

**T.C.
ÇUKUROVA ÜNİVERSİTESİ
SOSYAL BİLİMLER ENSTİTÜSÜ
İKTİSAT ANABİLİM DALI**

İÇ BORÇ YÖNETİMİ VE TÜRKİYE

Pınar ÖZDEMİR

YÜKSEK LİSANS TEZİ

ADANA-2009

**T.C.
ÇUKUROVA ÜNİVERSİTESİ
SOSYAL BİLİMLER ENSTİTÜSÜ
İKTİSAT ANABİLİM DALI**

İÇ BORÇ YÖNETİMİ VE TÜRKİYE

Pınar ÖZDEMİR

DANIŞMAN: Doç. Dr. HARUN BAL

YÜKSEK LİSANS TEZİ

ADANA-2009

Çukurova Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü Müdürlüğüne,

Bu çalışma, jürimiz tarafından İktisat Anabilim Dalında YÜKSEK LİSANS TEZİ olarak kabul edilmiştir.

Başkan: Doç. Dr. Harun BAL

(Danışman)

Üye: Yrd. Doç. Dr. Neşe ALGAN

Üye : Yrd.Doç. Dr. Mehmet ÖZMEN

ONAY

Yukarıdaki imzaların, adı geçen öğretim elemanlarına ait olduklarını onaylarım.

...../...../2009

Doç. Dr. Azmi YALÇIN

Enstitü Müdürü

Not: Bu tezde kullanılan özgün ve başka kaynaktan yapılan bildirişlerin, çizelge, şekil ve fotoğrafların kaynak gösterilmeden kullanımı, 5846 Sayılı Fikir ve Sanat Eserleri Kanunu' ndaki hükümlere tabidir.

ÖZET

İÇ BORÇ YÖNETİMİ VE TÜRKİYE

Pınar ÖZDEMİR

Yüksek Lisans Tezi, İktisat Anabilim Dalı

Danışman: Doç. Dr. Harun BAL

Eylül, 2009, 196 sayfa

Günümüzde devletlerinin borçlanmaya başvurmasının en önemli nedeni yüksek düzeye ulaşan kamu açıklarıdır. Kamu açıkları, Merkez Bankası kaynakları, dış borçlanma veya iç borçlanma yöntemlerinden biri veya bileşimi kullanılarak finanse edilebilmektedir. Fakat Merkez Bankası kaynaklarının kamu finansmanında kullanımı, yarattığı enflasyonist etkilerden dolayı yasalarla kısıtlanmaktadır. Bununla birlikte birçok ülkenin dış borçlarını ödemekte zorlanarak dış finansman problemleri yaşaması, iç borçlanmanın önemini daha da arttırmaktadır. Öyle ki; kamu açıklarının süreklilik kazanması iç borçlanmaya vergiye alternatif olağan bir gelir kaynağı niteliği kazandırmaya başlamıştır. Bu nedenle ülke ekonomisini tüketim, yatırım, gelir dağılımı vb. yoluyla etkileyebilen iç borçların yönetimi her geçen gün önem kazanmaktadır.

İç borçlanma, devlet iç borçlanma senedi olarak adlandırılan Hazine Bonosu veya tahvillerin, çeşitli ihraç yolları kullanılarak birincil ve ikincil piyasalarda satışa sunulması yoluyla yapılmaktadır. İhraç edilen devlet iç borçlanma senetleri farklı faiz oranları ve vade yapılarına sahip olabilmektedir. Bu bağlamda iç borç yönetimi, mevcut borçlanma senetlerinin miktar ve bileşimi için en uygun portföyü oluşturarak maliyet ve risk minimizasyonunu hedeflemektedir.

İç borç yönetiminin hedeflerine ulaşmasının ilk adımı ise sağlam bir hukuki ve kurumsal alt yapının oluşturulmasıdır. Böylelikle iç borç yönetiminden sorumlu olan birimlerin görev ve yetki alanlarının açıklık kazanması, politika koordinasyonunun sağlanması, borç yönetiminin şeffaflık ve hesap verilebilirliğinin artmasıyla kredibilite problemlerinin önüne geçilmesi sağlanabilmektedir. Amerika Birleşik Devletleri, İtalya, Yunanistan, Japonya, İsveç ve Yeni Zelanda gibi ülkelerin borç yönetimleri incelendiğinde; borç yönetiminin başarı kazanmasında hukuki ve kurumsal yapının rolü, daha somut bir şekilde ortaya çıkmaktadır. Ayrıca bu ülkelerin borçların maliyetini kabul

edilebilir risk seviyesinde minimize ederken iç borçlanma senetlerini çeşitlendirerek yatırımcı tabanını genişletmeye büyük önem verdiği görülmektedir.

Ülkemizde iç borçların genel durumu incelendiğinde; Cumhuriyet'in ilk yıllarında iç borçlanmanın çoğunlukla sanayileşmenin alt yapısının tesis edilmesinde kullanıldığı görülmektedir. Fakat daha sonraki yıllar da kamu sektörünün finansman problemlerinin süreklilik kazanması, iç borçlanmayı kamu açıklarının karşılanmasında öncelikli bir araç haline getirmiş, 1980'li yıllarla birlikte iç borç stoku artışı ivme kazanmıştır. Bu duruma rağmen profesyonel bir iç borç yönetimi anlayışının kazanılması oldukça yeni olup; 2002 yılında gerekli yasal düzenlemelerin yapılması ile tesis edilmiştir.

Bu tez çalışmasının amacı; iç borç yönetimi kavramını Türkiye örneği bağlamında tartışmaktır. Çalışma dört bölümden oluşmaktadır. Birinci bölümde iç borçlar ve iç borçların ekonomik etkileri ile ilgili teorik tartışmalar giriş niteliğinde verilmiştir. Bu bölüm ayrıca iç borçlara başvurulmasının temel nedeni olan kamu açıklarını da irdelemektedir. Çalışmanın ikinci bölümü iç borç yönetimi kavramını ele almakta, seçilmiş ülke örneklerinde yürütülmekte olan iç borç yönetimi faaliyetlerini irdelemektedir. Üçüncü bölümde ise ortaya konan teorik çerçeve, Türkiye örneği üzerinde incelenmektedir. Bu bölümde Türkiye de iç borç birikim sürecine ivme kazandıran ekonomik dönüşümler yanında iç borçların fiili boyutları da çok yönlü olarak ele alınmaktadır. Dördüncü bölüm, zaman serisinde eş bütünleşme yöntemi kullanılarak Türkiye de iç borçların sürdürülebilirliğini analiz etmekte, elde edilen sonuçlar ışığında iç borç yönetiminin göz önünde bulundurulması gereken faktörlere dikkat çekmeye çalışmaktadır.

Çalışmanın genel bulguları ise şu şekilde sıralanmaktadır. Ülkemizde profesyonel anlamda iç borç yönetimi anlayışının oluşması çok gerilere dayanmamakla birlikte hızla gelişim göstermektedir. Bu bağlamda birçok ülkede yatırımcı tabanını genişletmek amacıyla ihraç edilen endeksli senetler vb. yanında teknolojik ve kurumsal birçok yenilik takip edilmektedir. Fakat yapılan çalışmalara rağmen yüksek iç borç yükünün sürdürülememesi tehlikesi de devam etmektedir. Yapılan zaman serisi uygulamasından elde edilen sonuçlar, iç borç yönetiminin bu riske karşı borç senetlerinin alıcı profilini çeşitlendirmesi gerektiğini göstermektedir

Anahtar kelimeler: Kamu Açıkları, İç Borçlar, İç Borç Yönetimi, Türkiye Ekonomisi, Eşbütünleşme

ABSTRACT**DOMESTIC PUBLIC DEBT MANAGEMENT AND TURKEY****Pınar ÖZDEMİR****Master Thesis, Department of Economics****Supervisor: Associated Professor Harun Bal****September, 2009, 196 pages**

Nowadays the main reason of public debt is high level of public deficits. Public deficits can be financed by Central Bank resources, external debt, domestic debt or with their combination. But using Central Bank resources for public finance has been abolished by laws because of its negative effect on inflation. Additionally, especially many countries has struggled with external debts and they faced to face external debt crises. So, as a outcome of increasing high public deficits, domestic public debt has become an alternative resources to the taxation. As a result of this situation, domestic debt management has been becoming more important day by day as consequence of domestic debt's impact on consumption, investment and income distribution

Domestic debt has been made through the Treasury bonds and bills .that has been sold various ways in primary and secondary markets. These papers can have different interest rates and maturity structures. Related to these arguments, domestic debt management main target is to minimize borrowing cost and risks by changing debt portfolio's value and compositions.

First step of this target is to have robust institutional and legal infrastructure. To supplement them is important for clarifying the responsibilities of debt managers and to provide policy coordination between different departments, to improve transparency and accountability of debt management and to obstruct credibility problems. When we examine the debt management experience of United States of America, Italy, Greece, Japan, Sweden and New Zealand, obviously it can be seen the importance of institutional and legal infrastructure. Moreover these countries debt manager are trying to variate bills and bond for brodening investor base.

While we examine the domestic debt for our country, at beginning of Republic, it has been used for setting industry infrastructure, but then public sectors financial problems has been becoming permanent made domestic debt more important for public finance and after 1980s debt stock increase more rapid than before. However, professional debt management vision has been gained relatively short time ago and it has emerged by law that has been passed at 2002.

Purpose of this thesis is to discuss domestic debt management concept via to take in consideration Turkish economy. It encompassed with four section. In the first section, domestic public debt and arguments of its economic effects in literature were given as a basis. Moreover this section include public deficits as a main reason of domestic public debts. Second section explains domestic debt management concept. With selected countries experience. Third section researhes implementaion of theoric arguments on Turkey that has explained in first and second section. Fourth section analyses sustainability of domestic public debt by employing time series econometrics with cointegration model.

When we order general findings of this thesis, professional debt management implementaion has short history in our country. However it may not be false to say its development is relatively fast. Successful countries new products for brodening investor base, tecnological changes and instituonal developments are followed. But high level of domestic debt\GDP ratio has a danger of unsustainability for domestic public debt.. Findings show that domestic debt managers can struggle this risk through the diversification of buyers portfolio of domestic public debt bonds.and it aims to underline some factors that has to be taken into account by debt managers.

Keywords: public deficits, domestic public debt, domestic public debt management, Turkish economy and Cointegration

TEŞEKKÜR

Tez çalışmam süresince benden yardımını, ilgisini ve sabrını esirgemeyen danışmanım Doç. Dr. Harun BAL'a saygı ve teşekkürlerimi sunarım. Tez çalışmam süresince bana her türlü yardım ve desteği sağlayan, Prof. Dr. Ahmet Fazıl ÖZSOYLU'ya saygı ve şükranlarımı sunmayı borç bilirim. Tez jürimde bulunan Prof. Dr. Murat DOĞANLAR'a ve Yard. Doç. Dr. Mehmet ÖZMEN'e destek ve katkılarından ötürü saygılarımı sunar, teşekkür ederim.

Tez çalışmam süresince kullandığım birçok kaynağı edinmeme yardımcı olan, değerli vakitlerini ayırarak eleştiri ve katkılarını esirgemeyen Öğr. Gör. Dr. İlder ÜNLÜKAPLAN'a, Arş.Gör. Salih GENCER'e ve Ar. Gör Bilge AKÇA'ya en derin şükranlarımı ve saygılarımı sunarım.

Bana her zaman ne kadar şanslı olduğumu hatırlatan ve yaşamım da çok özel bir yere sahip olan değerli hocalarım Dr. Dilek YAVUZ ERKAN ve Yard. Doç. Dr. Neşe ALGAN'a manevi desteklerinden dolayı çok teşekkür ederim. Ayrıca isimlerini tek tek saymasam da değerli dostlarıma ve asistan arkadaşlarıma manevi desteklerinden dolayı teşekkür ederim.

Yaşamımın her evresinde bir parçası olmaktan gurur duyduğum, bana ben olma şansı tanıyan, tüm kararlarıma ve fikirlerimi saygı duyarak beni destekleyen ve her zaman yanımda olan sevgili anne ve babama sonsuz teşekkürler. Ayrıca hayatın bana sunduğu en büyük hediye olan sevgili kardeşime her zor zamanım da yanımda olduğu için teşekkür ederim.

Bu çalışma Bilimsel Araştırma Projeleri tarafından desteklenmiştir.

