. Bisque maddeleri ile borç yeniden yapılandırması ve müzakereleri kendiliğinden gerçekleşmekte ve ülkelerin temerrüt yaşamaları önlenmektedir.

Türkiye’de bisque maddelerinin potansiyelini ve faydalarını araştıran bu çalışmada öncelikle Türkiye’nin temerrüt riski incelenmiştir. Temerrüt riski için risk göstergeleri, borçlanma göstergeleri, dış şok göstergeleri ve makroekonomik göstergeler literatürden derlenen çeşitli eşik değerler baz alınarak değerlendirilmiştir. Söz konusu göstergeler topyekûn değerlendirildiğinde ise Türkiye’de temerrüt riskinin bulunduğu ve son dönemde arttığı görülmektedir. Bu durumun nedenleri arasında yüksek piyasa risk göstergeleri (CDS ve spreadler) ile problemlili alanlar olarak öne çıkan dış borçlanma, kısa vadeli ve döviz cinsinden borçlanmada artış gösterilebilmektedir. Türkiye’nin borçlanma göstergelerindeki bozulmanın

devam etmesi ve uygun uluslararası koşulların tersine dönmesi halinde Türkiye'nin uzun vadede temerrüt riskinin yüksek sayılabilecek seviyelere çıkabileceği söylenebilmektedir. Bu durumda bisque maddelerinin gelecek vadede kullanılabileceği söylenebilmektedir.

Diğer yandan bisque maddelerinin kullanılabilmesinin temel özelliklerinden bir tanesi, bu maddelerin kullanımının kredilerde söz konusu olmasıdır. Bu açıdan temerrüdün önlenmesi adına Türkiye'de kamu dış kredilerinin güncel durumda GSYH ve kamu dış borç stoku içindeki payı araştırılmış ve söz konusu payın oldukça düşük olduğu görülmüştür. Sonuca göre Türkiye'de bisque maddelerinin etki alanı dardır.

Türkiye'de genel yönetim toplam borç stoku içinde tahvillerin yaklaşık %90'lık bir paya sahip olduğu göz önüne alındığında Türkiye'nin krediler konusunda değil, tahviller konusunda inovatif yaklaşımlarla olası temerrüt risklerinin önüne geçmesi gerekmektedir. Bu açıdan Türkiye'de kolektif eylem maddeleri, GSYH endeksli tahviller veya devlet koşullu dönüştürülebilir tahvillerinin uygulanabilmesi (bu tür tahvillerin önündeki engellerin kalkması ve uygulamada kendisine yer bulması halinde) gerekmektedir. Diğer yandan diğer gelişen piyasa ekonomilerine benzer şekilde Türkiye'de son yıllarda iç borçlanmaya ağırlık verilmiştir. Bu açıdan iç borçlanmadan yararlanmak adına çeşitli inovatif finansman yöntemlerine (endeksli sukuk türleri vb.) yer verilmesi, finansal okuryazarlık ve katılımın geliştirilmesi ve son yıllarda revaçta olan çevresel (sürdürülebilirlik) tahvillerine ilişkin yasal altyapının oluşturulması önerilebilmektedir.

Son olarak çalışma, gelecek çalışmalar için birtakım öneriler sunmaktadır. Bu anlamda Türkiye'nin temerrüt riskinin makine öğrenmesi vb. nicel yöntemlerle değerlendirilmesi ve geleceğe yönelik riskin tahminlenmesi gerekmektedir. Bu durumda bir yandan temerrüt riski daha net biçimde değerlendirilebilirken diğer yandan alternatif çözüm önerilerinin potansiyeli daha iyi belirlenebilecektir.

KAYNAKÇA

- Adaba, G. (2016). Financing social protection floors. *FfDO Working Paper Series*, No. II.A/1.
- Airey, S. (2020). Auras of legality - The jurisdiction and governance signature of the international governance of official development assistance. (Yayımlanmamış Doktora Tezi). University of Ottawa, Canada.
- Arteta, C. & Hale, G. (2008). Sovereign debt crises and credit to the private sector. *Journal of International Economics*, 74(1), 53-69.
- Badia, M. M., Medas, P., Gupta, P. & Xiang, Y. (2020). Debt is not free. *IMF Working Paper*, No. 20/1.

