

# 2001 İç Borç Takası: Nedenler, Yöntem ve Sonuçlar

Emre BALİBEK\*

## Özet

2000/2001 finansal krizinin kamu borcu üzerinde yarattığı yükü vadeye yaymaya yönelik olarak 2001 yılı Haziran ayında gerçekleştirilen iç borç takası, finans tarihimizde önemli bir yere sahiptir. O dönemdeki nakit iç borç stokunun yaklaşık üçte birinin değişime konu olduğu bu işlem ile iç borçlanmanın vadesi belirgin şekilde uzatılmış, kriz sonrasında kamu borçlanmasının sürdürülebilirliğine yönelik olarak atılmış olan adımların sonuçlarının alınabilmesi açısından önemli bir zaman kazanılmış, bankacılık sektöründeki döviz açık pozisyonlarının kapatılmasına da katkı sağlanmıştır. Bu çalışmada, takas işlemine yol açan etkenler ile işlemin operasyonel ayrıntıları değerlendirmekte ve elde edilen sonuçlar ortaya konulmaktadır.

**Anahtar Kelimeler:** Kamu Borç Yönetimi, Borçların Yapılandırılması, 2000/2001 Finansal Krizi

## 2001 Domestic Debt Exchange: Reasons, Method and Results

### Abstract

The domestic debt exchange operation, carried out in June 2001 in order to extend the debt service profile that had deteriorated due to the fiscal burden of the 2000/2001 crisis, is an important milestone in Turkey's financial history. In this operation, the Treasury replaced about one third of its marketable debt stock, lengthened the maturity of its debt portfolio, ensured public debt sustainability and contributed to the efforts that attempted closure of the open foreign currency position of the banking sector in the country. The paper examines the reasons behind this debt exchange, elaborates on the operational details and analyzes the results achieved.

\* Dr., Hazine Müsteşarlığı, Genel Müdür Yardımcısı, emre.balibek@hazine.gov.tr  
Makalede yer alan görüşler yazara ait olup, ilgili konu hakkında Hazine Müsteşarlığının genel politika ve görüşlerini yansıtmaz.

**Key Words:** *Public Debt Management, Debt Restructuring, 2000/2001 Financial Crisis*

**JEL Classification Codes:** *F34, G01, H63*

## Giriş

Ülkemizde kamu borç yönetiminden sorumlu kurum olan Hazine Müsteşarlığı tarafından 2001 yılı Haziran ayı içinde gerçekleştirilen iç borç takas operasyonu, işlemin boyutu, kullanılan yöntem ve sağladığı sonuçlar açısından finans tarihimizde önemli bir yere sahiptir. Kasım 2000’de ilk emareleri görülen ve Şubat 2001’de tüm şiddetiyle ortaya çıkarak piyasaları alt üst eden finansal krizin hemen ardından, 15 Haziran 2001 günü gerçekleştirilen işlem ile kısa vadeli net 9,3 milyar TL tutarındaki yirmi üç ayrı senet geri alınarak, yerlerine daha uzun vadeli TL ve dövize endekslili dört ayrı senet ihraç edilmiştir. Söz konusu operasyon, gerek işleme konu olan senet sayısı, gerekse o günün döviz kurlarıyla 8 milyar dolarlık bir seviyeye ulaşmış hacmi itibarıyla Hazine tarihindeki tek seferde yapılmış en büyük senet değişimi işlemidir.

1990’lı yılların sonları ile 2000’li yılların başlarını kapsayan dönem dünya genelinde, özellikle gelişmekte olan ülkelerde, borç yönetimi alanında önceden beri süregelen yapısal sorunların finansal krizlerle beraber iyice su yüzüne çıktığı bir devir olarak göze çarpmaktadır. Bu dönemde gelişmekte olan pek çok ülke, kamu finansmanı alanındaki olası krizlerin önlenmesi ya da ortaya çıkmış olan krizin etkilerinin hafifletilmesi amacıyla kamu borçlarının yeniden yapılandırılması yoluna gitmiştir. Arjantin (2001-2005), Belize (2006-2007), Dominik Cumhuriyeti (2004-2005), Ekvador (1998-2000), Moldova (2002-2004), Pakistan (1998-2001), Rusya (1998-2001), Sırbistan (2000-2004), Ukrayna (1998-2000) ve Uruguay (2004) bu dönemde borçlarını yeniden yapılandırmaya giden ülkeler olarak dikkat çekmektedir. Söz konusu ülkeleri borçlarını yeniden yapılandırmaya yönelten faktörler ve elde edilen sonuçlar ekonomi literatüründe pek çok çalışmaya konu olmuştur: Diaz-Cassou vd. (2008a) bu dönemde borç yapılandırmasına giden dokuz ülkeyi karşılaştırmalı olarak analiz etmektedir. Yine Diaz-Cassou vd. (2008b) yapılandırma işlemlerinde Uluslararası Para Fonu (IMF)’nin rolünü irdelemektedir. IMF (2002a) Ekvador, Rusya, Pakistan ve Ukrayna’daki borç yapılandırma işlemlerini ve bunların ekonomi üzerindeki etkilerini karşılaştırmaktadır. IMF (2006)’da ise yine 1990’ların sonundan 2000’lerin ortalarına uzanan dönemde ülkeleri borçlarını yapılandırmaya iten koşullar ülke örnekleri çerçevesinde değerlendirilmekte ve yapılan işlemlerin borçların sürdürülebilirliği açısından katkıları tahlil edilmektedir.

Bu dönemde, kamu borçlarının yeniden yapılandırılmasının sıklıkla gündemde olması, konuyla ilgili bir uluslararası mekanizma kurulması tartışmalarını da beraberinde getirmiş, bu kapsamda, IMF tarafından yapılandırma süreçlerinde ortaya çıkabilecek sorunların önlenmesi amacıyla borçlular ile alacaklılar arasındaki ilişkileri düzenleyecek bir uluslararası yasal çerçeve (Kamu Borçları Yapılandırma Mekanizması-Sovereign Debt Restructuring Mechanism) oluşturulması önerisi bile gündeme gelmiştir (Krueger, 2002; IMF, 2002b).

Türkiye tarafından 2001 yılında gerçekleştirilen iç borç takası genel hatlarıyla yatırımcıların gönüllü olarak katılım gösterdikleri bir senet değişimi işlemi olsa da

boyutu ve yapıldığı konjonktür itibarıyla bir borç yeniden yapılandırmasıdır. Takas işlemi ile geri alınan senetlerin Mayıs 2001 sonu iç borç stoku içindeki payı %9 seviyelerinde iken, net işlem hacminin 2001 yılı Gayri Safi Yurtiçi Hasılası'na (GSYH) oranı yaklaşık %4 seviyelerine ulaşmıştır. İşlemden etkilenen senetlerin borç stokundaki payı Arjantin'in hemen hemen aynı dönemde gerçekleştirdiği değişim işlemindeki (megaswap) %17,6'lık oranın altında olmakla beraber, Pakistan'ın 1999'da, Moldova'nın ise 2002'de yaptığı yeniden yapılandırmalardaki oranların (sırasıyla %1 ve %3) çok üzerindedir (IMF, 2006).

Takas işleminin kamu finansmanı açısından en önemli sonucu, finansal kriz ortamında 2001 Şubat ayı itibarıyla 1,5 aya kadar düşmüş olan borçlanma vadeleri, artan borçlanma maliyetleri ve o dönemde kamu bankaları ile Tasarruf Mevduatı Sigorta Fonu (TMSF) kapsamına alınan bankaların mali durumlarının güçlendirilmesine yönelik uygulamalar çerçevesinde ihraç edilmiş olan özel tertip tahvil ihraçları neticesinde hızlı bir artış göstermiş olan borç yükünün zamana yayılmasını sağlamış olmasıdır. Borç geri ödeme profilinde sağlamış olduğu rahatlatma yanında, söz konusu işlem kapsamında ihraç edilmiş olan yaklaşık 5,3 milyar ABD doları tutarındaki dövize endeksli senet bankacılık sektörünün o dönemdeki en önemli yapısal sorunlarından biri olan açık döviz pozisyonlarının kapatılması açısından da önemli katkı yapmıştır. Bu kapsamda, 2001 iç borç takası sonraki dönemlerde kamu finansmanı ve bankacılık alanındaki reformların uygulanabilmesi açısından ekonomi yönetimine önemli bir zaman kazandırmıştır.

Boyutu ve önemine rağmen 2001 iç borç takası işlemi üzerinde yapılan değerlendirmeler çok kısıtlı kalmıştır. İşlemin hemen sonrasında yazılan ve olası etkiler üzerinde tahlillerin yer aldığı bir makale (Güral, 2001) dışında yapılan işlemin detaylarının anlatıldığı ve ortaya çıkan sonuçların irdelendirildiği bir çalışma bulunmamaktadır. Son ödemesi 2006 yılında tamamlanmış olan takas senetlerinin Hazineye ve dolayısıyla kamuya yarattığı maliyet hesaplanmamıştır.

Bu çalışmada, öncelikle 2001 Haziran ayında gerçekleştirilen işlem öncesindeki gelişmeler borç yönetimine etkileri açısından değerlendirilmekte ve takas işleminin yapılma amacı ortaya konulmaktadır. Ayrıca, ihalede izlenen süreçlerin kayda geçirilmesi açısından işleme ilişkin operasyonel ayrıntılara da yer verilmiştir. Son olarak yapılan senet değişimi işlemiyle elde edilen sonuçlar değerlendirilmekte ve bu kapsamda 2001-2006 döneminde ödemeleri tamamlanmış olan takas senetlerin hesaplanan faiz maliyeti de sunulmaktadır.

### **1. 2001 Finansal Krizinde Kamu Borç Yönetimi: Takasa Giden Süreç**

Türkiye ekonomisinin 1990'lı yıllardaki yapısı incelendiğinde istikrarsız büyüme, kronik yüksek enflasyon, yüksek kamu açıkları gibi önemli yapısal sorunlar göze çarpmaktadır. 1994 yılında önemli bir finansal kriz yaşanmış; 1990'lı yılların sonundaki Asya ve Rusya krizleri de Türkiye ekonomisini olumsuz yönde etkilemiştir. 1999 yılı sonuna gelindiğinde yıllık Tüketici Fiyat Endeksi (TÜFE) artışı %69, konsolide bütçe açığının GSYH'ye oranı %9, Hazinesinin iskontolu iç borçlanma ihalelerindeki yıllık ortalama faiz oranı %110, bütçedeki faiz ödemelerinin vergi gelirlerine oranı %72 seviyesindedir.