Proje No: İİBF2008YL2

İÇİNDEKİLER

	Sayfa
ÖZET	i
ABSTRACT	iii
TEŞEKKÜR	v
KISALTMALAR LİSTESİ	x
TABLolar LİSTESİ	xi
ŞEKİLLER LİSTESİ	xiii
GRAFİKLER LİSTESİ	xiv
GİRİŞ	1

I. BÖLÜM

KAMU KESİMİ FİNANSMAN AÇIKLARI VE İÇ BORÇLAR

1.1. Kamu Kesimi Finansman Açıkları.....	4
1.1.1. Kamu Kesimi Finansman Açıklarına Getirilen Farklı Tanımlamaları.....	6
1.1.1.1. Geleneksel Açık Tanımı.....	8
1.1.1.2. Birincil Açık (Faiz Dışı Kamu Açığı).....	9
1.1.1.3. İşlevsel (Operasyonel) Bütçe Açığı.....	10
1.1.1.4. Nakit ve Tahakkuk Açığı.....	11
1.1.1.5. Cari Açık Sermaye Açığı Ayrımı.....	11
1.1.1.6. Konjonktürel Açık.....	12
1.2. Kamu Açıklarının Finansmanında Kullanılan Farklı Yöntemler.....	13
1.2.1. Merkez Bankası Kaynakları.....	14
1.2.2. Borçlanma: İç Borçlar ve Dış Borçlar.....	18
1.2.2.1. Kamu Borçlanmasında Kullanılan Temel Tanımlar.....	20
1.3. Kamu Finansman Aracı Olarak İç Borçlanma Ve Genel Özellikleri.....	21
1.3.1. İç Borç Artışlarının Tespiti.....	22
1.3.2. İç Borçların Sınıflandırılması.....	24
1.3.2.1. Kaynakları Yönünden İç Borçlar.....	24
1.3.2.1.1. Bireylerden ve Özel Kuruluşlardan Borçlanma.....	24

1.3.2.1.2. Sosyal Güvenlik Kurumlarından Borçlanma.....	25
1.3.2.1.3. Bankalar ve Sigorta Şirketlerinden Borçlanma.....	25
1.3.2.1.4. Merkez Bankasından Borçlanma.....	26
1.3.2.2. Serbesti Yönünden İç Borçlar.....	27
1.3.2.3. Vadeleri Yönünden İç Borçlar.....	28
1.4. İç Borçlanmanın Ekonomik Etkileri.....	30
1.4.1. İç Borçlarının Tüketim Üzerine Etkileri.....	30
1.4.2. İç borçların Enflasyonist ve Deflasyonist Etkileri.....	31
1.4.3. İç Borçlanmanın Gelir Dağılımı Üzerine Etkisi.....	32
1.4.4. İç Borçlanmanın Dışlama Etkisi.....	33
1.4.5. İktisat Teorisinde İç Borçlanmaya Farklı Yaklaşımlar.....	33
1.4.5.1. Kamu Müdahalesine Karşı Görüşler ve İç Borçlanma.....	34
1.4.5.2. Kamu Müdahalesini Savunan Görüşler ve İç Borçlanma.....	38

II. BÖLÜM

İÇ BORÇLARIN YÖNETİMİ VE FARKLI ÜLKE UYGULAMALARINDAN ÖRNEKLER

2.1. İç Borçların Yönetimi Kavramı.....	41
2.1.1. İç Borç Yönetiminin Önemi.....	46
2.1.2. İç Borç Yönetiminin Kapsamı.....	47
2.1.3. İç Borç Yönetiminin Amaçları.....	48
2.2. İç Borç Yönetiminin Kalite Kriterleri.....	52
2.2.1. Kredi Maliyetleri.....	53
2.2.2. Risk Faktörü.....	53
2.2.3. Şeffaflık.....	56
2.2.4. Likidite.....	56
2.2.5. Basitlik.....	57
2.3. İç Borç Yönetiminin Koordinasyonu.....	57
2.4. İç Borç Yönetiminin Kurumsal ve Hukuki Boyutları.....	60
2.5. İç Borçlanma Araçları ve Satış Teknikleri.....	64
2.5.1. İç Borçlanma Araçları.....	64
2.5.2. İç Borçlanmada Satış Teknikleri.....	68

2.5.2.1. İhale yöntemi.....	69
2.5.2.2. TAP Yöntemi.....	70
2.5.2.3. Halka Arz Yöntemi.....	70
2.5.2.4. Doğrudan Satış Yöntemi.....	71
2.6. Borçların Azalması veya Sona Ermesi.....	71
2.6.1. Olağanüstü Borç Yönetimi	72
2.6.1.1. Konversiyon (Borçların Değiştirilmesi).....	73
2.6.1.2. Konsolidasyon (Borçların Tahkimi).....	74
2.7. Seçilmiş Ülke Örneklerinden İç Borç Yönetimi Uygulamaları.....	76
2.7.1. ABD İç Borç Yönetimi.....	77
2.7.2. İtalya İç Borç Yönetimi.....	82
2.7.3. Yunanistan İç Borç Yönetimi.....	84
2.7.4. Japonya İç Borç Yönetimi.....	86
2.7.5. Yeni Zelanda İç Borç Yönetimi.....	89
2.7.6. İsveç İç Borç Yönetimi.....	91
2.7.7. Genel Değerlendirme.....	93

III. BÖLÜM

TÜRKİYE EKONOMİSİNDE İÇ BORÇLARIN GELİŞİMİ, FİİLİ BOYUTLARI VE YÖNETİMİ

3.1. Türkiye’de İç Borçların Gelişimi ve Artış Nedenleri.....	94
3.1.1. 1923-1980 Dönemi.....	94
3.1.2. 1980-1990 Dönemi.....	100
3.1.3. 1990-1999 Dönemi.....	104
3.1.4. 2000-2009 Dönemi.....	111
3.2. Türkiye de İç Borçların Yapısı.....	116
3.2.1. İç Borç Stoku.....	117
3.2.2. İç Borç Servisi	119
3.2.3. Türkiye de İç Borçların Vade Yapısı.....	120
3.2.4. İç Borçların Faiz Yapısı.....	123
3.2.5. İç Borçlanma Araçları.....	124
3.2.6. İç Borç Senetlerinin Alıcılara Göre Dağılım.....	126

3.3. İç Borçların Rasyo Analizi.....	129
3.4. İç Borçların Makroekonomik Etkileri.....	131
3.5. Türkiye de İç Borç Yönetimi.....	132
3.5.1. İç Borç Yönetiminin Hukuki Ve Kurumsal Alt Yapısı.....	132
3.6. Türkiye de İç Borç Yönetimini İyileştirme Çalışmaları.....	138
3.6.1. Piyasa Yapıcılığı Sistemi.....	139
3.6.2. Uygulamaya Konulan Yeni Borçlanma Araçları ve Teknikleri.....	141
3.6.3. Hazine Alacaklarında Etkinliğin Arttırılması.....	142
3.6.4. Risk Yönetiminde Simülasyon Yöntemlerinin Kullanılması.....	142
3.6.5. Borç Yönetimi Bilgi Sistemi Oluşturulması.....	143
3.7. Borç Yönetiminde Avrupa Birliğine Uyum Süreci ile Para ve Maliye Politikası Koordinasyonu.....	143

IV. BÖLÜM

TÜRKİYE EKONOMİSİ ÜZERİNE BİR MODEL DENEMESİ: İÇ BORÇLARIN SÜRDÜRÜLEBİLİRLİĞİ ANALİZİ

4.1. Sürdürülebilirlik Kavramı ve Analiz Yöntemleri.....	150
4.2. Model.....	153
4.3. Yöntem.....	156
4.4. Uygulama.....	162
4.5. Model Analizine İlişkin Sonuçlar.....	166
SONUÇ VE ÖNERİLER.....	168
KAYNAKÇA	181
ÖZGEÇMİŞ.....	196

KISALTMALAR LİSTESİ

- AB:** Avrupa Birliği
- DİBS:** Devlet İç Borçlanma Senedi
- DPT:** Devlet Planlama Teşkilatı
- EKK:** En Küçük Kareler
- GSMH:** Gayri Safi Milli Hasıla
- GSYİH:** Gayri Safi Yurtiçi Hasıla
- KAF:** Hazine Müsteşarlığı Kamu Finansmanı Genel Müdürlüğü
- KKBG:** Kamu Kesimi Borçlanma Gereği
- KİT:** Kamu İktisadi Teşekkülleri
- IMF:** Uluslararası Para Fonu
- OECD:** Ekonomik İş Birliği ve Kalkınma Teşkilatı
- TBB:** Türkiye Bankalar Birliği
- TCMB:** Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası
- TBMM:** Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası
- TMSF:** Tasarruf Mevduatı Sigorta Fonu
- TÜFE:** Tüketici Fiyatları Endeksi
- THH:** Tek Hazine Hesabı
- THCH:** Tek Hazine Cari Hesabı

TABLOLAR LİSTESİ

Tablo1. 1913-1990 Yılları Arasında Seçilmiş Ülke Örneklerinin Kamu Harcamaları (GSYİH’NİN ORANI OLARAK).....	5
Tablo 2. Ülke Gruplarına Göre Kamu Açıkları.....	5
Tablo 3. Seçilmiş Ülke Örnekleri İle Kamu Açıkları.....	6
Tablo 4. Farklı Açık Ölçüm Yöntemlerine Göre Seçilmiş Ülke Örneklerinde Bütçe Açıkları.....	11
Tablo 5. Kanada’nın Geleneksel ve Konjonktürel Bütçe Dengesi.....	13
Tablo 6. Seçilmiş Ülke Örneklerine Göre Kamu Borçlarının GSYİH’ya Oranı.....	77
Tablo 7. ABD Borç Yönetimim Kurumsal Yapısı.....	78
Tablo 8. Japonya İç borçlarının Kurumsal Yapısı	88
Tablo 9. 1933-1942 Yılları Arasında Yapılan İç Borçlanmalar ve Nedenleri.....	95
Tablo10. 1962-1979 Dönemi Kamu Maliyesinin Genel Durumu	100
Tablo11. 1980-1990 Dönemi İç Borçların Genel Görünümü.....	104
Tablo12. KİT’lerin 1990-1999 Dönemi Durumu.....	106
Tablo13. 1995-1999 KİT’lere Aktarılan Kaynakların Bileşimi	107
Tablo14. 1990-2000 Dönemi İç Borçların Genel Görünümü.....	110
Tablo15. 2000 Krizine Ait Bazı Göstergeler.....	112
Tablo16. Bankaların Yeniden Yapılandırma Maliyetleri.....	114
Tablo17. 2000-2009 Dönemi İç Borçlar	116
Tablo18. 1990-2009 Dönemi İç Borç Stoku ve İç Borç Yüğü.....	117
Tablo 19. İç Borç Stoku ile İlgili Bazı Göstergeler.....	118
Tablo 20. İç Borç Faiz Harcamaları/Vergi Gelirleri.....	119
Tablo 21. İç Borç Servisi Ana para ve Faiz Ödemeleri.....	120
Tablo 22. İç borçların Vade Yapısı.....	121
Tablo 23. 1989-2008 İç Borçların Nominal ve Reel Faizleri.....	123
Tablo 24. İç Borçlanma Araçlarının Durumu.....	125
Tablo 25. İç Borçların Alıcılara Göre Dağılımı.....	127
Tablo 26. İç Borçların Alıcı Yapısı.....	128
Tablo 27. Sıcak Para Hareketleri ve İç Borçların Yeri.....	129
Tablo 28. İç Borçlanma İle İlgili Rasyolar.....	130
Tablo 29. Piyasa Yapıcıların Hak ve Hükümlülükleri.....	141

Tablo 30. ADF Birim Kök Testi Sonuçlar	164
Tablo 31. Birinci Farkları Alınmış Seriler için ADF Birim Kök Testi Sonuçları.....	164
Tablo 32. Phillips Peron Birim Kök Testi Sonuçları.....	166
Tablo 33. Birinci Farkları Alınmış Değişkenler İçin Yapılan Philips Birim Kök Testi Sonuçları	166
Tablo 34. Johansen Koentegrasyon Testi Sonuçları	167

ŞEKİLLER LİSTESİ

Şekil 1. Senyoraj Laffer Eğrisi.....	16
Şekil 2. Borç Yönetiminin Kurumsal Çerçevesi.....	61
Şekil 3. Borç Yönetim Ofisinin Organizasyon Yapısı.....	63

GRAFİKLER LİSTESİ

Grafik 1. İtalya da Kamu Borçlanmasında Kısa Vadeli Borçların Değeri.....	83
Grafik 2. Japonya da Kamu Borçlarının Gelişimi (GSYİH %).....	87
Grafik 3. Mahalli İdareler Gelir Gider Farkının GSYİH'ya Oranı.....	106
Grafik 4 Sosyal Güvenlik Kurumu Harcamalarının GSMH'ya Oranı	106
Grafik 5. Konsolide Bütçe Harcamalarının GSMH'ya Oranı	106
Grafik 6. Nakit İç Borçlanmanın Ortalama Vadesindeki Gelişmeler.....	122
Grafik 7. Toplam İç Borç Stokunun Ortalama Vadesindeki Gelişmeleri.....	122
Grafik 8. 2002-2009 İç Borçların Reel Faiz Oranların Gelişimi.....	124
Grafik 9. İç Borçlanma Araçlarının Genel Durumu.....	125
Grafik 10. İç Borçların Alıcılara Göre Dağılımı	127
Grafik 11. Yurt Dışı Yerleşiklerin İç Borç Stoku İçindeki Payı.....	129
Grafik 12. Kamu Harcamaları Trendi	163
Grafik 13. Kamu Gelirleri Trendi	163

GİRİŞ

Modern devlet anlayışı, devletin elde ettiği gelirler ve yaptığı harcamalar yoluyla üretim, dağıtım ve tahsis fonksiyonlarını aktif bir şekilde yerine getirmesini savunmaktadır. Bu durum aynı zamanda devletin ekonomide önemli bir ajan haline gelmesini de ifade etmektedir.

Devletin ekonomide kazandığı aktif nitelik gereği yaptığı harcamalar finansman problemlerini beraberinde getirmektedir. Kamu harcamaları kamunun olağan gelirlerini aşmakta ve kamu açıkları ortaya çıkmaktadır. Buna göre kamu sektörünün vergi, resim, harç vb. olağan gelir kaynakları ile finanse edilemeyen açıkları monetizasyon, iç borçlar veya dış borçlar gibi kaynaklarla finanse edilmeye çalışılmaktadır.

Monetizasyon emisyon hacminin artırılması şeklinde gerçekleşir. İç borçlanma, kamu kesiminin kısa vadeli hazine bonoları ve uzun vadeli tahviller gibi mali araçlarla iç piyasadan borçlanmasıdır. Dış borçlanma ise gerekli kaynakların yabancı ülkelere belli bir faiz karşılığı elde edilmesidir.