- Baldacci, E., Petrova, I. K., Belhocine, N., Dobrescu, G. & Mazraani, S. (2011). assessing fiscal stress. *IMF Working Papers*, No. WP/11/100.
- Beers, D. ve Mavalwalla, J. (2015). Database of sovereign defaults. *Bank of Canada Technical Report*, No. 101.
- Beers, D., Jones, E. & Walsh, J. (2022). BoC–BoE sovereign default database: methodology, assumptions and sources. *Bank of Canada Technical Report*, No. 17.
- Belhocine, N. & Dell’Erba, M. S. (2013). The impact of debt sustainability and the level of debt on emerging markets spreads. *IMF Working Papers*, No. WP/13/93.
- Bhalla, H. K. (1973). Debt problem in developing countries-II. *Yojana Journal*, XVII (19), 745-748.
- Blommestein, H. (2004). Strategic trends and policies shaping government securities markets in the OECD area. 6th Tokyo Roundtable on Capital Market Reform in Asia. 28 and 29 September 2004 at the ADB Institute, Tokyo.
- Boonman, T. M. (2013). Sovereign defaults, business cycles and economic growth in Latin America, 1870–2012. *University of Groningen Research Institute SOM Research Report*, No. 13010-EEF,
- Borensztein E. & Panizza, U. (2008). The costs of sovereign default. *IMF Working Paper*, No. WP/08/238.
- Borensztein E. & Panizza, U. (2010). Do sovereign defaults hurt exporters? *Open Economies Review*, 21(3), 393–412.
- Caner, M., Grennes, T. & Koehler-Geib, F. (2010). Finding the tipping point--when sovereign debt turns bad. *The World Bank Policy Research Working Paper*, No. 5391.
- Cassimon, D., Essers, D. & Fauzi, A. (2013). Indonesia’s debt for development swap experience: past, present and future. *IOB Working Paper*, No. 2013.10.
- Civcir, İ. & Varoglu, D. E. (2019). International transmission of monetary and global commodity price shocks to Turkey. *Journal of Policy Modeling*, 41(4), 647-665.
- Consiglio, A. & Zenios, S. A. (2016). The case for contingent convertible debt for sovereigns. *University of Pennsylvania the Wharton Financial Institutions Center Working Paper*, No. 15-13.
- Consiglio, A. & Zenios, S.A. (2018). Contingent convertible bonds for sovereign debt risk management. *Journal of Globalization and Development*, 9(1), 1-24.
- Correa, R. & Sapriza, H. (2014). Sovereign debt crises. *Board of Governors of the Federal Reserve System International Finance Discussion Papers*, No.1104.
- Cosio-Pascal, E. (2007). Paris club: intergovernmental relations in debt restructuring. *IPD Working Paper Series*.
- Das, U. S., Papaioannou, M. G. & Trebesch, C. (2012). Sovereign debt restructurings 1950-2010: literature survey, data, and stylized facts. *IMF Working Paper*, No. WP/12/203.