Bu tablo karşısında, 1999 yılı sonunda 2000-2002 yıllarını içeren üç yıllık bir dönemi kapsamı hedeflenen bir ekonomi programı uygulamaya konulmuştur. Genel çerçevesi IMF'ye sunulan 9 Aralık 1999 tarihli Niyet Mektubuyla duyurulan

ve yapılan Stand-By Düzenlemesiyle desteklenen enflasyonla mücadele programının temel hedefi “Türkiye’yi enflasyondan kurtarmak, büyüme ve toplumun bütün kesimleri için daha iyi yaşam standardı beklentilerini artırmak”tır (Hazine Müsteşarlığı, 1999:1).

Bu hedeflere yönelik olarak program, döviz kurunun önceden açıklanmış bir patika paralelinde artması, yapısal reformlar ve kamu maliyesinin güçlendirilmesi unsurlarına dayandırılmıştır. Bu çerçevede, toplumda kronik hale gelmiş yüksek enflasyon beklentilerini kırmaya ve yıllık TÜFE artışını 2000 yılı sonunda %25’e indirmek amacıyla program kapsamında “1 ABD doları +0.77 avro”dan oluşan döviz sepetinin bir yıl içinde %20 artması öngörülmüş; sepetin günlük olarak alacağı değerler önceden açıklanmıştır. Program kapsamında para politikasına yönelik olarak Merkez Bankasının Net İç Varlıkları üzerinde sınırlama getirilmiş, böylelikle kamuya ve bankacılık kesimine kredi açılması engellenmiştir. Para tabanındaki hareketler tamamen net dış varlıklardaki gelişmelere endekslenmiş; sermaye akımlarının sterilize edilmeyeceği, faiz oranlarının tamamen piyasalarda belirleneceği duyurulmuştur. Programın ayrıca kamu maliyesi, sosyal güvenlik, tarım, bankacılık sistemi, özelleştirme gibi alanlardaki yapısal reformlarla desteklenmesi öngörülmüştür.

1999 yılı sonunda Türkiye’nin Avrupa Birliğine adaylığının da resmileşmesi genel anlamda olumlu bir hava yaratmış; 2000 yılı başında faiz oranlarındaki hızlı düşüş ile ekonomi programı etkileyici bir başlangıç yapmıştır. Hazinesinin Kasım 1999 sonunda %95 seviyesinde olan aylık ortalama iç borçlanma faizi 2000 yılının hemen başında %38 seviyelerine kadar gerilemiştir.

2000 yılı başındaki iyimser atmosfer, yılın ortalarına doğru yapısal reformların uygulamasında yaşanan güçlükler, enflasyon oranlarının öngörüldüğü şekilde hızlı gerilememesi vb. nedenlerle dağılmaya başlamış; Ekim ayında iki küçük ölçekli bankanın TMSF kapsamına alınması sonrasında orta ölçekli bir bankanın durumuna ilişkin piyasalarda oluşan endişeler Kasım ayında bir likidite krizine kadar varan sürece yol açmıştır. 2000 Kasım ayındaki dalgalanmalar Aralık ayında IMF’den sağlanan 7,5 milyar ABD doları tutarındaki taze finansman imkânı ile kısmen yatıştırıldıysa da programın işleyişine ilişkin endişeler ortadan kaldırılamamış; 2001 yılı Şubat ayında ortaya çıkan politik gelişmeler ciddi bir finansal krizle sonuçlanmıştır.

Yaşanan bu krizin nedenlerine ilişkin değerlendirmeler çok sayıda çalışmaya konu olmuştur.<sup>1</sup> Bankacılık sektöründe süre gelen sorunların giderilememesi, programda öngörülen yapısal reformların uygulamasında yaşanan güçlükler, yüksek cari açık, politik gelişmeler, spekülasyon hareketleri gibi unsurların uygulamaya konulan programın krizle sonuçlanmasında çeşitli ölçülerde etkili olduğu değerlendirilmektedir.

2001 krizinin en önemli etkilerinden biri kuşkusuz kamu borçlanması üzerindedir. 2000’li yılların başında 1990’lı yıllardan gelen yapısal sorunlarla boğuşan kamu borç yönetimi 2001 Şubat ayı ve sonrasında ciddi zorluklarla karşı karşıya kalmıştır. 2000 yılı Aralık ayında önemli bir borç itfasi olmaması nedeniyle, iç borçlanma ihalesi yapılmadığından Kasım 2000’deki dalgalanmaların etkilerinden kaçınılabildiyse de Ocak ayında yapılan ihalelerde ortalama borçlanma faizi, 2000

<sup>1</sup> Bkz. Alper (2001), Uygur (2001), Akyüz ve Boratav (2002), Yeldan (2002), Özatay (2009)

yılı ortalaması olan %38'den %65 seviyesine yükselmiştir. Krizin borçlanma üzerindeki ilk sarsıcı etkisi ise 19 Şubat 2001 günü yaşanan politik gelişmelerin hemen bir gün sonrasında yapılan Hazine ihalelerinde görülmüştür.

19 Şubat 2001 günü piyasalarda oluşan panik ortamında kur çapası uygulamasının sürdürülemeyeceğine ilişkin endişelerle piyasa katılımcıları tarafından 20 Şubat valörlü olarak Merkez Bankasından toplam 7,6 milyar ABD doları tutarında döviz talep edilmiştir. Merkez Bankası program taahhütleri gereği bu tutarda satış yaptıysa da 20 Şubat günü piyasalarda yeterli likidite olmadığından gelen talebin ancak 1,5 milyar dolarlık bölümü karşılığı TL bankaya getirilebilmiş; kalan kısım iptal edilmiş veya geri satılmıştır. Merkez Bankasından yapılan net 1,5 milyar dolarlık döviz alımıyla piyasalardan çıkan likidite gecelik faizleri hızla yükseltmiş; 19 Şubat günü %43 seviyesinde olan gecelik faiz ertesi gün %2000 seviyesini aşmıştır.

Oluşan bu panik ortamında 21 Şubat günü vadesi gelen 3,7 milyar TL'lik iç borç geri ödemesinin karşılanmasına yönelik olarak 20 Şubat'da yapılacak olan Hazine ihalelerinde de değişikliğe gidilmiştir. Ocak sonunda kamuoyuna açıklanan ihale programı çerçevesinde 7 aylık ve 12 aylık iki adet bono ihalesi yapılacağı duyurulmuşken, piyasalarda oluşan belirsizlik ortamı sebebiyle bu vadelerde bile talep olmayacağı düşünülerek 1 aylık Hazine bonusu ihalesi ve sürekli satış (TAP) yolu ile 4 aylık döviz cinsi bono ihracı yapılmasına karar verilmiştir (Hazine Müsteşarlığı, 2001a). Bono ihalesinde 1 aylık dönem için %7,1 (yıllık bileşik %144) faiz kabul edilerek 1,8 milyar TL'lik satış gerçekleşse de ihalenin valör günü olan 21 Şubat günü yatırımcıların bir kısmı yaklaşık 0,7 milyar TL tutarındaki alım taahhütlerini karşılayamamışlardır. Bu gelişmenin temel nedeni piyasalarda döviz talebinin devam etmesi nedeniyle TL likiditenin bulunamaması ve ödemeler sisteminin tıkanması yanında; belki de 21 Şubat günü %4000'leri (günlük %11) aşmış olan gecelik faizlerin yanında ihale faizinin düşük seviyede kalması sonucunda yatırımcıların zarardan kaçınma istemidir.

21 Şubat günü yapılacak ödemelerin yapılabilmesine yönelik olarak Hazine hesaplarındaki tutarın ve TL ve döviz cinsi bono ihraçlarından sağlanan finansmanın yeterli olmaması üzerine; Merkez Bankasına Hazine tarafından yaklaşık 0,7 milyar TL tutarında 1 aylık bono ihracı gerçekleştirilmiş; piyasalara olan borcun ödenebilmesi ancak bu şekilde sağlanabilmiştir.<sup>2</sup> Hazine ödemesinin yapılması sonrasında piyasalarda döviz talebi devam etmiş; Merkez Bankası 19-21 Şubat döneminde yaklaşık 5,0 milyar dolarlık döviz satışı yapmıştır. 22 Şubat günü mevcut kur rejiminin devam ettirilemeyeceği ve döviz kurlarının dalgalanmaya bırakıldığı açıklanmıştır (Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası, 2001a).

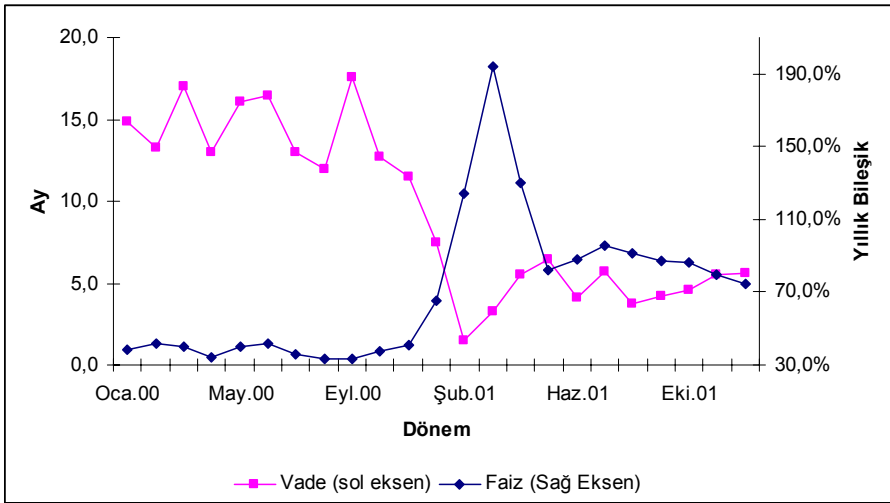
Dalgalı kur rejimine geçiş sonrasında yeni bir ekonomik program için çalışmalar Hükümet tarafından sürdürülmüş, sonunda IMF desteği de sağlanarak hazırlanan "Güçlü Ekonomiye Geçiş Programı" 14 Nisan 2001 tarihinde kamuoyuna duyurulmuştur. Şubat ayından Nisan aya kadar olan dönemin de kamu borçlanması açısından zorlu bir süreç olduğu göze çarpmaktadır. Mart ayı içinde

<sup>2</sup> 20-21 Şubat 2001 günlerinde yaşanan gelişmelerin ayrıntıları Türkiye Büyük Millet Meclisi tarafından 2001 krizine ilişkin kurulan Araştırma Komisyonu Raporunda döneminde yetkilileri tarafından anlatılmaktadır (Yolsuzlukların Sebeplerinin, Sosyal ve Ekonomik Boyutlarının Araştırılarak Alınması Gereken Önlemlerin Belirlenmesi Amacıyla Kurulan Meclis Araştırması Komisyonu Raporu , Dönemi/Yasama Yılı 22/1 Esas No 10/9).

yapılan borçlanma olan 3 aylık bono ihalesinde faiz yıllık bileşik bazda %194 seviyelerine ulaşmıştır. İhaleye yatırımcıların ilgisini sağlayabilmek amacıyla, Hazine iç borçlanma ihalelerinde uygulanan “çoklu fiyat yöntemine” son verilmiş; “tek fiyat ihalesi” uygulamasına geçilerek, yatırımcıların “ihaleye katıldıkları fiyat (faiz) ne olursa olsun ihalede senet almaya hak kazandıkları takdirde, bu senetleri Hazinece ihalede kabul edilen en yüksek faiz (en düşük fiyat) üzerinden alacakları” açıklanmıştır (Hazine Müsteşarlığı, 2001b).