Bir çok ülke de Merkez Bankalarına bağımsızlık kazandırmak amacıyla uygulamaya konan yasal düzenlemeler, monetizasyonun kamu finansmanında kullanılmasını engellemektedir. Bu durum iç borçlanma ve dış borçlanmanın kamu finansmanındaki rolünü her geçen gün daha da arttırmaktadır. Dolayısıyla birçok gelişmiş ve gelişmekte olan ülke bakımından devlet borçlanması büyük önem taşımaktadır. Çünkü, kamu açıklarının kazandığı süreklilik olağan üstü bir gelir kaynağı olarak kabul edilen kamu borçlanmasını neredeyse olağan bir gelir kaynağı haline getirmiştir.

İç borçlanma ve yarattığı ekonomik etkilerin yakından izlenmesini gerekli kılan temel neden borçlanmanın iktisadi niteliğidir. Çünkü, iç borçlanma satın alma gücünün ekonominin farklı aktörlerince el değiştirilmesini sağlamaktadır. Özel sektör ve kamu sektörü arasında yaşanan bu değişim, kaynakların dağılımının da değişimi anlamına geldiğinden birçok makro ekonomik büyüklük üzerinde etki yarabilmektedir. Bu bağlamda iç borçların ekonomik etkileri iktisat literatürü içerisinde farklı ekollerce de uzun yıllardır tartışıla gelmiştir.

İç borçlanma ve ekonomik etkileri üzerine yapılan tartışmalar devam etmekle birlikte birçok ülkenin iç borç yükünün çok yüksek değerlere ulaştığı da gözlenmektedir. Bu nedenle iç borçların maliyetlerinin minimize edilerek devletin

borçlanamaması gibi risklerin kontrol edilebilmesi gibi ihtiyaçlar bir borç yönetimi politikası oluşturulmasını da zorunlu kılmaktadır. Bu bağlamda iç borç yönetimi kavramı da devlet iç borçlanma senetlerinin çeşitli makro ekonomik hedefler doğrultusunda miktar ve bileşiminin değiştirilmesidir. Dolayısıyla iç borçların yönetiminin iki temel faktörü olduğu kabul edilmektedir: borçların miktarı ve bileşimi. Borç miktarı büyüdükçe borç yönetimi esnekliğini yitirebilmekte bağımsız bir politika olmaktan çok borçları çevirmeye ve herhangi bir ekonomik dalgalanma da ortaya çıkacak riskleri minimize etmeye yönelmektedir. Borçların bileşimi ise, faiz ve vade yapısı farklı nitelikte olan borçlanma enstrümanlarının kullanılmasını ifade etmektedir.

Borç yönetimi ile ilgili faaliyetlerin başlangıç noktası ise iyi tanımlanmış yasalar ve bu yasalarla birlikte tesis edilmiş sağlam bir kurumsal alt yapının oluşturulmasıdır. Çünkü ancak bu yolla borç yönetiminden sorumlu birimlerin görev ve yetki alanları açıklık kazanır, borçlanmanın üst limitleri belirlenebilir, borç yönetiminden sorumlu farklı birimler arasında politika koordinasyonu sağlanması kolaylaşır. Öte yandan borç yönetiminin sağlam bir hukuki ve kurumsal alt yapıyla birlikte görev ve yetki alanlarının belirlenmesi, kamuya karşı sorumluluklarının somutlaşarak şeffaf ve hesapverilebilir nitelik kazanmasını da sağlamaktadır. Bunun yanında kredi maliyetleri ile risk faktörleri minimize edebilirken likidite sıkıntılarını da bertaraf edebilmelidir. Bu hedeflere ulaşabilmek ve etkin borç yönetimi yürütmek amacıyla bir çok ülkede borç yönetimi ofisleri oluşturulmaya başlanmıştır. Borç yönetimi ofisleri içerisinde oluşturulan birimler bir yandan mali piyasaların mevcut durumunu izlerken diğer yandan maliyeti ve riski en düşük portföy yapısını oluşturmaya çalışmaktadır.

İç borç yönetiminin başarı kazanmasının diğer bir şartı da politika koordinasyonunun sağlanmasıdır. Bu kavramla iç borç yönetiminden sorumlu birimlerin hedef ve uygulamalarının para ve maliye politikası otoritelerinin hedef ve uygulamaları ile çatışmaması gerektiği vurgulanmaktadır. Bazı ülkeler de borç yönetimi özerk birimlerde oluşurken, diğer ülkeler de Hazine (Treasury) bünyesinde faaliyet sürdürebilmektedir. Bu duruma paralel olarak borç yönetimi para ve maliye politikasından bağımsız görülebildiği gibi sadece bir maliye politikası aracı gibi de kullanılabilir. Bu bağlamda ülkelerin karşılaştığı sorunlar kurumsal farklılıklar veya gelişmişlik düzeylerine bağlı olarak değişmektedir..

İç borçlanma ve iç borçların yönetimi Türkiye örneği üzerinde ele alınarak değerlendirildiğin de ise;1923-1980 döneminde iç borçlanma araçlarının kullanımına ender olarak başvurulmakla birlikte, 1980 sonrası iç borçlanma kamu açıklarının

finansmanında sıklıkla başvurulmuş bir kaynak olduğu görülmektedir. Bu yüzden 1980'li yıllara kadar iç borç yönetimi önemli bir gelişme göstermemiştir. Dünya standartlarında profesyonel bir borç yönetim anlayışının yakalanması ise 2002 yılında borç yönetimini yasal çerçevesinin belirlenmesi ve beraberinde Hazine Müsteşarlığı bünyesinde bulunan Kamu Finansmanı Genel Müdürlüğü'nün borç yönetim ofisi olarak düzenlenmesi ile gerçekleşmiştir. Bununla birlikte yüksek iç borç stoku ve iç borç yükü rakamlarına sahip olan ülkemizin ihtiyaçları doğrultusunda borç yönetim politikası ve kullanılan araçlar sürekli revize edilmektedir.

Bu çalışma; iç borçlanmanın kamu finansmanında artan rolü ve öneminden hareket ederek, iç borçların yönetimi kavramı ve Türkiye de yürütülen iç borç yönetimi uygulamalarına odaklanmaktadır. Dört bölüme ayrılan çalışmanın birinci bölümü kamu açıklarının tanımı, finansman kaynakları, iç borçların genel özellikleri ve literatürde bu konu ile ilgili yapılan tartışmaların genel bir çerçevesini ortaya koymaktadır. Böylelikle iç borç kavramı kuramsal yönleri ile irdelenmektedir.

İkinci bölümde iç borç yönetimi kavramı çok yönlü olarak ele alınmakta ve seçilmiş ülkelerin iç borç yönetimi uygulamaları incelenmektedir. İç borç yönetimi konusunda farklı ülkelerin yürüttüğü faaliyetlerin ele alınması ile hem borç yönetimi kavramının hem de bu ülkelere başarı kazandıran faktörlerin neler olduğunun daha somut bir şekilde ortaya konması hedeflenmektedir.

Üçüncü bölüm Türkiye'de iç borçların gelişimi, fiili durumu, iç borç yönetiminin kurumsal ve hukuki boyutları irdelenmeye çalışılacaktır. Bu bölümde yapılan incelemeler iç borçlanmanın Türkiye ekonomisindeki yeri ve iç borç yönetiminin profesyonel nitelik kazanması zorunluluğu bir kez daha göstermektedir.

Dördüncü bölümde ise iç borçların sürdürülebilirliği zaman serisi ekonometrisinde koentegrasyon yönetimi kullanılarak sınanacaktır. Bu yolla mevcut borç yönetimi politikasına yönelik bir değerlendirme yapmak amaçlanmaktadır. Çalışma, sonuç ve öneriler bölümü ile tamamlanacaktır.

I.BÖLÜM

KAMU KESİMİ FİNANSMAN AÇIKLARI VE İÇ BORÇLAR

Kamu Kesimi Finansman Açıklar

Kamu kesimi finansman açıkları, kamu sektörünün gelir ve giderleri arasında giderler lehine fark olmasıdır. Yani kamu sektörünün gelirlerinin giderlerini karşılayamaması durumudur. Kamu sektörü, ekonomik faaliyetlerini genel yönetim kapsamındaki kamu idareleri ve kamu iktisadi kuruluşları aracılığı ile yürütmektedir. Genel yönetim kapsamında merkezi yönetim, sosyal güvenlik kuruluşları ve yerel yönetimler ele alınmaktadır. Merkezi yönetim yasama, yürütme, yargı gibi devletin temel fonksiyonlarını yerine getiren genel bütçeli kurumlarla, kendi gelir kaynakları bulunan özel bütçeli idareleri ve düzenleyici denetleyici kurumları kapsamaktadır. Bunun yanında genel yönetim kapsamındaki kamu idareleri içine yerel yönetimler ve parafiskal kurumlar da girmektedir. Yerel yönetimler; ülkeden ülkeye uygulaması değişmekle birlikte il, ilçe, köy belediyeleri ve özel idarelerini, parafiskal kurumlar ise sosyal güvenlik alanında çalışan kurumları kapsamaktadır. Kamu iktisadi kuruluşları ise kamu yararı veya kar amacı güderek üretim yapmakta ve geniş anlamda kamu sektörünün bir bileşeni olmaktadır.

II. Dünya Savaşı sonrası dönemde hemen hemen tüm ülkelerde kamu sektörünün büyüdüğü görülmüştür. Öyle ki bu artışlar, kamu sektörünün niçin büyüdüğünü sorgulayan bir literatür dahi oluşumuna neden olmuştur. Yapılan çalışmalar, kamu sektöründeki hızlı büyümeyi birçok farklı nedenle açıklamışlardır. Fakat temelde öne çıkan nedenlerin birincisi; savaşlar ile birlikte harcamaların artmasıdır. İkinci neden ise; ondokuzuncu yüzyılın son dönemlerinde Schmoller ve Wagner gibi iktisatçıların, kamu sektörünün kaynakların yeniden dağılımında etkin rol oynaması gerektiğini savunması olarak görülmektedir (Bkz: Tanzi ve Schuknecht, 1997). Tablo 1 farklı ülke örnekleri üzerinde I.Dünya Savaşı öncesi dönemlerden 1990'lara kadar geçen süreçte kamu harcamalarının Gayri Safi Yurtiçi Hasıla'nın (GSYİH) yüzdesi olarak ulaştığı boyutları göstermektedir.

Tablo1.1913-1990 Yılları Arasında Seçilmiş Ülke Örneklerinin Kamu Harcamaları (GSYİH'nin %'si Olarak)

Ülke	I.Dünya Savaşı öncesi	I.Dünya Savaşı sonrası	II.Dünya Savaşı Öncesi	II.Dünya Savaşı Sonrası		
				1960	1980	1990
Örnekleri	1913	1930	1937			
Avusturya	18,3	16,5	19,3	21,2	31,6	34,7
Norveç	5,9	9,3	16	29,9	37,5	53,8
Fransa	12,6	17	27,6	34,6	46,1	49,8
İngiltere	9,4	12,7	26,2	32,2	43	39,9
Japonya	8,8	8,3	14,8	17,5	32	31,7
İsveç	5,7	10,4	16,5	31	60,1	59,1

Kaynak:Tanzi ve Schuknecht, 1997

Kamu sektörünün ekonomide artan rolü harcamaların finansmanı sorununu da ortaya çıkarmaktadır. Devletin kamu finansmanında kullandığı gelirler; vergi gelirleri, vergi dışı normal gelirler, özel gelirler, fonlar yanında borçlanmalardan oluşmaktadır. Vergi gelirleri hem olağan hem de sürekli bir gelir kaynağı olması nedeniyle kamu finansmanında büyük öneme sahiptir. Kamu sektörünün gelirlerinden daha fazla harcama yapması kamu gelir gider dengesini bozarak kamu açıklarının oluşmasına neden olmaktadır Bu durum gelişmekte olan ülkeler kadar gelişmiş olan ülkeler içinde önemli bir sorundur. Tablo 2 bölgesel olarak veya gelir düzeylerine göre gruplandırılmış ülkelerin kamu açıklarını GSYİH'nin yüzdesi olarak göstermektedir. Tablo 3 ise seçilmiş ülke örnekleri için kamu açıklarının ulaştığı boyutu ortaya koymaktadır.

Tablo 2.Ülke Gruplarına Göre Kamu Açıkları (GSYİH'NİN %'Sİ OLARAK)

Ülke Grupları	2000	2005	2006
Doğu Asya ve Pasifik Ülkeleri	...	-1,3	...
Euro Alanı Ülkeleri	-0,1	-2	-1,3
Yüksek Gelirli Ülkeler	...	-1,9	-1,3
Orta Doğu Ve Kuzey Afrika Ülkeleri	-0,2	-1,7	-1

Kaynak: <http://ddp.ex.worldbank.org.Report> (Erişim:01.03.2009)

Tablo3. Seçilmiş Ülke Örneklerinde Kamu Açıkları
(GSYİH’NİN %’Sİ OLARAK)

Ülkeler	2000	2005	2006
Afganistan	..	...	-2
Avusturya	-1,9	-2	-1,6
Çin	...	-1,6	..
Fransa	-1,7	-2,8	-2,3
İtalya	-0,7	-3,5	-3,3
Kolombiya	...	-2,3	-3,9
Sri Lanka	-8,4	-7	-6,9
Almanya	-1,5	-3,2	-0,2
İngiltere	3,5	-3,4	-2,7
Japonya	-7,5	...	....