- De Paoli, B., Hoggarth, G. & Saporta, V. (2009). Output costs of sovereign crises: some empirical estimates. *BoE Working Paper*, No. 362.
- Dell, S. (1972). External financing problems of LCDs. *Intereconomics*, 3, 209-213.
- Devlin, R. (1984). The burden of debt and the crisis: is it time for a unilateral solution? *CEPAL Review*, 22, 107-120.
- Ela, M. (2019) Devlet koşullu dönüştürülebilir tahvilleri (Cocos): Türkiye için potansiyeli. <https://www.researchgate.net>., Erişim: 09.10.2019.
- Fastenrath, F., Schwan, M. & Trampusch, C. (2017). where states and markets meet: the financialisation of sovereign debt management. *New Political Economy*, 22(3), 273-293.
- Fuentes, M. & Saravia, D. (2010). Sovereign defaulters: do international capital markets punish them? *Journal of Development Economics*, 91(2), 336-347.
- Furceri, D. & Zdzienicka, A. (2012). How costly are debt crises?. *Journal of International Money and Finance*, 31, 726–742.
- Gelos, R., Gaston, R.S. & Sandleris, G. (2011). Sovereign borrowing by developing countries: what determines market access?. *Journal of International Economics*, 83(2), 243-254.
- Global Capital (2015). next generation collective action clauses roll out. <https://www.globalcapital.com>, Erişim: 10.10.2019.
- Griffith-Jones, S. (2008). Proposals to manage the debt problem. *Development Policy Review*, 3, 153-92.
- Griffith-Jones, S. & Sharma, K. (2006). GDP-indexed bonds: making it happen. *DESA Working Paper*, No. 21.
- Hazine ve Maliye Bakanlığı (2022). Kamu finansmanı istatistikleri. <https://www.hmb.gov.tr>., Erişim: 05.09.2022.
- Herman, B. (2011). How to resolve sovereign debt crises in the twenty-first century. *Initiative for Policy Dialogue Working Paper Series*, No. June 2011.
- Herman, B. (2017). Social protection floors in the financing for development agenda. *FfDO Working Paper Series*, No. II. A/2.
- IMF (2013). Staff guidance note for public debt sustainability analysis in market-access countries. <https://www.imf.org/external/np/pp/eng/2013/050913.pdf>, Erişim: 22.12.2020.
- IMF (2019). Turkey: staff concluding statement of the 2019 article iv mission. <https://www.imf.org/en/News/Articles/2019/09/23/mcs092319-turkey-staff-concluding-statement-of-the-2019-article-iv-mission>, Erişim: 22.12.2020.
- IMF (2022). Commodity data portal. <https://www.imf.org/en/Research/commodity-prices> Erişim: 22.09.2022.

- Jeanne, O. & Rancière, R. G. (2006). The optimal level of international reserves for emerging market countries: formulas and applications. *IMF Working Papers*, No. WP/06/229.
- Levy-Yeyati, E. & Panizza, U. (2006). The elusive costs of sovereign defaults. *Inter-American Development Bank Research Department Working Paper*, No. #581
- Livshits, I., Phan, T. & Trebesch, C. (2014). Sovereign default and political turnover. <https://pdfs.semanticscholar.org>, Erişim:10.10.2019
- Macrotrends (2022). WTI crude oil prices. <https://www.macrotrends.net/2516/wti-crude-oil-prices-10-year-daily-chart> Erişim: 20.10.2022.
- Manasse, P. & Roubini, N. (2005). “Rules of thumb” for sovereign debt crises. *IMF Working Paper*, No. WP/05/42.
- Manasse, P., Roubini, N. & Schimmelpfennig, A. (2003). Predicting sovereign debt crises. *IMF Working Paper*, No. WP/03/221.
- MarketWatch (2022). 3 month london interbank interest rate in usd (libor). <https://www.marketwatch.com/investing/InterestRate/LIBORUSD3M?countryCode=MR>, Erişim: 19.09.2022.
- Mendoza, E. G. & Ostry, J. D. (2008). international evidence on fiscal solvency: is fiscal policy “responsible”? *Journal of Monetary Economics*, 55(6), 1081-1093.
- Miller, M. & Zhang, L. (2013). Avoiding costly default with state-contingent contracts: issues of market power and moral hazard. <https://www.bcu.gub.uy>., Erişim: 02.08.2021.
- Office of the Historian (1978). memorandum from guy erb of the national security council staff to the president’s assistant for national security affairs (brzezinski). <https://history.state.gov>., Erişim: 10.10.2019.
- Reinhart, C. & Rogoff, K. (2010). Growth in a time of debt. *NBER Working Paper*, No. 15639.
- Reinhart, C., Rogoff, K. S. & Savastano, M. A. (2003). Debt intolerance. *Brookings Papers on Economic Activity*.
- Richmond, C. & Dias, D. A. (2007). Regaining market access: what determines the duration of exclusion?. <https://pdfs.semanticscholar.org>., Erişim: 03.10.2019.
- Rose, A. K. (2002). One reason countries pay their debts: renegotiation and international trade. *NBER Working Paper Series*, No. 8853.
- Sandleris, G. (2012). The Costs of Sovereign Defaults: Theory and Empirical Evidence. Cif Documento de Trabajo, No. 02/2012.
- Sandleris, G. (2014). Sovereign defaults, credit to the private sector, and domestic credit market institutions. *Journal of Money, Credit and Banking*, 46, 321-345.
- Stumpf, M. H. (2019). Sovereign state-contingent debt instruments: risk taxonomy and case studies. *Capital Markets Law Journal*, 14(3), 320–334.
- Sturzenegger, F. (2004). Toolkit for the analysis of debt problems. *Journal of Restructuring Finance*, 1, 201–203.