Yeni programın açıklanması sonrasında mevcut “Stand-By” Düzenlemesinin gözden geçirilmesi ve IMF’den ilave kaynak sağlanmasına ilişkin çalışmalar sürdürülmüştür. 26 Nisan 2001 günü dönemin Hazineden sorumlu Devlet Bakanı söz konusu ek kaynağın 10 milyar ABD dolarını bulabileceğine ilişkin açıklamada bulunmuş, bir gün sonra da IMF yetkilerinin “Türkiye’nin ekonomi programının desteklendiği” yönündeki ifadeleri piyasalardaki genel havayı olumlu yönden etkilemiştir<sup>3</sup> (IMF, 2001a). IMF’den sağlanacak ek finansman olanağına ilişkin kesin açıklama ise 3 Mayıs 2001 tarihli Niyet Mektubu sonrasında 15 Mayıs 2001 tarihinde gelmiş ve Türkiye’ye mevcut düzenleme ile taahhüt edilen miktarın 8 milyar dolar artırılarak toplam 19 milyar dolara çıkarıldığı açıklanmıştır (IMF, 2001b). Söz konusu miktarın 9,6 milyar dolarlık kısmının ise “Hazine borçlanmasını kolaylaştırmak amacıyla” Hazine tarafından kullanımı öngörülmüştür (Hazine Müsteşarlığı, 2001c).

Hazinenin borçlanma ihtiyacını hafifletmeye yönelik bu gelişmelerle Nisan ayı sonrasında, faizlerde belirgin bir düşüş görüldü de vadelerdeki uzama çok kısıtlı kalmış; Mayıs içinde ancak 6,5 aylık bir ortalama vade ile borçlanılabilmektedir (Grafik 1). Mayıs sonuna gelindiğinde Hazine nakit iç borç stokunun ortalama vadeye kalan süresi yalnızca 8 ay seviyesinde gerçekleşmiştir.

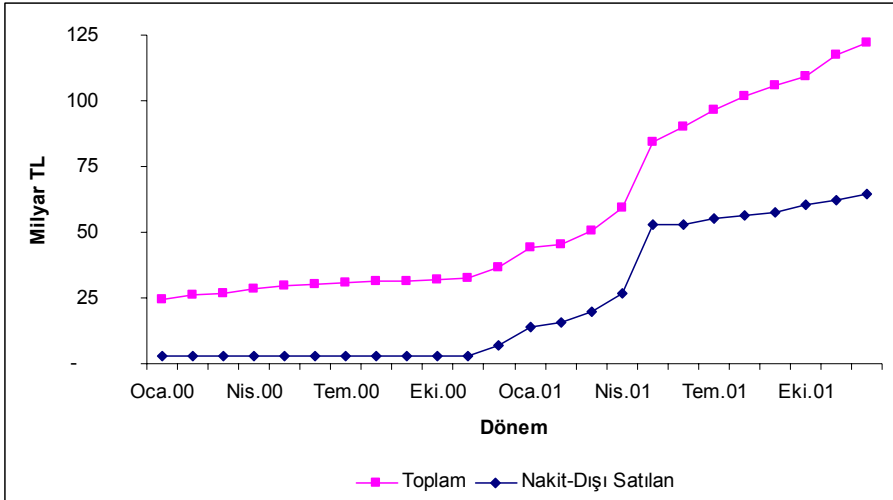


**Kaynak:** Hazine Müsteşarlığı, Kamu Finansmanı İstatistikleri, 2000-2001.

### Grafik 1: 2000-2001 Döneminde İç Borçlanmanın Aylık Ortalama Vade ve Faizi

<sup>3</sup> Ayrıca bkz: 27 Nisan 2001 tarihli Milliyet gazetesi haberi.

Kasım 2000/Şubat 2001 Krizinin kamu borçlanması üzerindeki en önemli etkilerinden biri de borç stokunun seviyesi üzerindedir. 2000 yılı Kasım ayı sonunda 32,5 milyar TL olan Hazine iç borç stoku, %160 artarak 2001 yılı Mayıs ayı sonunda 84,5 milyar TL seviyesine yükselmiştir (Grafik 2). Söz konusu dönemdeki yaklaşık 52 Milyar TL’lik borç stoku artışının yaklaşık 50 Milyar TL’lik kısmı, kriz döneminde mali güçlükler nedeniyle TMSF kapsamına alınan bankaların yükümlülüklerinin karşılanabilmesi ve borçlarını çeviremez duruma gelen kamu bankalarının görev zararlarının tasfiyesi amacıyla ihraç edilen nakit dışı senetlerden kaynaklanmıştır. Kriz dönemindeki nakit dışı senet ihraçları ilk olarak 2000 yılı Aralık ayı içinde TMSF’ye ihraç edilen yaklaşık 3,9 milyar TL’lik senet ile başlamış; sonrasında kamu bankalarının Aralık sonunda yaklaşık 15,1 milyar TL seviyesinde olan ancak bu bankaların kısa vadeli fonlama ihtiyacı nedeniyle finansal krizle birlikte hızla artan görev zararlarının karşılanmasına yönelik ihraçlarla devam etmiştir.<sup>4</sup>



**Kaynak:** Hazine Müsteşarlığı, Kamu Finansmanı İstatistikleri, 2000-2001.

### Grafik 2: 2000-2001 Döneminde Hazine İç Borç Stokunun Gelişimi

Borç stokundaki bu hızlı artış, artan borçlanma maliyetleri ve kısalan borçlanma vadeleri Hazineyi 2001 yılının ikinci yarısında önemli seviyede bir finansman ihtiyacı ile karşı karşıya bırakmıştır. İşte bu ortamda, 2001 yılı Haziran-Aralık dönemi için öngörülen yaklaşık 46 milyar TL’lik iç borç servisinin hafifletilebilmesi ve borçlanmanın sürdürülebilirliğine ilişkin endişelerin giderilebilmesine yönelik olarak iç borç takası ihalesi düzenlenmiştir.

<sup>4</sup> Bankacılık sistemine yönelik olarak 2001 krizinde Hazine Müsteşarlığı tarafından yapılan işlemlere ilişkin ayrıntılar Kamu Borç Yönetimi Raporu Nisan 2003 sayısında yer almaktadır.

## 2. Takas İhalesi

15 Haziran 2001 Cuma günü düzenlenen takas ihalesinin duyurusu ana hatlarıyla ilk olarak 31 Mayıs 2001 tarihinde yapıldıysa da işleme ilişkin kararın çok daha önce alındığı anlaşılmaktadır. Nitekim 3 Mayıs 2001 tarihli Niyet Mektubunda “Hazine ayrıca kamu borcunun vadesini gönüllü borç takası yoluyla uzatmaya yönelik imkânları da araştırmaktadır” ifadesine yer verilmiştir (Hazine Müsteşarlığı, 2001d:29). Bu açıklama ile “Güçlü Ekonomiye Geçiş Programı” metninin daha ilk sayfasında iç borçlanmanın sürdürülemez hale gelen dinamiklerine yapılan vurgu birlikte değerlendirildiğinde, takas işleminin o dönemde açıklanan programın uygulanabilirliği açısından temel bir politika aracı olarak görüldüğü açıktır.

2001 yılı Nisan, Mayıs aylarında devam eden çalışmalar sonrasında kısa vadeli senetlerin daha uzun vadeli senetlerle değiştirilmesine yönelik bir takas işlemi yapılmasına ilişkin karar Mayıs ayı sonunda “Haziran Ayı İhale Programı” ile kamuoyuna açıklanmıştır. Bu duyuruda “Takas işleminin; gönüllü, isteyen herkesin katılımına açık, ihale yöntemiyle, kısa ve uzun vadeli, iskontolu ve değişken faizli olarak ihraç edilmiş olan senetleri kapsayacak şekilde yapılması”nın planlandığı ifade edilmiştir (Hazine Müsteşarlığı, 2001e). 04 Haziran 2001 tarihinde yapılan bir diğer duyuru da ise takas işlemine yönelik olarak çeşitli uluslararası finans kuruluşlarıyla temas kurulduğu, bunlar tarafından hazırlanan ön raporlar doğrultusunda, “Salomon Smith Barney” ve “Morgan Stanley” isimli kuruluşlardan ücretsiz danışmanlık hizmeti alınmasına karar verildiği vurgulanmaktadır (Hazine Müsteşarlığı, 2001f). Bu dönemde, bankacılık sektörü ile Hazine arasında da takas işleminin ayrıntılarına ilişkin temaslar sürmüştür. Bankacılık kesimi de bu konuya ilişkin olarak Türkiye Bankalar Birliği bünyesinde değerlendirmeler yapmış ve danışmanlık hizmeti almıştır.<sup>5</sup>

Bankacılık sektörü ile yapılan temaslar ve yapılan hazırlıklar sonrasında 11 Haziran 2001 tarihinde takas işlemiyle ilgili çalışmaların son aşamaya geldiği yine bir basın duyurusuyla kamuoyuna açıklanmıştır (Hazine Müsteşarlığı, 2001g). 12 Haziran 2001’de ilk defa işlemle ilgili teknik ayrıntılar açıklanmaya başlamış; işlemin 15 Haziran 2001 Cuma günü yapılacağı, yirmi üç senedin geri alımını kapsayacağı ve bunlar karşılığında TL cinsi ve dövize endeksli senetlerin ihraç edileceği duyurulmuştur (Hazine Müsteşarlığı, 2001h).

### 2.1 Geri Alınan Senetler ve Fiyatlama

Takas işleminin temel amacı yakın dönemli borç geri ödeme yükünü hafifletmektir. Bu kapsamda, takas tarihi itibarıyla Hazine iç borç stokunda bulunan tüm TL cinsi nakit senetler değişime konu edilmiş; döviz cinsi ve dövize endeksli senetler ile nakit-dışı olarak ihraç edilmiş senetler işlem dışında bırakılmıştır. Geri alınacak senetler vadelerine göre 2001 ve 2002 senetleri olarak iki gruba ayrılmıştır (Tablo 1). Söz konusu iki gruptaki senetlerin geri alımı karşılığında katılımcılara farklı tahvillerden oluşan iki ayrı senet paketi teklif edilmiştir.