Kaynak: <http://ddp.ex.worldbank.org.Report> (Erişim:01.03.2009)

Kamu açıklarının ortaya çıkması finansman sorununu da ortaya çıkarmaktadır. Kamu kesimi açıklarının artmasında gelişmiş ve gelişmekte olan ülkeler için ortak bazı sebepler var ise de her iki grup için spesifik nedenler sıralanabilmektedir. Gelişmiş ülkeler de kamu açıklarının ortaya çıkmasına neden olan temel faktörler şu şekildedir (Akalin; 1996’dan Akt. Süngü, 2005: 15-16): sosyal güvenlik harcamalarındaki artışlar, kamu hizmetlerinden faydalananların sayısındaki hızlı artış, kamu hizmetlerinden faydalanmanın doğal ve devlet için zorunlu bir görev algılanması, yapısal işsizliğin ortaya çıkması, verimlilik artışında görülen gerilemelerden kaynaklanan sorunlar.

Gelişmekte olan ülkeler de kamu açıklarının ortaya çıkması birçok nedene bağlanabilir. Siyasi ve ekonomik istikrarsızlığın hem nedeni hem de sonucu olan bu faktörler ise şu şekilde sıralanabilmektedir: İktisadi gelişmişlik düzeyinin yetersizliğine bağlı olarak vergi gelirlerinin düşüklüğü, kamu kesiminin büyüklüğünden kaynaklanan yüksek harcama baskısı, kamu kurumlarının şeffaf olmaması, mali disiplinin sağlanamamış olması, özel tasarrufların düşüklüğü, yüksek enflasyon, dış ödemeler dengesi problemleri, ekonomik şoklara bağlı olarak milli gelir düzeyinin düşük olması, yüksek iç ve dış borç faiz ödemeleri (Bkz. Egeli, 1999; Alesina ve Perotti, 1996).

1.1.1. Kamu Kesimi Finansman Açıklarına Getirilen Farklı Tanımlamalar

Kamu sektörü açıklarını finanse etmek amacıyla vergiler, merkez bankası kaynakları ve kamu borçlanması- iç borçlar ve dış borçlar- yollarından herhangi biri veya bileşimi tercih edilebilmektedir. Fakat kamu açıklarının ulaştığı büyüklük

belirlenirken kamu açıklarının kapsamı, büyüklüğü ve kompozisyonu da doğru saptanmalıdır (Bkz. Albu, 2000; Blejer ve Cheasty 1990, Eisner, 1984). Çünkü kamu açıklarının ulaştığı büyüklük ve finansman ihtiyaçlarının farklılıkları, bu büyüklüklerin tanımlanmasında başlı başına problem haline gelmektedir.

Blejer ve Cheasty (1991)'e göre; ekonomik problemleri doğru teşhis etmek ve uygun maliye politikalarını uygulamak için kamu sektörünün gerçek durumunun saptanması hayati bir öneme sahiptir. Dolayısıyla ülkelerin mali durumunu anlamak için kamu bütçesine birçok değişik açıdan bakmak gerekmektedir. Bütçe analizlerinde ihtiyaç duyulan tanımlamalar, ülkeden ülkeye büyük değişim göstermekte ve tek bir tanımlamalar yapmak mümkün olmamaktadır. Süngü (2005), kamu finansman açıklarının farklı formüle edilmesinin nedenlerini şu şekilde sıralamaktadır;

- Farklı bütçe tiplerinin varlığı (Merkezi yönetim, yerel yönetimler ve sosyal güvenlik kurumları konsolide bütçesi gibi)
- Farklı muhasebe sistemlerinin kullanılıyor olması,
- Enflasyon ve bozucu etkileri,
- Ekonomik krizler, yüksek reel faizler, belirsizlik,
- Doğru politika seçenekleri için farklı formülasyon ihtiyacı,
- İstikrar amaçlı sağlıklı bilgi talebi,
- Şeffaflık talepleri ve hesap verme sorumluluğu.

Jacob, Scheorman ve Heerden (2002)'e göre de kamu sektörünün yaptığı düzenlemelerin başarı veya başarısızlığı bunların nasıl tanımlanıp nasıl ölçüldüğü ile ilgilidir. Kamu mali kesiminin net kaynak kullanımının doğru tespiti bakımından bu konuda yapılabilecek küçük bir hata bile maliye politikası uygulamalarının başarı şansını ortadan kaldırabilmektedir. Bu nedenle iktisadi ve mali politika uygulamalarının başarı derecesini ölçme amacına yönelik ortaya atılan ve halen çeşitli analizlere konu olan değişik açık ölçüleri üzerinde önemle durulması gerekmektedir (Egeli, 2002).

Bu amaçla kullanılan temel ölçüm yöntemleri; geleneksel bütçe açığı, birincil açık, operasyonel açık, nakit ve tahakkuk açığı; özel amaçlı ölçüm yöntemleri ise cari açık ve sermaye açığı ve konjonktürel açık olarak sıralanmaktadır. Bu açık tanımlamaları son dönemlerde geliştirilmiş ve kullanılmaya başlanmıştır. Özellikle gelişmekte olan ülkelerde makroekonomik istikrarsızlıkların nedenlerini araştıran bir çok çalışmada (Bkz Ferotti ve Razin, 1997; Bussiere vd., 2004, Obsfield ve Rogoff,

2005; Dooley vd., 1990) farklı açık tanımlamaları ile birlikte faiz, döviz kuru ve borçlanma ilişkilerinin üzerinde önemle durulduğu görülmektedir.

1.1.1.1. Geleneksel Açık Tanımı

Bütçe açığı geleneksel olarak devlet borcuna ödenen faizlerde dahil olmak üzere toplam kamu gelirlerinden toplam kamu harcamalarının farkıdır. Bu tanımlamaya göre geleneksel açık şu şekilde formüle edilebilir;

$$\text{Bütçe açığı} = \text{Bütçe gelirleri} - \text{Bütçe Harcamaları}$$

Geleneksel açık tanımında faiz ödemeleri de bütçe harcamaları içinde yer almaktadır. Bu nedenle enflasyonist ortamlarda nominal faiz oranlarının yükselmesi bütçe harcamalarını dolayısıyla bütçe açığını olumsuz yönde etkileyecektir. Başka bir ifadeyle, bütçe gelir gider dengesindeki gelişmeler faiz ödemelerini de içerdiği için geçmiş yıllarda oluşan bütçe açıklarının etkisi cari yıla taşınmaktadır (Kalyoncu, 2005;17). Blejer ve Cheasty (1990)'a göre geleneksel açığın doğru ölçülmesinin önündeki diğer engeller ülkeler arasında standart bir muhasebe sisteminin olmaması, bütçe açığının temel belirleyicisi olan gelir ve gider kalemlerinin farklılığı, kaynakların kullanımı sırasında nakit veya tahakkuk esasının uygulanmasında zaman faktörünün önem kazanmasıdır. Şen vd. (2007)'e göre; geleneksel açığın ölçülmesindeki problemler merkezi hükümet dışındaki kamu kurum ve kuruluşlarını da kapsamından kaynaklanmaktadır. Bu kurum ve kuruluşların açık veya fazla vermesine göre bütçe rakamları olduğundan fazla veya eksik görünebilmektedir.

Dolayısı ile herhangi bir uyarı ile yayımlanmadıkça geleneksel olarak tanımlanmış bütçe açığı mali durum ve uygulanacak politikalar konusunda yanıltıcı olacaktır (Abadian vd., 1998'den Akt. Jacobs vd., 2002). Bu problemlerin ortadan kaldırılabilmesi ve ülkeler arasında daha doğru karşılaştırmalar yapma gereksiniminin giderilmesi standart ölçüm tekniklerinin geliştirilmesi ihtiyacını doğurmuştur. Eğilmez ve Kumcu (2002)'ya göre de; kamu kesimi ve bu kesimi oluşturan parçalar ülkeden ülkeye ve uygulanan siyasal modele göre önemli farklılar göstermekte dolayısıyla genel bir hesaplama yöntemi vermek zorlaşmaktadır. 1980'li yıllarda geliştirilen Kamu Kesimi Borçlanma Gereği (KKBG) kavramı bu problemleri kısmen ortadan kaldırmaktadır. Kamu kesimi borçlanma gereği; kamu kesimi toplam açığının

GSYİH'ya oranı olarak tanımlanmaktadır. Şen vd. (2007)'e göre KKBG, en geniş kapsamlı bütçe açığı ölçüm yöntemi olup kamu kesimini oluşturan birimlerin tamamının açıkları toplamını ihtiva etmektedir. Buna göre genel yönetim konsolide bütçesi, yerel yönetimler konsolide bütçesi ve sosyal güvenlik konsolide bütçesinin açıkları da bu kapsam içine girmektedir.

1.1.1.2. Birincil Açık (Faiz Dışı Kamu Açığı)

Bütçe açıklarının cari yıldaki etkisini doğru olarak ölçmek ve değerlendirmek için kullanılan diğer temel ölçütler ise birincil açık ve operasyonel açıktır.

Geleneksel açık tanımının önemli zaaflarından birinin faiz harcamalarından da bütçe içinde yer alması nedeniyle enflasyonist ortamlarda nominal faiz oranlarının yükselmesinin bütçe harcamalarını, dolayısıyla bütçe açığını olumsuz etkilemesi olduğu vurgulanmıştır. Bu durum aynı zaman da, geçmiş yıllar da oluşan bütçe açıklarının etkisini cari yıla taşımaktadır.

Bu sorunu çözümlenebilmek için faiz harcamalarının bütçe dışında bırakılması gerekmektedir. Çünkü faizler geçmişte alınan borcun ödenmesi gereken kısımlarıdır ve ödenmeleri zaruridir. Oysa bir devletin bütçesi toplamayı planladığı gelirler ile yapmayı planladığı harcamalar ve bunlar arasındaki dengeden oluşmaktadır. Faiz bu harcama kararları içinde dışsal olarak kabul edilir ve etkilenemeyen bir büyüklük olduğu için bu değişken olmadan bütçenin büyüklüğü belirlenmek istenir. Bu yolla devlet hangi harcamaları yapıp yapmayacağına veya ek kaynak gereksinimine ihtiyaç duyup duymayacağına karar verir (Emil ve Yılmaz, 2005, 9-10). Bu amaçla geliştirilen alternatif yaklaşım ise bütçe açıklarından faiz ödemelerinin düşülmesiyle bulunan ilksel açık, faiz dışı açık, faiz öncesi açık, temel açık olarak da adlandırılan birincil açık kavramıdır. Birincil açık tanımı kullanılarak kamu sektörünün net borçluluğunun cari dönemdeki faaliyetlerinden ne kadar etkilendiği de ortaya konabilmektedir (Blejer ve Cheasty, 1990). Birincil açık kavramı en basit haliyle şöyle formüle edilmektedir;

$$\text{Birincil Açık} = (\text{Bütçe gelirleri} - \text{Bütçe Harcamaları}) - (\text{Faiz Ödemesi})$$

Yukarıda bahsedilen olumlu yanlarına karşın, birincil açık tanımı da bazı problemlere sahiptir. Faiz ödemelerinin enflasyon nedeniyle aşınan kısmını dikkate almaması, birincil açık ölçüm yöntemine karşı yöneltilebilecek en önemli eleştiridir.

Şen vd. (2007)'e göre, birincil açık ölçüm yönteminin diğer zafiyetleri şunlardır: birincil açık finansman bazında hesaplandığından bu yöntemin güvenilirliği büyük ölçüde kamu gelir ve harcamalarının kaydedildiği muhasebe sisteminin etkinliğine bağlı olmaktadır. Öte yandan hemen hemen her ülkede işsizlik yardımları gibi hak kazanımları ile maaş ve ücretler gibi devletin donmuş giderleri önceden tespit edildiğinden bu açık yöntemi uygulamakta olan politikaların etkisini tam olarak ortaya koymamaktadır. Kamu faaliyetlerinin şeffaflık kazanmadığı ülkeler de kamunun yarı mali faaliyetleri nedeniyle bütçe dışı işlemleri çok fazla ise mevcut rakamlarına dayanılarak yapılan birincil açık ölçümü gerçeği yansıtmayacaktır

1.1.1.2. İşlevsel (Operasyonel) Bütçe Açığı

İşlevsel bütçe açığı; enflasyonun etkilerinden arındırılmış kamu açığıdır (Bulut, 2000; 222). Enflasyonun yüksek boyutta seyrettiği ülkelerde alacaklılara ödenen faizlerin bir bölümünün enflasyon nedeniyle giderek eriyen toplam borç tutarının tazminine yöneldiği, yani borcun reel değerinin korunmasına sağladığı kabul edilmektedir. Enflasyon karşısında nominal faiz oranlarında enflasyon oranı kadar meydana gelen artış, enflasyonun anapara üzerinde meydana getirdiği aşınmayı ortadan kaldırmaktadır. Ancak nominal faiz oranları enflasyon karşısında daha fazla artış gösteriyorsa ellerinde borç senetleri bulunanlara doğru bir kaynak transferi gerçekleşmiş olmaktadır (Egeli, 2002). İşlevsel açık şu şekilde formüle edilmektedir:

$$\text{İşlevsel Açık} = \text{Birincil Açık} + \text{Reel Faiz ödemeleri}$$

Görüldüğü üzere işlevsel açığın tam olarak belirlenmesinde enflasyon kilit noktasıdır. Beklenen enflasyon ile gerçekleşen enflasyon arasında fark olması, yani ekonomide sürpriz enflasyonla karşılaşılması durumunda işlevsel açığın hesaplanması zordur. Hesaplama gerçekleşen enflasyon beklenen enflasyon oranının altında olabileceğinden bütçe açıkları gerçek seviyesinin altında gözükecektir. Bu tür bir yanılsama meydana vermemek için işlevsel açığın hesaplanmasında gerçekleşen enflasyon oranı yerine beklenen enflasyon oranını dikkate almak en ideal yoldur (Fischer ve Easterly 1990'dan Akt. Şen vd., 2007;14). Şu ana kadar yapılan geleneksel, birincil ve işlevsel açık tanımlarına bağlı olarak kamu açıklarının aldığı farklı değerler aşağıdaki ülke örneklerinden de açıkça görülmektedir. Sekiz ülkeye ait olan bu veriler, bütçe

açığının farklı açık tanımlamalarına göre değişik rakamlar alabildiği, özellikle enflasyonu göz önüne alındığında ortaya çıkan farklılığın ne kadar büyük olabileceğini göstermeleri bakımından da önemlidir. Brezilya örneği 27,4 olan bütçe açığı rakamının enflasyondan arındırıldıktan sonra 4,1 değerini almasıyla durumu somutlaştırmaktadır.