- Sturzenegger, F. & Zettelmeyer, J. (2006). *Debt defaults and lessons from a decade of crises*. MIT Press: England.
- Sy, A. N.R. (2004). Rating the rating agencies: anticipating currency crises or debt crises?. *Journal of Banking & Finance*, 28, 2845–2867.
- Tomz, M. & Wright, M. L. J. (2007). Do countries default in ‘bad times?’. *Journal of the European Economic Association*, 5(2-3), 352-360.
- Tran, N. (2018). Debt threshold for fiscal sustainability assessment in emerging economies. *Journal of Policy Modeling*, 40(2), 375-394.
- United Nations (1973). Proceedings of the united nations conference on trade and development. <https://www.unog.ch>, Erişim: 25.11.2020.
- United Nations (1976). report of the trade and development board. [https://undocs.org/pdf?symbol=en/A/10015/REV.1\(SUPP\)](https://undocs.org/pdf?symbol=en/A/10015/REV.1(SUPP)) Erişim: 25.11.2020.
- Vu, Y.H., Nguyen N.T., Nguyen T.T.T., & Pham A.T.L. (2019) The threshold effect of government’s external debt on economic growth in emerging countries. Kreinovich V., Thach, N., Trung, N., Van Thanh, D. (Eds.). Beyond traditional probabilistic methods in economics. ECONVN 2019. Studies in Computational Intelligence, Vol 809. Cham: Springer
- World Bank (1980). Memorandum to the executive directors. <http://documents.worldbank.org>., Erişim: 01.10.2019.
- World Bank (1996). *English - spanish, spanish - english*. Washington: World Bank Publishing.
- World Bank (2018). Turkey economic monitor may 2018. <https://openknowledge.worldbank.org>., Erişim: 21.12.2020.
- World Bank (2022a). J.P. morgan emerging markets bond spread. <https://databank.worldbank.org/reports.aspx?source=1179&series=EMBIG>, Erişim: 25.09.2022.
- World Bank (2022b). Short-term debt (% of total reserves). <https://data.worldbank.org/indicator/DT.DOD.DSTC.IR.ZS>, Erişim: 01.09.2022.
- World Government Bonds (2022a). Turkey 5 years vs united states 5 years spread. <http://www.worldgovernmentbonds.com/spread/turkey-5-years-vs-united-states-5-years/>, Erişim: 20.09.2022.
- World Government Bonds (2022b). Turkey 5 years cds - historical data. <http://www.worldgovernmentbonds.com/cds-historical-data/turkey/5-years/>, Erişim: 20.09.2022.
- Yang, S. (2019). Essays on sovereign default and household portfolio choice. (Yayımlanmamış Doktora Tezi). University of Pittsburgh., USA.
- Zymek, R. (2012). Sovereign default, international lending, and trade. *IMF Economic Review*, 60(3), 365-94.