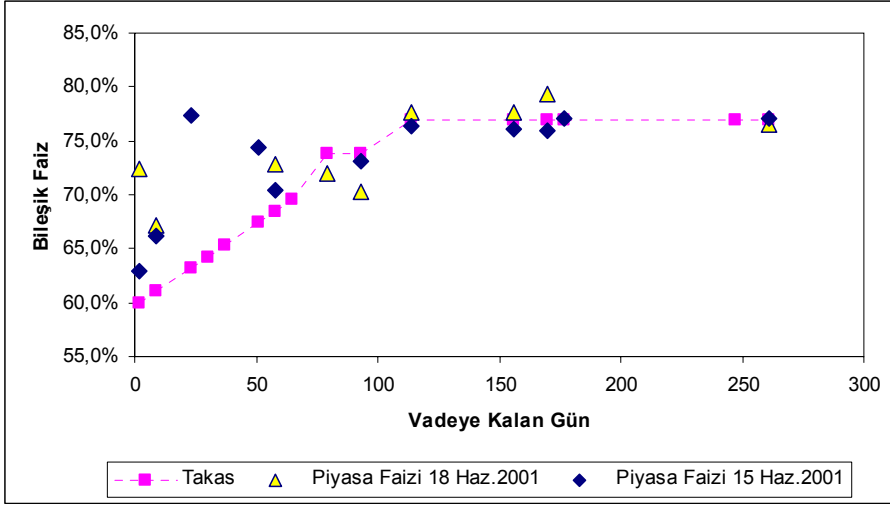
<sup>5</sup> Bkz: 01 Haziran 2001 tarihli Hürriyet gazetesi haberi.

**Tablo 1: Takas İşleminde Geri Alınan Senetler**

Grup-1 (2001 Vadeli Senetler)			
ISIN Kodu	Vadesi	Türü	Geri Alım Fiyatı (TL)
TRT200601T17	20/06/2001	İskontolu	99,743
TRB270601T10	27/06/2001	İskontolu	98,832
TRB110701T17	11/07/2001	İskontolu	96,961
TRT180701T10	18/07/2001	İskontolu	96,004
TRB250701T11	25/07/2001	İskontolu	95,032
TRB080801T11	08/08/2001	İskontolu	93,051
TRB150801T12	15/08/2001	İskontolu	92,043
TRT220801T13	22/08/2001	İskontolu	91,025
TRB050901T13	05/09/2001	İskontolu	88,723
TRB190901T17	19/09/2001	İskontolu	86,862
TRB101001T13	10/10/2001	İskontolu	83,666
TRB211101T19	21/11/2001	İskontolu	78,346
TRB051201T18	05/12/2001	İskontolu	76,648
TRT121201T19	12/12/2001	İskontolu	75,814
TRT031001T12	03/10/2001	Sabit Kuponlu	114,725
Grup-2 (2002 Vadeli Senetler)			
ISIN Kodu	Vadesi	Türü	Geri Alım Fiyatı (TL)
TRT230102T18	23/01/2002	Değişken Faizli	115,576
TRT150502T14	15/05/2002	Değişken Faizli	108,420
TRT240702T11	24/07/2002	Değişken Faizli	117,921
TRT140802T12	14/08/2002	Değişken Faizli	111,581
TRT200202T28	20/02/2002	İskontolu	67,950
TRT200202T10	20/02/2002	İskontolu	67,950
TRB060302T17	06/03/2002	İskontolu	66,478
TRT260602T10	26/06/2002	İskontolu	55,795

**Kaynak:** Hazine Müsteşarlığı, 2001h

Söz konusu senetlerin takas işlemindeki geri alım fiyatları Hazine tarafından açıklanarak sabitlemiştir. Fiyatlama incelendiğinde, o dönem öncesinde işlemiş faizli fiyatı baz alan genel uygulamadan farklı olarak piyasa fiyatlarını baz alan geri alım fiyatlarının kullanıldığı görülmektedir. Grafik 3'de geri alınan iskontolu senetlerin takas işlemindeki fiyatlarının gösterdiği faiz oranı ile işlemin ihale ve valör günlerinde ikincil piyasalarda oluşan faiz oranları karşılaştırılmaktadır. Söz konusu dönemde kuponlu senetler ikincil piyasada fazla işlem görmediğinden yapılan karşılaştırmada kuponlu senetlere yer verilmemiştir. Diğer taraftan, geri alıma konu iskontolu senetlerin bazıları da söz konusu tarihlerde piyasalarda işlem görmemiştir. Grafik incelendiğinde, Hazinesinin ikincil piyasalardaki faizleri baz alarak, ancak bu faizlerdeki talebe bağlı oynaklıkların etkilerini gidermek üzere, düzleştirilmiş bir verim eğrisi kullanarak fiyatlama yaptığı anlaşılmaktadır. Piyasa bazlı fiyatlamasının temel nedeni, özellikle Şubat 2001 sonrasında faizlerde görülen sıçrama nedeniyle, söz konusu senetlerin piyasa fiyatlarının işlemiş faizli fiyatlarından oldukça uzaklaşmış olmasıdır.



**Kaynak:** Hazine Müsteşarlığı, 2001h; İstanbul Menkul Kıymetler Borsası, 2001a, 2001b.

### Grafik 3: Geri Alınan Senetlerin Takas İşleminde ve İkincil Piyasalardaki Faizi

#### 2.2. İhraç Edilen Senetler

Dönemin koşulları incelendiğinde, Şubat-Mayıs 2001 döneminde Hazine tarafından satılabilen en uzun vadeli senedin Mayıs ayı içinde ihraç edilen 13 aylık bir tahvil olduğu, bu tahville sağlanan kaynağın da o ay içinde yapılan nakit karşılığı toplam iç borçlanmanın yalnızca %0,1'ine denk geldiği görülmektedir. Başka bir deyişle, mevcut koşullar içinde TL cinsi olarak 1 yılın üzerinde vadeli senet ihracı yapılamamaktadır. Bankacılık sektörünün o dönemdeki açık döviz pozisyonu ve dalgalı kur rejimi içinde bu pozisyonun sektör açısından yarattığı riskler de dikkate alınarak; takas işlemine gerekli talebin sağlanabilmesi açısından işleme dövize endeksli senetlerin ihracı dahil edilmiş, işlemin ortalama vadesinin uzaması böylece sağlanabilmiştir.

Takas işlemi kapsamında, yatırımcılara geri getirdikleri senedin içinde bulunduğu gruba göre iki farklı senet paketi teklif edilmiştir. Her iki pakette de 3-5 yıl vadeli dövize endeksli iki senet yer alırken, ayrıca bir de değişken faizli senet bulunmaktadır (Güral, 2001).

Birinci grupta yer alan senetlerin takası karşılığında,

- 3 yıl vadeli, 6 ayda bir kupon ödemeli, LIBOR+2,85 (Yıllık), ABD dolarına endeksli Devlet Tahvili,
- 5 yıl vadeli, 6 ayda bir kupon ödemeli, LIBOR+2,85 (Yıllık), ABD dolarına endeksli Devlet Tahvili,
- 1 yıl vadeli, ilk kuponu 184 gün ve %27,8 dönem faizli, kalan iki kuponu 91 gün vadeli ve değişken faizli TL cinsinden Devlet Tahvili;

ikinci gruptaki senetlerin takası karşılığında ise,

- 3 yıl vadeli, 6 ayda bir kupon ödemeli, LIBOR+2,85 (Yıllık), ABD dolarına endeksli Devlet Tahvili,

- 5 yıl vadeli, 6 ayda bir kupon ödemeli, LIBOR+2,85 (Yıllık), ABD dolarına endeksli Devlet Tahvili,
- 2 yıl vadeli, ilk kuponu 184 gün ve %27,8 dönem faizli, kalan 6 kuponu 91 gün vadeli ve değişken faizli TL cinsinden Devlet Tahvili,

yatırımcılara teklif edilmiştir. Değişim ihalesinde senetlerini değiştirmeye hak kazanan yatırımcılara değiştirecekleri senetlerin net tutarının 1/3'ü oranında 3 yıl vadeli, 1/3'ü oranında 5 yıl vadeli dövize endeksli tahvilleri ile 1/3'ü oranında TL cinsi tahvil verilmiştir.

Dövize endeksli senetler için o dönemdeki standart uygulama, nominal değer in 1,000 ABD doları gibi döviz cinsi bir değer üzerinden belirlenmesini içermektedir. Takas işleminde ise dövize endeksli tahvillerin nominal değerleri bu uygulamadan farklı olarak TL bazında tespit edilerek 100,000 eski TL olarak açıklanmıştır (Hazine Müsteşarlığı, 2001h). Buna göre, kupon ödemeleri, nominal değer in kur değişimi ile ayarlanmış tutarının döviz cinsi faiz oranı ile çarpılmasıyla bulunan değer üzerinden ödenirken, anapara üzerindeki kur farkının ödemesi vade sonuna bırakılmıştır. Ara dönemdeki kupon ödemeleri ( $C_t$ ) ve vade sonu yapılan ödeme

( $A_T$ ) için kullanılan formüller aşağıda yer almaktadır:

$$C_t = (\text{TL Nominal Tutar}) * \frac{Kur_t}{Kur_0} * (\text{LIBOR} + \%2,85) * \frac{182}{360}$$

$$A_T = (\text{TL Nominal Tutar}) * \frac{Kur_T}{Kur_0} * \left\{ 1 + [(\text{LIBOR} + \%2,85) * \frac{182}{360}] \right\}$$

Formüllerde  $Kur_t$  ilgili ödeme dönemi için geçerli olan ABD doları değeridir.

İhraç edilecek senet miktarının yüksekliği dikkate alınarak, ödeme dönemlerinde birkaç günlük süre için ortaya çıkabilecek geçici kur dalgalanmalarının doğurabileceği piyasa riskini hafifletmeye yönelik olarak kurun, ödeme tarihinden iki iş günü önce sabitlenmesi ve bu tarihten önceki 10 iş günü içinde Merkez Bankasınca ilan edilen döviz satış kurlarının ortalamasının ödeme için baz alınması kararlaştırılmıştır. İhraç için geçerli kur ( $Kur_0$ ) ise 1.160.000 eski TL (1,16 TL) olarak belirlenmiştir.