Tablo 4.Farklı Açık Ölçüm Yöntemlerine Göre Seçilmiş Ülke Örneklerde Bütçe Açıkları

	Geleneksel	İşlevsel	Birincil
Ülke	Açık	Açık	Açık
Arjantin	-4,1	-4,1	-1,7
Brezilya	-27,9	-4,3	-0,6
Şili	-1,9	-1,2	2,8
Gana	-2,7	-0,4	-1,2
İsrail	-5,4	-1,6	10
Kenya	-5,4	-0,8	-0,5
Meksika	-9,5	-1	3,3
İspanya	-6,7	..	-4,6

Kaynak: Blejer ve Cheasty, 1990

1.1.1.4. Nakit ve Tahakkuk Açığı

Nakit açığı; bir yıllık süre içerisinde yapılan nakit harcamalarla yine aynı dönem içerisinde elde edilen nakit gelirler arasındaki farktan kaynaklanır. Tahakkuk açığı ise mali yıl içinde kamu kesiminin, devletin politik kararları sonucunda ortaya çıkan işlemlerinin gerçekleşip gerçekleşmediğini dikkate almadan gerçek kaynakları tespit etmeye çalışır (Blejer ve Cheasty, 1990). Kamu birimlerinde ödeme ve harcama konularında tahakkuk ve nakit esaslı söz konusu olmaktadır. Tahakkuk esasına göre denk olan bir bütçe nakit esasına göre açık olabilir (Önder vd, 1995; 15). Nakit açığı ve tahakkuk açığı şu şekilde formüle edilmektedir

$$\text{Nakit Açığı} = \text{Konsolide Bütçe Açığı} - \text{Bütçe Emanetleri} + \text{Avanslar}$$

$$\text{Tahakkuk Açığı} = \text{Konsolide Bütçe Açığı} - \text{Bütçe Emanetleri} + \text{Avanslar} + \text{Kamu Kesimi Taahhütleri} + \text{Sabit Sermaye Amortismanı} + \text{Nakdi Ödemelerin Gecikmeler}$$

1.1.1.5. Cari Açık Sermaye Açığı Ayrımı

Cari açık, kamu sektörü tasarruflarının etkilerini izole etmek için kullanılmaktadır. Yani kamu gelir ve harcamalarından yatırım harcamaları ve sermaye gelirleri (varlık satışları gibi) çıkarılarak hesaplanan bir açık ölçüm yöntemidir. Böylelikle devletin sermaye dışı gelirleri hesaplanmaya çalışılır (bkz. Blejer ve

Cheasty, 1990, 1991). Net değer bütçe açığı olarak da bilinen cari açığın, devletin ekonomideki toplam tasarruflara ve büyümeye katkısını ölçtüğü ileri sürülmektedir. Buna göre, kamunun kaynakları harekete geçirerek büyümeye katkıda bulunabilmesi, toplam yatırımlar üzerindeki etkisiyle ölçülmektedir (Egeli, 2002). Cari açık şu şekilde formüle edilmektedir:

$$\begin{aligned} \text{Cari Açık} &= (\text{Geleneksel Bütçe Açığı} - (\text{Yatırım harcamaları} + \text{Sermaye Gelirleri})) \\ &= \text{Geleneksel Bütçe Açığı} - \text{Sermaye Açığı} \end{aligned}$$

Cari açık ilk başta basit bir kavram gibi görünse de hesaplanmasının birçok zorluğu vardır. Birincisi, ölçüm öncelikli olarak devletin ulusal gelir hesaplamasındaki diğer parçalarıyla kıyaslama yapılması imkânını getirmektedir veya kamu sektörünün büyüklüğünü özel sektörünki gibi hesaplama imkanı getirmektedir. İkincisi, yatırım kavramı daha dar kapsamlı olacaktır. Örneğin, beşeri sermayeye yapılan yatırımlar cari harcama olsa da büyümeye etkisi uzun dönemlidir (Chelliah, 1979; 749; Goode, 1989; 240' dan Akt. Blejer ve Cheasty, 1991)

1.1.1.6. Konjonktürel Açık

Ajan ve Aron (2007)'a göre; mali durumun net olarak ortaya konulabilmesi ve maliye politikalarının yarattığı etkinin belirlenebilmesi için gelir ve giderleri etkileyen konjonktürel etkilerin düzeltilmesi gerekmektedir. Bu amaçla konjonktürel açık tanımı geliştirilmiştir. Leeuw ve Holloway (1985), konjonktürel açık belirlenirken izlenecek olan basamaklar:

- 1-Kısa dönem dalgalanmalarından bağımsız referans bir GSYİH trendi belirlenir.
- 2-Her türlü kamu gelir ve harcamalarının yarattığı kısa dönemli ekonomik dalgalanmaların etkisi belirlenir.
- 3-Bu dalgalanmaların trend GSYİH ve cari GSYİH arasında yarattığı boşluk belirlenir.
- 4-Bir önceki basamakta elde edilen sonuç cari dönemin gelir ve giderlerine yansıtılır.

Tablo 5 de Kanada'nın 2007'den başlayarak 2012 yılına ait tahminleri de içeren geleneksel ve konjonktürel bütçe dengesi görülmektedir. Her iki bütçe açığı tanımlamasına bağlı olarak ortaya çıkan rakamsal farklılık

Tablo 5.Kanada'nın Geleneksel ve Konjontürel Bütçe Dengesi (GSYİH'NİN %' Sİ OLARAK)

Yıllar	Bütçe Dengesi	Konjontürel Denge
2007	9,6	0
2008	0,2	-4,5
2009	-13	-16,5
2010	-11,6	16,5
2011	-8,6	-14,4
2012	-7,4	-13,3

Kaynak: Kanada Meclis Bütçe Ofisi Finans Bölümü, 2009

<http://www.pcl.gc.ca/pbo-dpb> (Erişim:02.03.2009)

dikkat çekicidir. Bu durum bütçe açığına alternatif tanımlarla bakmanın gerekliliğini göstermesi açısından da önemlidir.

Kamu sektörünün harcama ve gelirleri içsel olarak belirlenmekle birlikte harcamalar, vergilerin dışında ekonomik ve demografik gelişmelerden de etkilenmektedir. Bu durum bütçenin hazırlanırken ekonomik gelişmelerin yarattığı gereksinimlerin göz ardı edilmemesi gerektiği anlamına gelmektedir (Eisner, 1984). Maliye politikasının etkinliği ve ekonomik istikrarı sağlaması, kamu sektörünün gereksinimlerinin karşılanması yanında özel sektörün finansal ihtiyaçlarının giderilmesi ile diğer ülkelerle sürdürülebilir ticari ilişkilerin kurulmasına sağladığı katkıya da bağlıdır. Fakat uygulamada maliye politikasının istenen hedeflere ulaşmakta başarısız olduğu görülmektedir. Çünkü geleneksel açık ölçütleri yanlış sonuç vermekte ve kamu sektörünün bütçe kısıtını doğru yansıtmamaktadır. Dolayısıyla doğru tanımların kullanılması maliye politikasının etkinliğinin en önemli belirleyicisi olmaktadır (Blejer ve Cheasty, 1990).

Bu yüzden şu ana kadar kamu açıklarının genel bir çerçevesi çizilmiştir. Maliye politikası araçlarını kullanan ekonomi yönetimi, olağan gelir kaynaklarıyla karşılayamadığı kamu kesimi açıklarının farklı finansman yöntemleri ile karşılayarak kamu kesimi dengesini sağlamaya çalışmaktadır. Kullanılan her finansman yönteminin ekonomik değişkenler üzerindeki etkisi de farklı olmaktadır. Bu yüzden bu yöntemlerin ele alınması gerekmektedir.

1.2. Kamu Açıklarının Finansmanında Kullanılan Farklı Yöntemler

Bir ülkede kamu harcamalarının olağan finansman kaynağı, genelde kamu gelirleri özelde de vergi gelirleridir. Özellikle gelişmekte olan ülkelerde kamu gelirleri, kamu harcamalarının finansmanında yetersiz kalmaktadır. Vergilerin ekonomik, mali

ve politik sınırlarına ulaştığı varsayımı altında bütçe açıklarının kapatılmasında vergilere alternatif olabilecek farklı bütçe açığı finansman kaynakları gündeme getirmektedir (Şen vd., 2007, 89). Kamu kesimi açıklarının finansmanında üç temel fon kullanılır. Bunlar merkez bankası kaynakları, iç borçlanma ve dış borçlanmalardır. Oskay (2004)'de özelleştirme gelirleri de kamu açıklarının finansman kaynaklarından biri olarak ifade edilmektedir. Fakat olağan dışı ve düzensiz bir gelir kaynağı olduğu için diğer finansman yöntemleri kadar sıklıkla başvurulabilen bir yöntem olarak görülemeyecektir.

Merkez Bankası kaynakları emisyon hacminin arttırılarak parasal tabanın büyümesi şeklinde gerçekleşir. Ancak, Merkez Bankası kaynakları iç borçlanmadan farklı olarak genellikle faizsiz, çoğunlukla hibe şeklinde, karşılıksız olarak kullanılabilir. Diğer bir finansman aracı olan iç borçlanma, kamu kesiminin tahvil ve bono gibi finansal araçlarla iç piyasadan borçlanmasıdır. Bütçe açıklarını gidermede üçüncü fon ise dış borçlanmalardır. Dış borçlanma, gerekli kaynakların dış alemden belli bir faiz karşılığı elde edilmesidir.

1.2.1. Merkez Bankası Kaynakları

Gerek vergi yönetiminin etkinlikten uzak olması gerekse yüksek vergilerin mükelleflerce ödenemeyecek olması gelişmekte olan ülkelerde kamu açığının finansmanı için Merkez Bankası kaynakları kullanılmasını kaçınılmaz hale getirebilir. Türkiye gibi birçok ülkede kamu finansmanından sorumlu birim olarak Hazine, Merkez Bankasından iki şekilde borçlanmaktadır; doğrudan borçlanma ve dolaylı borçlanma. Doğrudan borçlanma, Hazinesinin Merkez Bankasından doğrudan doğruya nakit borçlanmasıdır. Dolaylı borçlanma ise Hazinesinin borçlanmak amacıyla çıkardığı Hazine kağıtlarının Merkez Bankası tarafından açık piyasa işlemleriyle satın alınması suretiyle gerçekleşmektedir (Özsoylu, 2006; 138).

Merkez Bankasının kamu sektörünü finanse ederken kullandığı birincil araç kısa vadeli avanslardır. Kısa vadeli avanslar, yıl içinde oluşan kamu açıklarını gidermek, gelir ve gider dengesini yeniden sağlamak için kullanılır. Saatçi (2007)'e göre; bu kaynağın faizsiz ve genelde karşılıksız olması bu kaynağı iç borçlardan ayırmaktadır. Hazine bu yolla borçları monetize ederek yani parasallaştırarak senyorej ve enflasyon vergisi geliri elde etmektedir. Monetizasyonun temeli; devletin hükümlerine bağlı olarak para basma yetkisini elinde bulundurmasıdır. Monetizasyon yoluyla elde

edilen gelirlerin kamu finansmanındaki rolünü anlamak için senyoraj ve enflasyon vergisi kavramlarına daha yakından bakmakta fayda vardır.

Belli bir enflasyon oranında halk, milli gelirle orantılı olarak, elinde belirli miktar da para buldurmak isteyecektir. Bu miktar reel olarak belirlenecektir. Büyüyen bir ekonomide halkın muamele güdüsüyle talep edeceği reel para miktarı artacağı için, hükümet enflasyonist bir baskıya yol açmaksızın piyasadaki para arzını arttırabilir. Diğer bir deyişle; para stokundaki artış, reel büyüme sonucu halkın reel para talebinde görülecek artıştan büyük değilse, hükümet enflasyonist baskıya neden olmaksızın para basmak suretiyle gelir elde edebilir. Hükümetin para basma hakkını kullanarak elde ettiği bu gelir senyoraj geliridir (Yalınpala, 1998).