Dövize endeksli senetler için ilk kupon oranının 184 gün üzerinden ödeneceği açıklanmış; ilk kupon faiz oranı %3,46 (LIBOR %3.91+%2,85) olarak tespit edilmiştir. Diğer kuponlar 182 günlüktür. Faiz hesabında bir yıl 360 gün olarak kabul edilmiştir. Bir ve iki yıl vadeli TL cinsinden Devlet Tahvillerinin ilk kupon ödemesi de 184 gün vadeli olup ve ilk kupon (dönem) faizi %27,8 olarak sabitlenmiştir. 91 gün vadeli olan sonraki kupon ödemeleri ise kupon vade başlangıç tarihinden önce yapılacak 3 aylık Hazine Bonusu ihalesinde gerçekleşen dönem faiz oranına endekslenmiş; kupon faizinin bu orana %1,25'lik (%5 yıllık basit) ek getiri ilave edilerek bulunacağı açıklanmıştır (Hazine Müsteşarlığı, 2001h). İlk kupon dönemlerinin farklı olarak belirlenmesinin nedeni pazartesi günü ihraç edilecek olan senetlerin kupon ödeme tarihlerinin geleneksel borç ödeme günü olan çarşamba gününe çekilmek istenmesidir.

### 2.3. İhale Yöntemi: Olası Sorunlar ve Çözümler

İç borç takas ihalesine ilişkin ayrıntılar değerlendirildiğinde, oldukça fazla sayıda senedi konu edinen işlemin basitleştirilmesine, ihaleye belirli bir miktarda talebin gelmesinin garanti edilmesine ve karşılaşılabilecek risklerin hafifletilmesine yönelik olarak önemli bir hazırlık çalışması yapıldığı görülmektedir. İhalenin boyutu ve olası bir başarısızlığın doğurabileceği sonuçlar göz önüne alındığında, bugünden bakıldığında ayrıntı gibi görünen bazı hususların o dönemde büyük önem arz ettiği açıktır.

Takas işlemi 15 Haziran 2001 Cuma günü saat 9:00-16:00 saatleri arasında 18 Haziran 2001 Pazartesi günü valörlü olarak tamamen gönüllü katılıma dayanan ihale yöntemi ile gerçekleştirilmiştir. İhale TMSF kapsamındaki bankalar hariç olmak üzere tüm yatırımcılara açık tutulmuştur. Diğer taraftan, Hazinesin ihale için nominal 3 milyar TL seviyesinde bir alt limit belirlediği, bu miktarın altında teklif gelmesi durumunda ihaleyi iptal edebileceğini açıkladığı görülmektedir. Bu uygulamanın ihalede sağlıklı bir fiyat oluşabilecek miktarda teklif gelmesinin ve değişim işlemi ile geri ödeme yükünde belirgin bir rahatlama sağlanmasının temin edilmesine yönelik olduğu değerlendirilmektedir.

Takas ihalesinde geri alınacak her bir senet için Hazine tarafından açıklanmış olan fiyatlar karşılığında, yatırımcıların yalnızca 3 yıl vadeli dövize endeksli senet için fiyat vermeleri talep edilmiştir. 5 yıl vadeli dövize endeksli senedin ihraç fiyatı belirlenmiş olan bir formül ile 3 yıl vadeli senedin fiyatına endekslenmiştir. Buna göre, 3 yıllık dövize endeksli senet için ihalede oluşacak fiyat üzerinden yıllık basit getiri hesaplanmış, bu getiri oranı üzerine yıllık basit 0,5 yüzde puan eklenerek bulunan faiz oranı üzerinden 5 yıllık senedin ihraç fiyatı belirlenmiştir. TL cinsi senetlerin fiyatı ise her iki senet için de 100,000 eski TL (0,10 TL) tutarındaki nominal değer karşılığı net 97,000 eski TL (0,097 TL) olarak ihale öncesinde sabitlenmiştir. Yatırımcılara 3 ayrı senetten oluşan bir paket sunulmasına rağmen yalnızca bir senedin fiyatı için teklif alınmasının işlemin basitleştirilmesine yönelik bir uygulama olduğu değerlendirilmektedir.

İhale tek fiyat yöntemi ile gerçekleştirilmiş olup; yatırımcılar tekliflerinde geri getirecekleri senedin kodunu, hangi miktarda senedi iade edecekleri ve ihraç edilecek 3 yıl vadeli senedi hangi fiyattan almak istediklerini belirtmişlerdir. Diğer taraftan, ihaleye verilebilecek minimum teklif tutarı da 100 milyar eski TL (100 bin TL) olarak belirlenmiştir.

Katılımcılara ayrıca ortalama fiyattan değişim yapmalarına yönelik olarak "rekabetçi olmayan teklif" (ROT) verme imkânı da sağlanmıştır. Bu kapsamda, ortalama fiyattan değişim yapmak isteyen yatırımcılara bir fiyat garantisi temin edilmiştir. Buna göre, ihraç edilecek 3 yıl vadeli senet için ihalede oluşan fiyat ne olursa olsun, yatırımcıların 100.000 eski TL'lik nominal değerli senet için en fazla 87.000 eski TL ödeyecekleri; fiyatın daha düşük oluşması durumunda, ROT verenler için de bu düşük fiyatın uygulanacağı duyurulmuştur. Böylelikle, yatırımcılara belirli bir getirinin garanti edildiği ve değişime yönelik talebin artırılmasının hedeflendiği anlaşılmaktadır.

15 Haziran Cuma günü yapılan değişim işleminde geri alınacak senetlerin her biri için ayrı bir ihale (toplam 23 ihale) açılmıştır (Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası, 2001b). Bununla beraber, aynı gruptaki senetler için yapılan teklifler bir arada değerlendirilmiş; geri alınanın hangi senet olduğundan bağımsız olarak

teklifler yalnızca yeni ihraç edilecek senet için yapılan teklife göre sıralanmıştır. Bu uygulamanın da ihale sistemini basitleştirmeye yönelik olduğu değerlendirilmektedir. Böylelikle ihraç edilen iki paketin de içinde yer alan 3 yıl vadeli dövize endeksli senet için grup bazında iki ayrı fiyat oluşmuştur. Tekliflerin 23 ihale için ayrı ayrı değerlendirilmesi durumunda, aynı senet için 23 ayrı fiyat oluşmuş olacağı ve bu durumun da ihale sürecini ve karar alma mekanizmasını karmaşık hale getirmiş olacağı açıktır.

İç borç stokundaki tüm TL cinsi nakit senetleri kapsayan ve önemli bir miktara ulaşmayı hedefleyen böyle bir işlemin maruz kalabileceği risklerden en önemlisi kredi riskidir. İhale sonrasında yatırımcıların teklif ettikleri miktarda senedi geri getirememelerinin doğurabileceği sonuçların önlenmesine yönelik olarak takas işleminde yüksek oranlı bir teminat mekanizması oluşturulmuştur (Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası, 2001b). Buna göre, ihaleye katılan yatırımcılardan değiştirilmesi teklif edilen senetlerin en az %75'ini ihale günü saat 14:00'e kadar Merkez Bankasına teslim etmeleri; karşılığında senet getirilmeyen nominal teklif tutarının %5'i oranında nakit teminat getirmeleri istenmiştir. Bu amaçla Elektronik Menkul Kıymet Transfer (EMKT) sistemi nezdinde her bir banka için bir "teminat deposu" açılmış; teklif edilen senetlerin en az %75'i burada bloke edilmiştir. İhaleyi kazanan yatırımcıların depo hesaplarında eksik bulunan senet miktarını tamamlamaları istenirken, ihaleyi kazanamayan yatırımcıların takasa kabul edilmeyen senetleri ve teminatları 18/06/2001 günü iade edilmiştir. İhaleyi kazandığı halde yükümlülüğü olan nominal tutarları depo hesabına devretmeyen katılımcıların %5 oranındaki nakit teminatının Hazineye irad kaydedileceği açıklandıysa da böyle bir durumla karşılaşılmamıştır.

#### 2.4. İhale Sonucu ve İlave Satış

Takas ihalesinin sonuçları 17 Haziran 2001 Pazar günü dönemin Hazineden sorumlu Devlet Bakanı tarafından yapılan bir basın toplantısıyla kamuoyuna duyurulmuştur. Buna göre, ihaleye toplam 10,8 milyar TL'lik net değişim teklifi geldiği, bunun yaklaşık 8,5 milyar TL'lik kısmının kabul edildiği açıklanmıştır. Söz konusu tekliflerin yaklaşık 5,5 milyar TL'lik kısmı ROT'lardan oluşurken, fiyat belirtilerek yapılan teklifler 5,4 milyar TL seviyesinde olmuştur. Ortalama fiyattan yapılan tekliflerin tümü rekabetçi tekliflerin ise her iki ihale grubu için de yaklaşık 1,5 milyar TL olmak üzere toplam 3,0 milyar TL'lik kısmı kabul edilmiştir.

Yapılan bu basın toplantısı sonrasında aynı günün akşam saatlerinde, ihalede kabul edilen miktara ilave olarak 18 Haziran 2001 günü aynı gün valörlü olarak "TAP" olarak bilinen "önceden belirlenmiş fiyattan satış" yöntemiyle yeni bir değişim işleminin yapılacağı açıklanmıştır (Hazine Müsteşarlığı, 2001i). Yapılan bu artırımın ortaya çıkan sonucun piyasalarda genel hatlarıyla başarılı olarak değerlendirilmesi sonrasında oluşan ilave değişim talebinin karşılanmasına yönelik olduğu anlaşılmaktadır.<sup>6</sup> TAP satışına gelen tekliflerle beraber takas işlemine olan toplam teklif net 12,5 milyar TL'ye ulaşmıştır (Tablo 2).

3 ve 5 yıl vadeli dövize endeksli senetlerin 100.000 eski TL'lik nominal tutarı için ihalede oluşan fiyatlar ile TAP işlemi için açıklanan ihraç değerleri Tablo 3'de yer almaktadır. Cuma günü yapılan ihale ile Pazartesi gerçekleşen TAP işlemi aynı

<sup>6</sup> Bkz: 18 Haziran 2001 tarihli Milliyet gazetesinde yer alan bankacılık sektörü temsilcilerince yapılan değerlendirmeler.

gün valörlü olmasına rağmen TAP işlemi için daha yüksek ihraç fiyatlarının açıklandığı ve ilave değişime katılan yatırımcıların daha düşük bir getiri oranına razı oldukları görülmektedir.

**Tablo 2: Takas İşlemine Gelen Teklifler (milyon TL)**

I. Grup Senetler							
Rekabetçi		ROT		TAP		Toplam	
Nominal	Net	Nominal	Net	Nominal	Net	Nominal	Net
2.381	2.199	4.050	3.529	808	741	7.239	6.469
II. Grup Senetler							
Rekabetçi		ROT		TAP		Toplam	
Nominal	Net	Nominal	Net	Nominal	Net	Nominal	Net
2.818	3.155	1.879	1.932	806	899	5.503	5.986
Toplam							
Rekabetçi		ROT		TAP		Toplam	
Nominal	Net	Nominal	Net	Nominal	Net	Nominal	Net
5.199	5.354	5.929	5.461	1.614	1.640	12.742	12.455

**Kaynak:** Hazine Müsteşarlığı, 2001j; Güral, 2001:76

**Tablo 3: Döviz Endeksli Senetlerin İhraç Fiyatları (eski TL)**

	İhale- I. Grup	İhale- II. Grup	TAP- I. Grup	TAP- II. Grup
3 Yıl Vadeli	83.628	84.563	84.698	85.651
5 Yıl Vadeli	76.360	77.636	77.821	79.133

**Kaynak:** Hazine Müsteşarlığı, 2001i

Net 1,6 milyar TL'lik teklifin alındığı TAP işleminde toplam 850 milyon TL'lik bir tutar değişim için kabul edilmiş, böylece geri alınan senetlerin net değeri toplam 9,3 milyar TL (8 milyar ABD doları)'ye ulaşmıştır. Yapılan bu geri alım karşılığında ihraç edilen 4 senedin net ve nominal tutarı Tablo 4'de sunulmaktadır.

**Tablo 4: Takas İşlemiyle İhraç Edilen Senetler (milyon TL)**

Senet	Türü	İhale		TAP		Toplam	
		Nominal	Net	Nominal	Net	Nominal	Net
TRT190602T19	1 yıl vadeli TL Cinsi	1.723,7	1.672,0	171,8	166,6	1.895,5	1.838,6
TRT180603T19	2 yıl vadeli TL Cinsi	1.192,1	1.156,4	120,3	116,6	1.312,4	1.273,0
TRT160604F16	3 yıl vadeli Döviz End.	3.366,7	2.828,3	332,9	283,3	3.699,6	3.111,6
TRT140606F16	5 yıl vadeli Döviz End.	3.679,1	2.828,3	361,6	283,3	4.040,7	3.111,6
<b>Toplam</b>		<b>9.961,6</b>	<b>8.485,0</b>	<b>986,6</b>	<b>849,9</b>	<b>10948,4</b>	<b>9335,0</b>

**Kaynak:** Hazine Müsteşarlığı, 2001j; Güral, 2001:76.

### 3. İşlemin Sonuçları

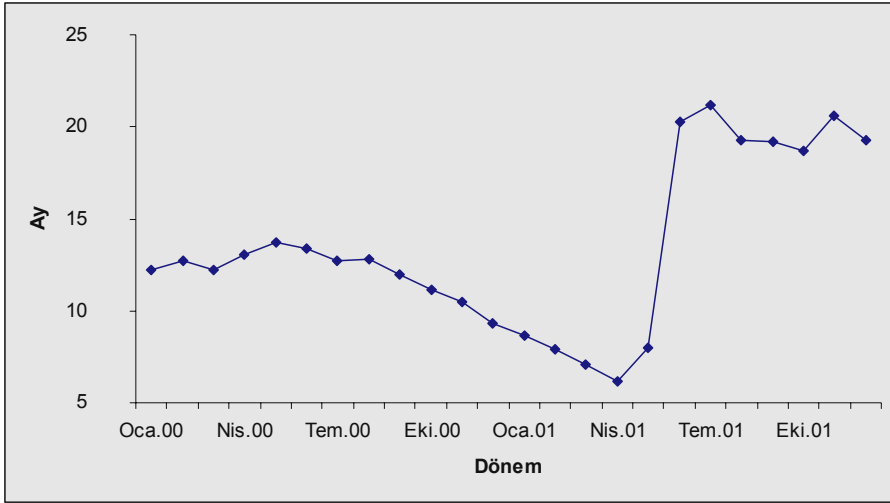
Kamu borç yönetimleri tarafından yaygın olarak kullanılarak senet değişimi işlemlerinin genel olarak üç temel amaca hizmet ettiği görülmektedir: Borç servisinin hafifletilmesi, kamu borcuna ilişkin risklerin yönetilmesi ve borçlanma piyasalarının etkinliğinin artırılması (Medeiros, 2007). Borç yönetimine ilişkin bu temel hedeflere yönelik adımlar ile ülkenin genel makroekonomik politikalarına da katkı yapılmaktadır. Kamu borçlanmasının etkin yönetimi ile ülkenin kırılganlığı azaltılmakta; finansal krizler önlenilmekte ve/veya etkileri hafifletilebilmekte; böylelikle ekonomi yönetiminin temel hedefi olan istikrarlı büyümenin sağlanmasına yönelik olarak ekonomik dengelerin daha sağlam temellere oturması temin edilmektedir.

Hazinenin 2001 iç borç takası da borçlanmanın sürdürülemez seviyeye gelmiş vadesinin uzatılması yoluyla yakın dönemdeki borç servisinin doğuracağı yükü hafifletmiş ve böylelikle piyasalarda kamu borçlanmasına ilişkin olarak risk algılamalarının yönetilebilmesini sağlamıştır. Diğer taraftan, işlemde ihraç edilen döviz endeksli senetlerin borçlanma piyasasında en önemli aktör olan bankacılık sektörünün döviz açık pozisyonunun kapatılmasına yaptığı katkı da piyasaların etkinliğinin artırılmasına yönelik bir adım olarak değerlendirilebilir. İşlemin Hazine açısından yarattığı faiz yükü dikkate alındığında; kriz süreci içinde sağlanan tüm bu kazanımların maliyetinin, dönemin piyasa koşullarına kıyasla oldukça uygun seviyede olduğu da ortaya çıkmaktadır.

#### 3.1. Borçların Sürdürülebilirliği Açısından Etkiler

2001 takasının en önemli hedefi iç borçlanmanın vadesinin uygun maliyette uzatılmasıdır. Kriz koşulları altında bir yıldan uzun vadeli ihraç yapılamadığı değerlendirildiğinde; borç takasının piyasa koşulları çerçevesinde ortalama vadeyi uzatabilmek için yatırımcıları çeşitli yöntemlerle zorunlu şekilde uzun vadeli senet alma yükümlülüğü ile karşı karşıya bırakmadan kullanılabilecek en önemli enstrüman olduğu görülmektedir.

Takas işlemiyle geri alınan senetlerin, işlemin valör günü olan 18 Haziran 2001 tarihi itibarıyla vadelerine kalmış olan ortalama süresi 6 aydır. Bu senetler yerine ihraç edilen senetlerin tüm ödemeler tamamlandıktan sonra nominal tutarları üzerinden hesaplanmış ortalama vadesi ise yaklaşık 38 ay seviyesinde olmuştur. Takas işlemiyle nakit cinsi iç borç stokunun yaklaşık %30'una denk gelen kısmının ortalama vadesinin 6 aydan 3 yılın üzerinde bir düzeye uzatılmış olması stokun ortalama vadesini de belirgin ölçüde artırmıştır. Mayıs 2001 sonunda 8 ay seviyesinde olan nakit cinsi iç borç stokun ortalama vadesi Haziran ayı sonunda 20 ay düzeyine ulaşmış; yılın kalan döneminde aylık ortalama borçlanma vadeleri 6 ay seviyesinin üzerine çıkamamış olmasına rağmen, toplam nakit stokun vadesi yıl boyunca 20 ay seviyelerinde kalabilmiştir (Grafik 4).



**Kaynak:** Hazine Müsteşarlığı, Kamu Finansmanı İstatistikleri, 2000-2001.

#### **Grafik 4: Nakit İç Borç Stokunun Ortalama Vadeye Kalan Süresi**

Borçlanma vadesindeki bu uzamanın en net etkisi 2001-2002 döneminde borç geri ödeme profili üzerinde görülmektedir. Haziran 2001-Ağustos 2002 döneminde vadeleri dolan senetlerin 2002-2006 vadeli senetler ile değiştirilmesi yalnızca 2001 yılında toplam borç servisini 6,3 milyar TL seviyesinde azaltmıştır. Bu tutara söz konusu borcun çevrilebilmesi için 2001 yılında yapılacak borçlanmanın kısa vadeler nedeniyle aynı yıl içinde doğuracağı ilave ödemeler dahil değildir. O dönemde yapılan hesaplamalar, tüm bu etkilerle beraber 2001 yılındaki toplam borçlanma gereğinin yaklaşık 8 milyar TL seviyesinde azaldığını göstermektedir.<sup>7</sup> 2001 yılının Haziran-Aralık döneminde yapılmış olan toplam borç servisinin 50 milyar TL olduğu dikkate alındığında, itfa profilindeki söz konusu azalmanın önemi ortaya çıkmaktadır.

<sup>7</sup> Devlet Bakanlığının Türkiye Büyük Millet Meclisi Başkanlığına 16/08/2001 tarih ve B.02.0.019/16-2132 sayılı Yazısı (<http://www2.tbmm.gov.tr/d21/7/7-4550c.pdf>).

Diğer taraftan, dönemin kısa borçlanma vadeleri ve yüksek borçlanma maliyetleri değerlendirildiğinde, Haziran 2001 sonrasında yaklaşık bir yıllık dönemde itfa olacak olan net 9,3 milyar TL değerindeki senedin borçların çevrilmesi yoluyla katlanarak 2002 sonrası dönemde çok yüksek bir ödeme yükü yaratmış olacağı da açıktır. Bu çerçevede, takas işlemi borç servisi açısından yalnızca 2001 yılında değil, 2002-2006 döneminde de yol açtığı rahatlama ile ekonomi yönetimine borçlanmanın sürdürülebilirliğinin teminine yönelik politikaların uygulamaya konulabilmesi açısından önemli zaman ve imkân sağlamıştır.