Senyorajdan elde edilen geliri formülle ifade edilirse: para basılarak karşılanan reel harcama miktarı SE olsun. O halde ;

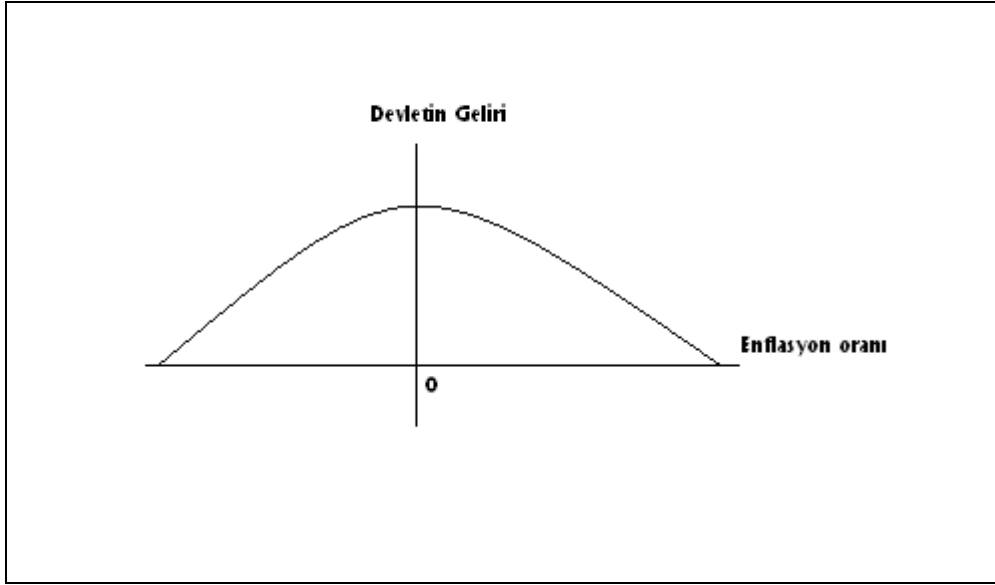
$$SE = [M - M_{-1}] / M \quad (M/P) = \Delta M / P$$

Burada ΔM , para stokundaki artışı, P fiyat düzeyini, SE senyorajı, başka deyişle yeni çıkarılan parayla satın alınabilecek malların reel değerini göstermektedir. ($[M - M_{-1}]$ ifadesi para stokunda bir önceki döneme göre yaşanan değişimi göstermektedir. Senyoraj geliri, $\Delta M / P$ olarak yeniden tanımlanmaktadır.)

Görüldüğü gibi, $\Delta M / P = (\Delta M / M)(M / P)$ şeklinde yeniden yazılabilmektedir. Diğer bir deyişle senyoraj düzeyi yüzde olarak parasal büyümenin ($\Delta M / M$) reel para ankes düzeyi ile çarpılmasına eşittir. Bu nedenle denklem de $M - M_{-1} = \Delta M$ olduğundan, $SE = [\Delta M / M] (M / P)$ olarak yazılabilir (Parasız, 1995;17)

Para basımı oranı cari fiyat düzeyinde, para talebinden yüksek olduğundan halkın elinde aşırı nakit yaratacaktır. Halk elindeki aşırı nakdi denge yeniden oluşuncaya kadar elinden çıkarmaya çalışacaktır. Devletin para basmaktan elde etmeyi beklediği gelir, ekonomide paraya olan talebe, ekonominin reel büyüme oranına ve reel ankeslere olan talebin esnekliğine bağlıdır (Fisher ve Easterly, 1990). Bu faktörlere bağlı olarak hükümet belli bir noktaya kadar (ki bu nokta bir hükümetin monetizasyondan elde edeceği maksimum gelir düzeyini göstermektedir) parasal tabanı arttırmak suretiyle gelir elde edebilecektir. Söz konusu noktanın aşılması durumunda enflasyon artmaya devam ederken monetizasyondan elde edilen gelir düşecektir. Literatürde senyoraj Laffer Eğrisi olarak adlandırılan bu durum belli bir noktaya kadar enflasyon artarken reel para balanslarının da artacağını; ancak söz konusu noktadan sonra enflasyon artarken reel para balanslarının azalacağını ifade etmektedir. Bunun temel nedeni, enflasyon arttığı ölçüde elde para tutmanın alternatif maliyetinin artması ve bunun

farkına varan insanların ellerinde reel para balanslarını azaltma eğilimini girmeleridir (Şen vd., 2007; 93).



Şekil 1. Senyoraj Laffer Eğrisi

Kaynak: Fisher ve Easterly, 1990

Şekil 1, senyoraj Laffer eğrisidir ve devletin elde ettiği gelir ve enflasyon arasındaki ilişkiyi göstermektedir. Bu duruma göre; sürekli bir parasal genişleme senyoraj gelirlerini düşürmektedir. Senyoraj oranı ve vergi tabanı arasında Laffer cinsi bir değiş tokuş söz konusudur. Uzun dönemde sürekli artan enflasyon oranı enflasyon beklentisini de arttırmaktadır. Enflasyon oranı en yüksek düzeye çıktığında vergi tabanında parasal genişlemeden daha büyük bir azalma olacaktır. Dolayısıyla senyoraj gelirleri düşecektir (Sikken ve Haan, 1998).

Kamu açıklarının parasallaşması yoluyla elde edilen bir diğer gelir kaynağı ise enflasyon vergisidir. Enflasyon vergisi, enflasyonun neden olduğu reel para ankeslerinin değerindeki düşmeyi ölçmektedir (Parasız, 1995; 179) ve parasal bir getirisi olmayan veya düşük olan vadesiz mevduatın enflasyonist dönemde hazine veya bankalara kaynak aktarımı anlamına gelmektedir. Devletin bu uygulama nedeniyle elde ettiği gelir reel para talebi ile enflasyon oranının çarpına eşittir (Saatçi, 2007).

Enflasyon vergisi özellikle enflasyonun atalet kazandığı ülkelerde yüksektir. Bundan dolayı da hükümetler tarafından sıkça başvurulan bir yöntemdir. Ancak enflasyon vergisi sınırsız olarak kullanılabilen bir kaynak değildir. Enflasyon vergisinin kısıtı yine enflasyonun kendisidir. Çünkü belli bir enflasyon oranından sonra

reel para arzı o kadar azalır ki enflasyon vergisi buna bağılı olarak düşer (Çolak ve Atan, 2000).

Monetizasyonun bir zorunluluk haline gelmesi, öncelikle ülkelerin kamu mali sisteminin zayıflığının bir sonucu olarak karşımıza çıkmaktadır. Şöyle ki, birçok gelişmekte olan ülkede kayıt dışı ekonominin büyüklüğü, vergi tabanının genişletilememesi, vergi toplama maliyetinin yüksekliği, etkin olmayan vergi idaresi, mevcut kaynaklar üzerindeki vergi oranlarının yüksekliği gibi unsurlar kamu gelirlerinin harcamaları karşılama yetersiz kalmasına neden olmaktadır. Bir taraftan sürekli düşük seviyelerde seyreden kamu gelirleri, diğer taraftan dizginlenemeyen kamu harcamaları, bütçe açıklarının her geçen gün büyümesine ve kronik bir hal almasına neden olmaktadır. Buna bir de gelişmemiş sermaye piyasası ve düşük özel tasarruflar ile yetersiz dış finansman eklenince, bütçe açıklarının kısmen veya tamamen monetizasyonla karşılanması olağan bir hal almaktadır. Tabi burada iç ve dış siyasi ekonomik konjonktür de ki ani ve beklenmedik gelişmelerin rolüne de dikkat çekmek gerekir (Şen vd., 2007;92).

Bunun yanında monetizasyon ile ortaya çıkan enflasyonun ekonomi üzerindeki olumsuz etkileri kabul edilmekle birlikte, bazı durumlarda kamu açıklarının borçlanma ile finansmanın gelecekte daha fazla enflasyonist etki yaratacağı da kabul edilmektedir. Bu düşünce bugünün borçlarının geleceğin vergileri ile ödeneceği fikrinden hareketle ortaya konmuştur. Wallece ve Sargent (1981) tarafından geliştirilen model ile sınırlanarak ortaya konan modele göre "hoş olmayan monetarist aritmetik" olarak nitelendirilen bu durum da; borçlanma ile finanse edilen açıklar ileride devletin faiz ödemeleri de göz önünde bulundurulduğunda daha enflasyonist bir etki yaratmaktadır. Çünkü borçlanmanın geri ödenmesi sırasında faizler de bu akımın içine girdiği için piyasadaki para miktarı artacaktır. Para miktarındaki bu artış fiyatlar genel düzeyini de etkileyecektir. Fakat bugün yapılan borçlanmanın gelecekte monetize edilmesi de olumsuz etki yaratacaktır. Borçlanma ile monetizasyon arasında bir seçim yapılırken büyüme faiz oranları göz önünde bulundurulmalı, büyüme oranı faiz oranından yüksek ise borçlanmaya gidilmelidir. Aksi takdirde Parasız (1995)'in de vurguladığı gibi borç giderek GSYİH'nın daha büyük bir kısmını oluşturacaktır ve faiz ödemeleri daha büyük bir değere sahip olacak, hoş olmayan monetarist aritmetik argumani somutlaşacaktır.

1.2.2. Borçlanma (İç Borçlar ve Dış Borçlar)

Kamu borçlanması devletin, belirlenen bir takvime göre, önceden tayin edilen hakların sahiplerine faiz ve anapara ödemeleri yapmasına ilişkin yasal bir yükümlülüğüdür. Kamu borçlanması hükümetin kişiler, birlikler, kurumlar ve diğer iktisadi birimlerin borçlanmasından doğar. Borçlanma, borç verenlerin fonları hükümete transfer ettikleri ve hükümetin, sırasıyla, borçlanmanın ortaya çıkmasından sonraki dönemler boyunca hükümet gelirleri üzerindeki hakları temsil eden tayin edilmiş araçları borç verenlere transfer ettiği iki taraflı bir tür değişim sürecidir (Buchanan, 1986). Borçlanma gelirleri, gerçek bir kamu geliri değildir, devletin normal gelirleri olan vergilerin öne alınmış, iskonto ettirilmiş şekli olarak kabul edilmektedir. Çünkü, her borcun, vadesi gelinceye kadar faizi ve vadesi geldiğinde de anaparası ile birlikte devlete borç veren kişi veya da kuruluşlara iade edilmesi gerekmektedir. Bu itibarla, borçlanma yoluyla sağlanan gelir, borçlanma işleminin yapıldığı devletin gelecek yıllardaki vergi gelirlerinin öne alınmasından başka bir şey değildir (Karayalçın, 2001'den Akt. Karakoç, 2003).

Yaşa (1977)'e göre, kamu borçları ile özel borçların benzer ve farklı yönleri bulunmaktadır. Kamu borçları bir garantiye dayanması ve olağan kaynaklardan gelir temin edilememesi durumunda başvurulması yönüyle özel borçlara benzerken, borcun ödenmemesi durumunda alacaklının doğrudan borçluya başvuramaması ve gelir sağlamanın yanında (maliye politikası aracı olarak) farklı amaçlarla da kullanılabilmesiyle özel borçlardan ayrılmaktadır. Özgen (1999)'e göre; borçlanmanın farklı işlevleri arasında olağanüstü ve istisnai gelir kaynağı olarak kullanılabilmesi, kamu gelirleri ile kamu borçları arasında uyum sağlama unsuru olabilmesi, devletin etkin işlemeyen piyasa ekonomisine müdahale aracı olması, gelir dağılımı ve adaleti sağlama da sayılabilmektedir.

Kamu açıklarının borçlanma ile finansmanı açıklar geçici ise her zaman mümkündür. Sürekli kamu açıkları söz konusu ise, borçlanma ile finansmanda biraz daha hassas olunmasında fayda vardır (Derdiyok, 2001). Çağdaş devletin gelir kaynakları içinde borçlanma, ulaştığı büyük miktarlarla verginin temel alternatifini oluşturur. Ancak hemen başta belirtmek gerekir ki; borçlanma vergiden farklı olarak geçici bir gelir kaynağı oluşturur. Devlet, vergi olarak aldığı tutarları ilerde mükelleflerine geri vermeyeceği halde borçlanmada alınan paraları faiz anaparasıyla iade yükümlülüğüne girmektedir. Bu nedenle bir süre için gelir gereksinmesinin yeni

borçlanmalarla karşılanması imkanı bulunsa da, uzun dönemde, borçların geri ödenmesinin ancak vergi gelirlerinden sağlanacağını hatırdan çıkarmamak gerekir (Uluatam, 1997, 427-428). Guidotti ve Kumar (1996) özellikle son yıllarda gelişmekte olan ülkelerde iç borçlanmanın endişe verici düzeye geldiğine işaret etmektedir. Bu durumun temel nedenlerini ise borç servisi ödemelerindeki ani yükseliş ve kamu sektörünün dış borç servisi becerisinin azalması olarak ifade edilmektedir.

Borçlar sağlandıkları kaynaklar açısından iç ve dış borçlar olarak ikili bir ayrıma tabi tutulabilir. İç borçlanma da kamu kesiminin ülke sınırları içindeki kişi ve kurumlardan genellikle milli para cinsinden borçlanması söz konusudur. Bu borçlarda hem borçlanılan kişi ve kurumların, uyuşuğu hem de borçlanmada esas alınan para cinsi önemli hususlardır. İç borçların bu özelliklerine karşılık dış borçlarda yabancı ülke kaynaklarının kullanılması söz konusu olmaktadır (Ulusoy, 2001, 53). Akdiş (2003)'e göre; devleti iç borçlanmaya iten sebepler şunlardır:

- Devletin gelir ve giderleri arasında yer ve zaman bakımından uyumsuzluk olması,
- Yeni vergi koymanın veya mevcut vergileri arttırmanın siyasi, ekonomik ve sosyal sebeplerle sınırlandırılması,
- Normal gelir kaynakları ile ödenemeyen iç borçların ödenmesi için yeniden borçlanmaya ihtiyaç duyulması,
- Kamu İktisadi Teşebbüsleri (KİT) ağırlıklı bir yapıya sahip olduğu ekonomilerde bunların açıklarının karşılanabilmesi,
- Beklenmeyen durumların ortaya çıkmasında doğan finansman ihtiyaçlarının karşılanabilmesi, olarak belirtilmektedir.

İç borçlanmaların, dış borçlanmalardan en önemli farkı, ülke ekonomisine olan etkilerinde görülür. İç borçlanma ile devlet bir bakıma ülke içerisinde kaynak transferi yapmaktadır (Tural, 1992;38). Özel sektörden kamu sektörüne yapılan bu kaynak transferinin yaratacağı ekonomik etkiler, ülkenin mali piyasasındaki derinleşmeye ve borçlanmanın kaynağına ve vade yapısı gibi özelliklere bağlı olarak değişebilmektedir.

Önder vd. (1995)'e göre, dış borçlanma da durum daha farklıdır. Dış borçlanma, kamu açıklarını dış tasarruflarla karşılandığından borçlanmanın yapıldığı dönemde ülkeye döviz girdisi sağlamaktadır. Dış kaynakların rasyonel kullanım koşulu, ödenecek faiz oranının ekonominin büyüme oranına eşit ya da ondan düşük olmalısı şeklinde tanımlanmaktadır. Bir başka ifadeyle, dışarıdan borçlanılan kaynaklar yatırıma

yönlendirilip vadesi geldiğinde ödenebilecek gelir sağlanmadıkça, uzun dönem de ekonomik açıdan zarara neden olabilmektedir. Çünkü dış borç alındığı dönemde ülkeye gerçek anlamda kaynak aktarımı yapılmakta, faiziyle birlikte borcun geri ödendiği dönemde ise, dış ekonomik ajanlara, ülke kaynakları üzerinden tasarruf hakkı sağlayan satın alma gücü aktarılmış olmaktadır. Dolayısıyla dış borç işlemleri transfer işlemi olmaktan çok kaynak aktarıcı işlemlerdir .

1.2.2.1. Kamu Borçlanmasında Kullanılan Temel Tanımlar

İç borçlanma ve dış borçlanmanın toplamı bir ülkenin borçlanmasının büyüklüğünü verir. Bir ülkede yapılan borçlanmaların ekonomi üzerinde yarattığı genel etkileri görmek için büyüklüğünün tesbit edilmesi büyük önem arz etmektedir. Bu kavramlar borç stoku, borç yükü, kamu borç stoku, kamu borç yükü, gayri safi borç ve net borçtur.

Burada belirtilmesi gereken en önemli nokta borç stoku ve borç yükü kavramlarının özel ve kamu ayrımı yapmaksızın her iki sektörün toplam borçlarının göstermesidir. Çalışmamız kamu iç borçlarını ele aldığı için özel borçlar ile kamu borçlanmasını tanımlayan büyüklükler arasındaki farkın vurgulanması önemlidir. Günümüz de bu amaçla kullanılan tanımlamalar kamu borç yükü ve kamu borç stokudur.

Bir ülkenin borç stoku denildiği zaman, o ülkenin herhangi bir dönemde ki iç ve dış borçların toplam miktarı anlaşılır. Borç yükü ise, bir ülkenin belirli bir dönemdeki toplam borç stokunun o dönemdeki GSYİH'ya oranı demektir. Genel eğilim iç borçlarda, devletin borçlarını stoka dahil etmek olduğu halde, dış borçlarda ülkenin özel kesim borçları da dahil olmak üzere, bütün dış borçlarını stoka katmak yönündedir. Kamu borç stoku geniş anlamda devletin, yani kamu kesimi borçlanma gereği hesabına dahil edilen bütün kurum ve kuruluşların borçlarını hesaba katan bir göstergedir. Bu stokun GSYİH'ya oranı ise kamu borç yükü denilen kavramı ortaya koymaktadır (Eğilmez ve Kumcu, 2002; 153-154).

Gayri safi borç ve net borç kavramları ise şu anlama gelmektedir: kamu kesimi hesapları genellikle mali yükümlülükleri gayri safi görüntüsü ile verir. Gayri safi görüntüsü, genelde arkada gizli kalmış gelir ya da gideri gizlediğinden, gerçek durumu yansıtmaz. Kamu borçları da genel de kamu hesaplarında görüldüğü büyüklüğünde değildir. Kamu kesimin gerçek yükümlülüğünün ortaya çıkartabilmek için, devletin net

borç hesabını gerekmektedir. Kamu kesiminin net borç tutarı, kamunun toplam yükümlülüklerinden mali varlıkların çıkartılması ile bulunur. Kamu kesiminin toplam yükümlülüğü üç kalemden oluşmaktadır. Bunlar;

- Gayri Safi Kamu Borcu
- Kamu Bankaları Yükümlülüğü
- Merkez Bankası Yükümlülüğü
- Kamu Kesiminin Mali Varlıkları ise şu Kalemlerden Oluşmaktadır:
- Hazine Varlıkları
- Kamu Bankaları Varlıkları
- Merkez Bankası Varlıkları

Kamu kesimi toplam yükümlülüğünden, mali varlıkları çıkartılınca, net kamu borç tutarı bulunmuş olur (Önder vd., 1995; 17).

Kamu kesimi mali varlıkların yanında makine, teçhizat, bina vb. fizik varlıklara da sahiptir. Fiziksel ve mali varlıkların tamamı toplam kamu varlıklarının oluşturur. Toplam kamu varlıklarından toplam kamu yükümlülüklerini çıkardığımız da kamunun mevcut durumuyla ilgili olarak doğru tahlil yapılmasına en çok katkı sağlayan net değer hesabına ulaşmış oluyoruz.

Kamu Finansman Aracı Olarak İç Borçlanma ve Genel Özellikleri

Panizza (2008)'e göre iç borçlar ve dış borçlar konusunda getirilen üç olası kıstas vardır. Birincisi, borcun yapıldığı para birimine odaklanır. İkincisi borç verenlerin vatandaşlığına bakar. Üçüncüsü ise borçlanma senetlerinin ihraç edildiği yere ve borç kontratını düzenleyen yasalara bakar. Birinci tanımlama birçok ülkenin iç borç piyasasına yabancı para ağırlıklı borçlanma senedi ihracından dolayı çok uygun görülmemektedir. İkinci tanımlama ülke kaynaklarının vatandaşlarla yabancılara transfer durumunu ortaya koymakta, uluslar arası düzeyde risk paylaşımını ve borç stokundaki değişimleri ortaya koyabilmektedir. Fakat ikinci tanımlama birçok gelişmekte olan ülkenin kendi bonolarını ellerinde tutanları tanımalarının zor olmasından dolayı çok anlamlı olmayacaktır. Dolayısıyla üçüncü tanımlama daha tutarlı görünmektedir. Çünkü üçüncü tanımlama borç alan ve borç verenler arasındaki ayrımı daha açık ortaya koymaktadır.

İç borçlanma maliye politikasının önemli araçlarından biridir. Genellikle toplam talep politikasının belirlenmesi ve alt yapı yatırımları için iç borçlanmaya gidilmesi önerilmektedir (Özsoylu, 2006:143) Bu işlem, Hazine tarafından çıkarılan devlet iç borçlanma senetlerinin satışı yoluyla yapılır. Kısa vadeli borçlanma hazine bonusu, uzun vadeli borçlanma ise devlet tahvili satışıyla yapılır (Pınar, 2006;40). İç borçlanma harcanabilir gelirin borçlanmaya kadar olan kısmı kadar bireyler, özel teşebbüsler ve kamu kuruluşlarından devlete veya onun yetki verdiği bir kuruluşa transfer edilmektedir. Geri ödemeleri ise vergi gelirleriyle yapıldığından, milli gelirin dağılımında bir değişikliğe yol açmamaktadır (Ulusoy, 2001,56). Yani iç borçlanmanın temel iktisadi niteliği, satın alma gücünün özel ve kamusal kesimler arasında el değiştirmesidir. İç borçlanmada ülkenin kullanabileceği kaynaklara bir ilave bahis konusu değildir. Yalnızca, bu kaynakların kullanımı değişebilmektedir (Uluatam, 1997; 430).

Ulusoy (2001)'a göre iç borçlanmanın en önemli avantajları iç piyasadan borçlanma dış piyasalara oranla daha kolay olmasıdır. Çünkü yurt içi piyasalarda satılan tahvillerin bedeli hemen karşılır ve zaman kayıpları olmaz. Ayrıca devlet yaptığı düzenlemelerle bu borçların vade, ödeme koşulları ve zamanının belirleyicisi pozisyonundadır. Şen vd. (2007) göre; kamunun iç borçlanması enflasyonist baskılar yaratmakla birlikte her hangi bir finansal kriz durumunda kur değişiminden kaynaklanan piyasa riskini de azaltmaktadır. Fakat bu yönteme sık başvurulmasının dejavantajları da mevcuttur. İç borçlanmadaki sürekli bir artış faiz oranlarında yarattığı baskı nedeniyle kredi olanaklarını daraltmaktadır Artan faizlere paralel olarak üretim maliyetleri arttırmakta ve dışlama etkisine neden olabilmektedir. Aynı zamanda artan faizlerle birlikte sabit sermaye yatırımları azalmakta ve istihdam düzeyi de düşmektedir. Fiyat artışlarına da neden olan bu durum ülke ekonomisinin üretim yapısını olumsuz etkilemiş olmaktadır.

1.3.1. İç Borç Artışlarının Tesbiti

Borçlardaki artış iki şekilde tesbit edilebilir. Mutlak artış ve nisbi artış. Mutlak artış borçların ifade oldukları para birimi ile bir dönem zarfında uğradıkları değişimler kastedilmektedir. Nisbi artış ise borç miktarındaki değişmelerin milli gelir, bütçe ve döviz gelirleri gibi bir takım iktisadi akım ve değerlerle karşılaştırmalı olarak ele alınmaktadır (Yaşa, 1977;14).

Mutlak artışları nominal ve reel artışlar olarak ikiye ayırmak mümkündür. Nominal artışlar cari yıl fiyatlarını baz alırken reel artışlar belirli bir yılın baz yıl olarak alınması ve yıllara göre fiyat değişiminin arındırılması ile belirlenmektedir. İç borçların toplamı anlamına gelen iç borç stoku kavramı ve iç borçların ana para ve faizlerinin ödemelerini kapsayan iç borç servisi kavramı mutlak ölçüte bir örnektir.

Öte yandan mutlak ölçütler ülkelere arası kıyaslamalarda doğru sonuçlar vermeyebilmektedir. Çünkü ülkeden ülkeye kamu sektörünü oluşturan kurumlar farklılık arz etmektedir. Dolayısıyla kamunun borç yapısı konusunda bir standart belirlemek imkansızdır Ayrıca kamunun borçlarının ekonomi üzerindeki etkilerinin yönünü ve derecesini belirlemek için bazı akım ve değerlerle kıyaslanması da gerekmektedir (Yaşa,1977;17). Bu yüzden nisbi ölçüm yolları geliştirilmiştir. Bu amaçla kullanılan ölçütler şöyledir (İpek, 1997, 11-12):

a-İç borç stoku\ GSYİH: Bu oran toplam borç stoklarındaki gelişmelerin ve borç dağılımındaki artış ve azalışların izlenmesine imkan sağlar ve değişikliklerin nedenlerinin tahmin edilmesinde faydalı olur.

b-İç borç servisi\ GSYİH:iç borç anapara ve faiz ödemelerinden oluşan iç borç servisinin GSYİH'ya oranı, iç borç servisinin ne kadarının borç ödemelerinde kullanılacağına görülebileceği bir orandır. Oranın önceki yıllara göre düşük çıktığı durumlar GSYİH' da ki büyümenin iç borç servisindeki büyümeden daha yüksek olduğu bu da iç borç yükünün GSYİH'ya oranla azaldığını göstermektedir.

c-İç Borç Faizi\ Bütçe Açığı: Bu oran ile kamu iç borç faiz giderlerinin kamu bütçe açıklarının ne kadarını oluşturduğu görülebilmektedir. Disiplin altına alınmamış kamu iç borçlarının kamuya maliyetlerinin tespiti için önemli bir orandır.

d-İç borç servisi\ Konsolide Bütçe Gelirleri: bu oran ile bütçe gelirlerinin ne kadarlık bir kısmının iç borç ana para ve faiz ödemelerine ayrılacağına görüleceği bir orandır.

e-İç Borç Servisi\ Vergi Gelirleri: Kamunun iç borçlanma yapması, vade geldiğinde ana para ve faiz ödemelerinin vergi gelirleri ile karşılanacağı düşüncesinden kaynaklanır. Bu bakımdan vergi gelirlerinin ne kadarının iç borç servisine gittiğini gösteren bu oran son derece önemlidir.

f-İç Borç Servisi\ Nüfus Sayısı: Yıllık ana para ve faiz ödemelerinin nüfus sayısı ile karşılaştırılması, birey başına borç yükünün göstergesi olması bakımından önemlidir.

Tüm bu ölçütler iç borçların ekonomik etkilerinin belirlenmesi konusunda büyük önem arz etmektedir İç borçların sahip olduğu farklı nitelikler ekonomik değişkenler

üzerindeki etkilerini belirleyen bir diğer önemli faktördür. Bu yüzden iç borçlara farklı sınıflandırmalar getirilmektedir.