Borç takası esas olarak yakın dönemli borç servisinin ileriye doğru ötelenmesidir. 2001 yılındaki takas işlemiyle Türkiye de kısa vadeli borç yönetimi sorunlarını orta uzun vadeye yaymıştır (Eichengreen, 2002). 2001 ve sonrası dönemde borç yönetimi ve kamu maliyesi alanında atılmış olan adımlar ise kazanılmış olan zamanın etkin şekilde değerlendirilmesini sağlamıştır. 2000'li yılların son döneminde dünya genelinde yaşanan küresel finansal kriz pek çok ülkede etkisi göstermiş, krizden önemli ölçüde etkilenen ülkelerin kamu borç stoku seviyeleri artış göstermiştir. Krizden çıkış süreci uzayan ülkelerin genel durumları incelendiğinde, borç stoku, mali açığın seviyesi ve kısa vadeli borç servisi yüküne, dolayısıyla kamu borcunun sürdürülebilirliğine ilişkin endişelerin ülkeleri etkileyen en önemli unsurlar arasında olduğu görülmektedir (IMF, 2011). Bu kapsamda, Türkiye'nin 2001 krizi sonrasında borç yönetimi ve maliye politikası alanında atılmış olduğu adımlar ülkemizin küresel finansal krizden etkilenme süresini ve derecesini azaltan önemli bir etken olmuştur. Diğer taraftan, son dönemde kamu borcunu çevirmekte sorun yaşayan ülkelere sürdürülebilirliğin tesis edilmesine yönelik bir yöntem olarak borçların yeniden yapılandırılması önerilmekte olup, Türkiye'nin 2001 krizi sonrasında yaptığı takas işlemi başarılı ve sonuç alan bir uygulama olarak örnek gösterilmektedir (Portes, 2011)

### 3.2. Bankacılık Sektörü Açısından Etkiler

1990'lı yıllarda Türkiye ekonomisindeki yapısal sorunların en önemlilerinden biri de bankacılık sektörünün bilanço yapısındaki sağlıksız durum olmuştur. 1999 yılı sonunda sektöre ilişkin başlıca göstergeler incelendiğinde; geri dönmeyen kredilerin toplam kredilere oranının yüksekliği (%10,7), alacaklar ile borçlar arasında vade uyumsuzluğu ve bilanço içi döviz açık pozisyonunun seviyesi (13,2 milyar ABD doları) dikkat çekmektedir (Özatat, 2009:87). 2000 yılında uygulamaya konulan ekonomi programı çerçevesinde söz konusu sorunların çözümüne yönelik olarak bankacılık sektörünün yeniden yapılandırılması öncelikli hedefler arasında belirlenmiş ve Bankacılık Düzenleme ve Denetleme Kurumu (BDDK) kurulmuştur. Bu adımlara rağmen, Kasım 2000 krizi öncesindeki kısa uygulama dönemi sorunların giderilmesi için yeterli olamamıştır.

2000 yılı Eylül ayı itibarıyla sektörün bilanço içi döviz borçlarının döviz varlıklarının yaklaşık 21 milyar dolar üzerinde olduğu görülmektedir. Bu dönemde bankalar bilançoları dışında çeşitli finansal enstrümanlar kullanarak toplam döviz açık pozisyonlarını yasal sınırlar içinde gösterebilmişlerdir. Ancak krizin patlak vermesi sonrasında bu işlemlerin önemli bir kısmının gerçek olmadığı da ortaya çıkmıştır (Uygur, 2001).

Krizin ikinci aşaması olan 20 Şubat 2001 tarihinin hemen öncesinde sektörün bilanço içi döviz açık pozisyonu dövize endeksli işlemler de dahil olmak üzere 15,2 milyar dolar düzeyindedir. Bankaların Kasım 2000 sonrasında başlayan açık

pozisyon kapatma eğilimi Şubat sonrasında dalgalı kur rejimine geçilmesiyle daha da belirginleşmiş; söz konusu açık Mart 2001 itibarıyla 12 milyar dolara, 15 Haziran 2001'de ise 7,2 milyar dolara gerilemiştir (BDDK, 2001a).

Takas işleminin bankacılık sektörü açısından en önemli sonucu, ihraç edilmiş olan dövize endekli senetler sayesinde, kalan döviz pozisyon açığının hızla azaltılabildiği olmuştur. BDDK verilerine göre TMSF kapsamındaki bankalar da dahil olmak üzere tüm bankacılık sektörünün bilanço içi döviz açık pozisyonunda 15 Haziran 2001 sonrasında 4,8 milyar dolar düzeyinde bir azalma olmuştur (Tablo 5). Bilanço içi pozisyonundaki bu daralmaya bağlı olarak takas işlemi öncesinde net 6,6 milyar dolar düzeyinde olan vadeli işlemlerin, işlem sonrasında 2,3 milyar düzeyine inmiş olması da dikkat çekicidir.

Yalnızca özel bankaların bilançolarında meydana gelen değişim incelendiğinde ise 15-29 Haziran tarihleri arasında bilanço içi döviz açık pozisyonun 4,1 milyar dolar seviyesinde daraldığı; söz konusu değişimin tamamına yakınının ise dövize endekli pozisyonundaki değişimden kaynaklandığı görülmektedir (BDDK, 2001b). Özel bankalar döviz kurlarının dalgalanmaya bırakıldığı tarihten takas işleminin yapıldığı güne kadar bilanço içi döviz açık pozisyonlarını yalnızca 2,8 milyar dolar seviyesinde kapatabilmişlerdir. Aynı dönemde kamu bankalarıyla TMSF kapsamına alınmış olan bankaların açıklarının bu kurumlara Hazine tarafından yapılan döviz cinsi ve dövize endekli senet ihraçlarının etkisiyle 4,4 milyar dolar tutarında azaldığı görülmektedir (BDDK, 2001a).

2001 finansal krizinin koşulları içinde Hazinesin yabancı para cinsi veya dövize endekli senet ihraçları yurt dışı finansal varlıklara erişim imkânları kısıtlı olan bankacılık sektörünün döviz açık pozisyonunu kapatabilmesi açısından önemli bir işlev görmüştür. Kamu bankaları ile TMSF kapsamındaki bankaları kendilerine doğrudan yapılan ihraçlarla pozisyon kapatma imkânı bulurlarken, takas işlemi de özellikle özel bankacılık sektörü açısından önemli bir imkân sağlamış; özel bankalar dört aylık dönemde kapatabildikleri pozisyondan daha fazlasını tek bir günde kapatma olanağı bulmuşlardır.

**Tablo 5: Takas İşlemi Öncesi ve Sonrasında Bankacılık Sektörü Döviz Pozisyonu (Milyon Dolar)**

	19 Şubat 2001		15 Haziran 2001		29 Haziran 2001	
	(a)	(b)	(a)	(b)	(a)	(b)
Kamu Bankaları	-28	22	95	96	195	200
Özel Bankalar	-8913	-1049	-6131	-374	-2056	140
TMSF Bankaları	-4537	-4529	-274	-354	-602	-558
Yabancı Bankalar	-1438	-45	-818	-15	5	-6
Kalkınma-Yatırım Bankaları	-333	-75	-118	24	41	71
Sektör (TMSF hariç)	-10712	-1147	-6972	-269	-1815	405
Sektör (TMSF dahil)	-15249	-5676	-7246	-623	-2417	-153

**Kaynak:** BDDK, 2001a:26.

(a) Dövize endekli pozisyon dahil, vadeli işlemler hariç

(b) Dövize endekli pozisyon ve vadeli işlemler dahil

### 3.3. Takas İşleminin Maliyeti

Takas işlemi esas olarak Hazine açısından vade uzatımı yoluyla yakın vadeli borç yükünün ötelenmesi karşılığında, bankaların kur riskinin üstlenilmesi sonucunu doğurmuştur. İşlem ile ihraç edilmiş olan nominal 7,7 milyar TL'lik döviz endeksli senedin Haziran 2001 sonundaki iç borç stoku içindeki payı %8,6 seviyesindedir. Bu tutar o tarihteki toplam döviz cinsi ve döviz endeksli iç borcun yaklaşık %35'ini oluşturmaktadır.

Krizin hemen ardından ve dalgalı kur rejimi koşulları altında üstlenilen bu risk, yakın vadeli borç yüküne ilişkin olarak işlemle sağlanan rahatlama yanında, kamu borcuna ilişkin döviz kuru riski göstergelerinde bir bozulmayı da beraberinde getirmiştir (Yavuz, 2009). Bununla beraber, 2001 sonrası dönemde uygulamaya konulan program çevresinde atılan adımlar sonucunda sağlanan makroekonomik performansın ve dünya genelindeki koşulların olumlu katkısıyla mali piyasaların 2002-2006 döneminde istikrarlı bir seyir izlemesi ile söz konusu kur riskinin fiilen gerçekleşmediği ve döviz kurlarında önemli bir sıçrama yaşanmadığı görülmektedir (Grafik 5).



**Kaynak:** Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası, Elektronik Veri Dağıtım Sistemi.

#### Grafik 5: Ocak 2001-Haziran 2006 Döneminde Döviz Kurları

Döviz kurlarının izlediği seyre bağlı olarak son ödemesi 14/06/2006 tarihinde yapılmış olan takas senetleri, Hazine açısından 2001 borçlanma koşullarına göre uygun bir maliyetle geri ödenmiştir. Söz konusu senetler için vadeleri boyunca yapılan tüm ödemeler Tablo 6'da verilmiştir. Anapara ve kupon ödeme tarihleri dışındaki ödemeler, senetlerin nakit karşılığı ya da başka senetlerle değiştirilmek üzere geri alınma yönelik ödemeleri göstermektedir.

Tablodan görüleceği üzere söz konusu senetler için beş yıllık dönemde 10,9 milyar TL'si anapara; 6,6 milyar TL'si faiz olmak üzere toplam 17,5 milyar TL tutarında bir ödeme gerçekleştirilmiştir. Bu ödemelerin indirgenmiş değerini 18

Haziran 2001 tarihindeki net değer olan 9,3 milyar TL'ye eşitleyen yıllık bileşik faiz oranı ise %28 olarak hesaplanmaktadır. 2001 yılında iskontolu senetler için yıllık ortalama borçlanma faizinin %99 (bu senetlerin ortalama vadesi ise yaklaşık 5 aydır), Haziran ayındaki faizin ise %88 seviyesinde olduğu değerlendirildiğinde, aynı dönemde ortalama 3,2 yıl vadeli bir borçlanmanın nihai olarak %28'lik bir maliyetle sonuçlanmış olmasının borç dinamikleri açısından önemli bir katkı yapmış olduğu görülebilmektedir

**Tablo 6: Takas Senetlerinin Geri Ödemeleri (Milyon TL)**

Tarih	Anapara	Faiz	Toplam
19/12/01	-	1.229,3	1.229,3
20/03/02	-	500,4	500,4
19/06/02	1.895,5	711,3	2.606,8
18/09/02	-	201,8	201,8
18/12/02	-	429,7	429,7
26/12/02	136,4	34,2	170,7
19/03/03	-	140,3	140,3
18/06/03	1.267,7	372,9	1.640,7
17/09/03	29,0	6,0	35,1
08/10/03	14,7	3,0	17,7
05/11/03	67,6	19,8	87,4
12/11/03	1,0	0,3	1,3
19/11/03	21,1	6,3	27,4
03/12/03	27,6	8,1	35,6
17/12/03	9,6	184,3	194,0
14/01/04	16,9	3,4	20,3
23/01/04	261,8	48,4	310,2
28/01/04	16,9	2,7	19,6
18/02/04	21,6	3,4	25,1
03/03/04	11,6	1,8	13,4
26/03/04	631,3	104,8	736,1
21/05/04	1.231,4	395,9	1.627,4
16/06/04	1.245,8	493,2	1.739,0
15/12/04	-	107,5	107,5
11/05/05	0,3	0,1	0,3
15/06/05	-	132,9	132,9
06/07/05	0,6	0,1	0,6
14/12/05	-	154,7	154,7
22/03/06	677,6	128,1	805,7
28/04/06	838,7	154,7	993,5
14/06/06	2.523,6	986,7	3.510,3
Toplam	10.948,3	6.566,4	17.514.727,1

**Kaynak:** Hazine Müsteşarlığı, Borç servisi verilerinden derlenmiştir.

## Sonuç

2000/2001 finansal krizinin ülkemiz ekonomisi açısından neden olduğu sorunlar arasında belki de en önemlisi, kamu borçlarının seviyesi ve yapısı üzerindeki etkilerdir. 2000 yılı başında uygulamaya konulan ekonomi programı ile süregelen yapısal sorunların çözümünü hedefleyen ekonomi yönetimi, 2000 yılı Kasım ayından başlayarak yaşanan olaylar sonrasında, hızla artan finansman ihtiyacı, kısalan vadeler ve artan maliyetler nedeniyle sürdürülebilirliği tartışılabilir hale gelen bir borç yükü ile karşı karşıya kalmıştır. Bu nedenle, kriz sonrasında başlatılan “Güçlü Ekonomiye Geçiş Programı”nın en önemli hedeflerinden biri kamunun finansman dengesini ve borçlanmasını sağlıklı bir yapıya kavuşturmak olmuştur. Bu kapsamda, kamu mali yönetiminde idari ve hukuki alanda önemli adımlar atılmış; gelir artırıcı ve gider azaltıcı önlemler aşamalı olarak uygulamaya konulmuştur.

Şüphesiz, bu türden önlemler sonuçları orta-uzun vadede alınabilecek önemli adımlardır. Ancak, arzu edilen nihai sonuçların alınabilmesi açısından, kısa vadeli yüksek finansman ihtiyacından kaynaklanabilecek yakın dönemli sorunların olası yıkıcı etkilerinden kaçınabilmek de büyük önem taşımaktadır. 2001 yılı Haziran ayında gerçekleştirilen takas ihalesi tam da bu noktada devreye girmiştir. Halihazırda kamu borç yönetiminin tek seferde yaptığı en büyük değişim işlemi olan takas ihalesi ile iç borç stokunun ortalama vadesi önemli seviyede uzatılmış; 2001 yılının ikinci yarısından 2002 yılının ortalarına kadar uzanan bir dönemdeki borç servisi yükü, beş yıllık bir sürece yayılmıştır. Dönemin piyasa koşullarına göre oldukça uygun bir maliyetle gerçekleştirilen bu işlem ile temel politika önlemlerinin uygulanabilmesi açısından önemli bir zaman kazanılmıştır.

Uygulamaya konulan sıkı maliye politikaları 2001 sonrasında borçlanma ihtiyacının ve borç stokunun tedrici şekilde azaltılmasını temin ederken; kamu borç yönetiminin etkinliğinin sağlanmasına yönelik olarak atılan adımlar (yasal düzenlemeler, borç yönetiminin organizasyon yapısındaki gelişmeler vb.) da borçların daha etkin yönetimine imkân vermiştir. Tüm bu gelişmelerin etkisiyle 2001 sonrası dönemde ülkemizde kamu borcu daha sağlıklı bir yapıya kavuşmuştur. Nitekim 2001 yılı içinde hemen hemen aynı tarihlerde büyük bir takas işlemi gerçekleştiren Arjantin, sonraki dönemlerde borçları ödeyememe durumuna kadar varan bir süreç yaşarken, ülkemizde borçların sürdürülebilirliği bir tartışma konusu olmaktan çıkmıştır.

Bankacılık sektörünün yeniden yapılandırılması 2001 krizi sonrasında Güçlü Ekonomiye Geçiş Programının temel hedeflerinden biri olmuş; bu kapsamda sektöre ilişkin yasal düzenlemelerin gözden geçirilmesi, denetim ve gözetimin geliştirilmesi, bankaların sermaye yapısının güçlendirilmesi vb. pek çok adım atılmıştır. Takas işlemi de bankaların döviz pozisyonlarına olan etkisi ile sektörün mali yapısının güçlendirilmesine yönelik önemli bir işlev görmüş, başta döviz piyasası olmak üzere mali piyasalarda istikrarın tesisine önemli bir katkı sağlamıştır.

Takas işleminin en önemli özelliklerinden biri tamamen gönüllülük esasına dayalı olarak gerçekleştirilmiş olmasıdır. Yatırımcılar herhangi bir mecburiyete tabi olmadan katılım gösterdikleri ve oluşan fiyatın tamamen ihale mekanizması ile piyasa koşulları çerçevesinde belirlendiği işlem, bu özelliği ile de dünya genelindeki benzer işlemler arasında ayrı bir yere sahiptir.

### Kaynakça

- Akyüz, Y. ve Boratav, K. (2002), "The Making of the Turkish Financial Crisis", *United Nations Conference on Trade and Development Discussion Papers*, 158.
- Alper, C. E. (2001), "Turkish Liquidity Crisis of 2000: What Went Wrong", *Russian and East European Finance and Trade*, 37 (6), 51-71.
- Bankacılık Düzenleme ve Denetleme Kurumu (2001a), Bankacılık Sektörü Değerlendirme Raporu, Ekim 2001, Ankara, <<http://www.bddk.org.tr>>
- (2001b), Bankacılık Sektörü Reformu Gelişme Raporu, Ağustos 2001.
- Díaz-Cassou, J., Erce-Domínguez, A. ve Vázquez-Zamora, J. J. (2008a), "Recent Episodes of Sovereign Debt Restructurings, A Case-Study Approach", *Occasional Paper 0804*, Banca de Espana (İspanyol Merkez Bankası), <<http://www.bde.es/>>
- Díaz-Cassou, J., Erce-Domínguez, A. ve Vázquez-Zamora, J. J. (2008b), "The Role of the IMF in Recent Sovereign Debt Restructurings: Implications for the Policy of Lending into Arrears", *Occasional Paper 0805*, Banca de Espana (İspanyol Merkez Bankası).
- Eichengreen, B. (2001), "Crisis Prevention and Management: Any New Lessons from Argentina and Turkey?" *Background Paper for World Bank's Global Development Finance 2002*.
- Güral, M. (2001), "İç Borç Takasının Nedenleri ve Etkileri", *İktisat İşletme ve Finans*, 185, Ağustos 2001, 70-78.
- Hazine Müsteşarlığı (1999), *IMF ile yapılan Stand-By Düzenlemesine İlişkin 09/12/1999 tarihli Niyet Mektubu*, Ankara, <<http://www.hazine.gov.tr>>
- (2001a), *Basın Açıklaması*, 20 Şubat 2001.
- (2001b), *Basın Açıklaması-Mart Ayı İhale Programı*, 19 Mart 2001.
- (2001c), *Basın Açıklaması*, 25 Mayıs 2001.
- (2001d), *6 ve 7. Gözden Geçirmeye İlişkin Niyet Mektubu*, 03 Mayıs 2001.
- (2001e), *Basın Açıklaması-Haziran Ayı İhale Programı*, 31 Mayıs 2001.
- (2001f), *Basın Açıklaması-Borç Takası Konusu ve Mali Piyasalarda Gerçekleştirilen İşlemlerle İlgili Ücretsiz Danışmanlık Hizmeti*, 04 Haziran 2001.
- (2001g), *Basın Açıklaması*, 11 Haziran 2001.
- (2001h), *Basın Açıklaması*, 12 Haziran 2001.
- (2001i), *Basın Açıklaması*, 17 Haziran 2001.
- (2001j), *Basın Açıklaması*, 18 Haziran 2001.
- International Monetary Fund (2001a), *News Brief No: 01/39-IMF Managing Director Köhler's Statement on Turkey*, 27 Nisan 2001, Washington DC, <<http://www.imf.org>>.
- (2001b), *Pres Release No: 01/23- IMF Approves Augmentation of Turkey's Stand-By Credit to US\$19 Billion*, 15 Mayıs, 2001.
- (2002a), "Sovereign Debt Restructurings and the Domestic Economy Experience in Four Recent Cases", Policy Development and Review Department.
- (2002b), "The Design of the Sovereign Debt Restructuring Mechanism-Further Considerations", Legal and Policy Development and Review Departments.
- (2006), "Cross-Country Experience with Restructuring of Sovereign Debt and Restoring Debt Sustainability", Policy Development and Review Department.

- (2011), “Fiscal Monitor: Shifting Gears Tackling Challenges on the Road to Fiscal Adjustment”, Nisan 2011.
- İstanbul Menkul Kıymetler Borsası (2001a), Tahvil ve Bono Piyasası Günlük Bülten – 15 Haziran 2001, <<http://www.imkb.gov.tr>>.
- (2001b), Tahvil ve Bono Piyasası Günlük Bülten – 18 Haziran 2001.
- Krueger, A. O. (2002), “A New Approach to Sovereign Debt Restructuring”, International Monetary Fund Publication Services, Washington DC.
- Medeiros, C. Polan, M. ve Ramlogan, P. (2007), “A Primer on Sovereign Debt Buybacks and Swaps”, *IMF Working Paper*, WP/07/58.
- Özatat, F. (2009), *Finansal Krizler ve Türkiye*, Doğan Kitap, İstanbul.
- Portes R. (2011), “Restructure Ireland’s Debt”, <<http://www.voxeu.org>>
- Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası (2001a), *Basın Duyurusu*, 22 Şubat 2001, Ankara, <<http://www.tcmb.gov.tr>>.
- (2001b), *Basın Duyurusu*, 12 Haziran 2001, Ankara.
- Uygur, E. (2001), “Krizden Krize Türkiye: 2000 Kasım ve 2001 Şubat Krizleri”, *Türkiye Ekonomi Kurumu Tartışma Metni*, 2001/1
- Yavuz, H. H. (2009), “Kamu Borç Yönetiminde Yabancı Para Cinsinden Borçlanmanın Etkileri: Türkiye Örneği”, *Maliye Dergisi*, Temmuz-Aralık 2009, 157, 277-292
- Yeldan, E. (2002), “Behind the 2000/2001 Turkish Crisis: Stability, Credibility, and Governance, for Whom?”, Paper presented at the IDEAs Conference, Chennai, Aralık 2002.