1.3.2. İç Borçların Sınıflandırılması

İç borçlanmada sınıflandırmalar; kaynaklara, vade yapılarına, isteğe bağlı olup olmadıklarına göredir. İç borçlar kaynaklarına göre; özel kişi ve kurumlar, sosyal güvenlik kuruluşları ve ekonomik kurumlardan borçlanma, bankalar ve sigorta şirketlerinden borçlanma, merkez bankasından borçlanma: vade yapılarına göre: kısa ve uzun süreli borçlar; isteğe bağlı olmalarına göre: zorunlu ve gönüllü borçlar olarak sıralanmaktadır. Bu sınıflandırmalar şu şekildedir:

1.3.2.1. Kaynakları Yönünden İç Borçlar

İç borçlanma kaynakları özel kişi ve kurumlar, sosyal güvenlik kuruluşları ve ekonomik kurumlardan borçlanma, bankalar ve sigorta şirketlerinden borçlanma, merkez bankasından borçlanma şeklinde sıralanabilir.

1.3.2.1.1. Bireylerden ve Özel Kuruluşlardan Borçlanma

Devletin bireylerin kişisel tasarruflarına başvurarak borçlanmasıdır. Bu tür borçlar daha çok kamu sektörünün uzun vadeli finansman ihtiyaçlarını karşılamak üzere, tahvil ihracı ile gerçekleştirilir.

Erol (1992)'e göre, özel kişi ve kuruluşlardan borçlanmak, tüketimin ertelenmesi anlamına geldiğinden tüketimin ertelenebilmesi için borcun getirisinin yüksek olması gerekir. Çünkü bireyler çekici koşullar olmadığı sürece tüketimlerini kısırak borç verme yoluna gitmezler. Borca yönlendirilecek kaynak genellikle tüketimden arta kalan kısımdır. Ulusoy (2001)'a göre, tasarrufların nasıl değerlendireceği konusunda belirleyici olan yatırım araçların getiri oranları, güvenilirliği, yatırılan paranın ne zaman geri döneceği ve elde ettikleri zaman satın alma gücünü koruyup koruyamayacakları gibi kriterlerdir. Bireylerden yapılan borçlanmanın başarılı olabilmesi için bireylerin rasyonel olması yani tasarruf yaptıklarında ve bunları değerlendirmede nelere dikkat etmesi gerektiğini bilmeleri gerekir.

Oskay (2004)'a göre; devletin bireylerden borç talep etmesinin etkileri atıl durumda kaynak bulunup bulunmamasına göre değişmektedir. Eğer bireyler ellerinde

atıl olarak tuttuğu kaynakları devlete borç veriyorsa, toplam para arzı artmakta ve ekonomi de genişlemektedir. Diğer taraftan kullanılan tasarruflar özel sektörden devlet sektörüne kaydırılması durumunda özel sektör faaliyetlerinin daralması gibi bir durum da ortaya çıkabilir.

1.3.2.1.2. Sosyal Güvenlik Kurumlarından Borçlanma

Devlet sadece bireylerden değil, verimli kamu kurum ve kuruluşlardan da kaynak sağlayabilir. Özellikle yarı zorunlu veya zorunlu şekilde belirli fonları ya da kesintileri toplayan kurum ve kuruluşlar, bu şekilde topladıkları büyük miktarda erişen fonlarını devlete ya da diğer kurum ve kuruluşlara ödünç verebilir (Oskay, 2004;37). Bu kuruluşlar; sosyal güvenlik kurumlarıdır. Özellikle sosyal güvenlik kurumları, bireylere hem düzenli gelir sağlamak hem de çeşitli risklerden korumak için ellerinde çok büyük miktarda fon bulundurlar.

Bu tasarrufların en önemli özelliği de, uzun vadeli borç verilebilir olmalarıdır. Orak (1998), bu kurumların ellerindeki fonlarla devlet tahvili ve hazine bonusu gibi devlet borçlanma senetleri olarak düşük risk ve yüksek getiri elde etmeyi amaçladığını belirtmektedir.. Çünkü devlet borçlanma senetleri, var olan borçlanma belgelerine oranla daha çekici koşullarda piyasaya çıkarılır. Ekonomik etkileri bakımından banka ve merkez bankası borçlanmasına göre daha az enflasyonist etkisi olan güvenilir ve isteğe bağlı yapılan borçlanmalardır.

1.3.2.1.3. Bankalar ve Sigorta Şirketlerinden Borçlanma

Ticari bankalar ve sigorta şirketleri devlet borçlanma senetlerinin en büyük alıcıları konumundadır. Söz konusu kuruluşlar; Tağa (2003)'e göre; ekonomideki en küçük tasarrufa kadar ulaşabilmektedirler. Dolayısıyla ellerinde yüksek miktarda mevduat oluşur. Bu kurumlar sahip oldukları fonlarla daha çok kısa vadeli borç senetleri satın almayı tercih etmektedirler (Ulusoy, 2001: 59).

Bankalar kısa vadeli hazine bonolarını Ağca (2002)'e göre: üç nedenle seçerler; bunlardan birincisi likiditelerinin yüksekliği yani kolay paraya çevrilebilir olmasıdır. Böylece bankalar likidite sıkıntısı ile karşılaşmazlar. İkincisi, bu bonoların vade bitiminden önce ikincil piyasada alım-satımının gerçekleştirilmesinin mümkün olmasıdır. Bankalar para piyasasındaki faiz oranların değişimine göre bono alıp

satabilmektedirler. Üçüncüsü ise; bankalar hükümetler ile iyi ilişkiler kurmaya ve iş birliği yapma çabasından kaynaklanmaktadır.

Borçlanma ile bankalar ve sigorta şirketleri sahip oldukları büyük rezervleri değerlendirme imkânına kavuşurken, devlet de finansman ihtiyacını karşılamaktadır. Sigorta şirketleri de devlet borçlanmasında önemli bir kaynak niteliği taşımakta, sahip oldukları fonları kısa vadeli borçlanma kağıtlarına yatırmaları yanı sıra tahvil ve gelir ortaklığı senetleri aldıkları da görülmektedir (Ulusoy, 2001: 59).

Özellikle ekonominin durgun olduğu ve bankalarda kredi işlemlerinin az olduğu zamanlarda kamu borçlanmasının büyük yararları vardır. Çünkü bankalarda atıl duran ve işletilmeyen fonları, devlet borç olarak ekonomiye aktarmaktadır. Ancak bazen piyasayı kontrol etmek ve ticari kredileri kısmak amacıyla da Devlet bankalara tahvil satmak yollarını arar. Özellikle enflasyonist eğilimler baş gösterince bu yola başvurulur (İnce, 1996: 58).

1.3.2.1.4. Merkez Bankasından Borçlanma

İç borçlanma da devletin en kolay başvurabileceği kaynaklardan birisi de Merkez Bankası kaynaklarıdır. Özellikle gelişmekte olan ülkeler Merkez Bankalarının bağımsız bir mevki ve parasal kurum olarak çalışmaması ve devletin olağan yollarla kaynak teminine zorlanması durumlarında Merkez Bankası kaynaklarından borçlanma yoluna gitmektedir (Oskay, 2004; 39)

Devlet borçlanmalarında Merkez Bankasının ayrı bir rolü vardır. Prensip olarak tahvil satın alma yönünden Merkez Bankasının öteki bankalardan ayrı bir durumu yoktur. Ancak, borçlanma Merkez Bankası hesabına alacak olarak kaydolunur. Devletin bu parayı harcaması için ticari bankalarda mevduat artışına yol açacağından, devletin borçlanarak yaptığı harcamalar da piyasa da satın alma gücü yaratılmış olur. Böylece, Merkez Bankasında yeni yaratılan fonlar öteki bankalarında borç verme gücünü artırır (İnce,1996; 83).

Merkez Bankası kamu borçlanmasına doğrudan veya dolaylı yoldan iştirak edebilmektedir. Söz konusu banka devlet tarafından ihraç edilen tahvil ve bonoları doğrudan alıp portföyüne dahil edebileceği gibi, bunları reeskonta tabi tutup karşılığında avans vermek suretiyle de dolaylı yoldan kamu borçlanmasına iştirak edebilir. Merkez Bankasından yapılan borçlanmanın ekonomi üzerindeki etkisi genellikle genişletici olmaktadır (Oktayer, 2001;30 den Akt.Tağa, 2003; 21).

Ulusoy (2001)'e göre; kısa vadeli borçların finansmanı için kullanılan merkez bankası kaynakları karşılıksız finansman etkisi doğurmakta ve piyasaya ek satın alma gücü aktarılması anlamına gelmektedir. Merkez bankası mevduat kabul eden bir banka olmadığı için devlete borç verdiği fonları emisyonla karşılaması gerekir. Para arzının genişlemesi anlamına gelen bu durum özellikle enflasyonist dönemlerde toplam talep üzerinde artış yönünde yapılan baskılarla enflasyonu da hızlandırır. Dolayısıyla genişleme dönemlerinde Merkez Bankası kaynakları kullanılmamalıdır.

1.3.2.2. Serbesti Yönünden İç Borçlar

Serbesti yönünden borçları gönüllü ve cebri borçlar olarak ikiye ayırırız. Ulusoy (2001)'a göre birey ve kurumların hiçbir zorlamaya dayanmaksızın verdiği borçlar gönüllü borçlardır ve mevcut konjonktürün gerektirdiği iktisat politikalarına paralel olarak devlet borçlanmanın miktarını belirlemekte ve ilan etmektedir. Zorunlu borçlar ise daha çok savaş ve savaş sonrası dönemler gibi ekonomik krizlerin olduğu beklenmeyen durumlarda hem mali ihtiyaçları karşılamak hem de bireyleri tasarrufa özendirmek amacıyla başvuru borçlanmalardır. Zorunlu borçlanmada ihraç edilen borçlanma kağıtlarının kimler tarafından alınacağı, faiz miktarı ve faiz ve anaparanın geri ödeme tarihleri tek taraflı belirlenmektedir. Bu yönü ile vergiye benzetilse de geri ödeme yapıldığı için vergiden ayrılmaktadır.

Ulusoy (2001), zorunlu borçları da kendi arasında tam zorlamaya dayalı, yarı zorlamaya dayalı, manevi zorlamaya dayalı, zorunlu tasarrufa dayalı borçlar olmak üzere dörde ayrılmaktadır. Tam zorlamaya dayalı borçlar vergilere benzemekle birlikte borç anapara ve faizleri geri ödendiği için karşılıklı olması ve kesin gelir kaynağı olmaması yönüyle vergiden ayrılır. Aynı zamanda tam zorlamalı borçlar tüketimi kıstak ve tasarrufu arttırmak amacıyla yapılan kısa vadeli borçlardır. Yarı zorlayışlı borçlar devletin çıkardığı kağıtlara alıcı bulunamaması veya telkin yoluyla başvuru borçlardır. Serbest ve irade beyanına dayanmamaktadır. Manevi zorlamaya dayalı borçlar ise daha çok totaliter rejimlerde olağan üstü durumlarda başvuru bir yoldur. Bireyler borçlanma kağıtlarını kendi istekleriyle almasına rağmen devletçe içinde bulunulan durumdan kurtulmalarının tek yolunun kağıtların alınması olduğuna inandırılarak manevi baskı altında kalırlar. Zorunlu tasarrufa dayalı borçlanma da temel amaç devlete gelir sağlanmasından ziyade bazı ekonomik hedeflere ulaşabilmek için halkın tasarruf düzeyini arttırmaktır. Zorunlu tasarrufa dayalı borçlanma cebre dayalı

bir tasarrufun sonucu olarak halkın belirli bir satın alma gücünün belirli amaçlara ulaşabilmek için düşürülmesidir.

1.3.2.3. Vadeleri Yönünden İç Borçlar

Kamu borçları vade bakımından kısa ve uzun vadeli borçlar olarak iki kısımda incelenmektedir. Bir yıl içerisinde ödenmesi gereken borçlar kısa vadeli, daha uzun vadeli borçlar ise uzun vadeli borçlardır (Özsoylu, 2006;148). Vadelerine göre borçlar bazen kısa, orta ve uzun vadeli borçlar şeklinde de ayrıma tabi tutulabilmektedir. Buna göre; vadesi bir yıla kadar olan borçlar kısa vadeli, 1 ila 5 yıl arasında olanlar orta vadeli, 5 yıldan daha uzun vadeli olanlar ise uzun vadeli borçlar olarak adlandırılmaktadır (Ulusoy, 2001; 41).

Kısa süreli borçlar Devletin gelirleri ile giderleri arasındaki dönemsel uyumsuzlukların giderilmesine ve vergi gelirlerinin beklenmedik bir şekilde azalması gibi hallerde geçici bir süre için devletçe başvurulmuş borçlardır. Bu tip kısa süreli borçlanmalar bir yandan düşük faizli olduğundan Devlet için, öte yandan da kısa süreli olduğundan borç senetlerini alanlar için çok elverişlidir (İnce, 1996:181). Ekonomik dengenin ve istikrarın sağlanması amacıyla başvurulmuş kısa vadeli borçlar bütçenin gelir ve giderlerindeki yıllık değişimlere ve ekonomik hayattaki kısa dönemli dalgalanmalara bağlı olarak sürekli azalış ve yükseliş gösterirler. Bu nedenle, borçlanma literatüründe bu tür borçlara dalgalı borçlar da denilmektedir (Oskay, 2004; 27). Bankalar ve özel firmalar yanında, Merkez bankası, sosyal güvenlik kuruluşları, sigorta kuruluşları ve özel kişilerde borç kaynağı olarak kullanılabilirler.

Borçlanmanın vadesi bir yılı aşarsa orta uzun vadeli borçlanma söz konusu olmaktadır. Hazine, bir yıl veya daha uzun vadeli borçlanmalar devlet tahvili aracılığı ile yapmaktadır. Sermaye piyasasından yapılan uzun vadeli borçlanmada faiz oranları kısa vadeli borçlanmaya göre daha yüksektir. Uzun vadeli borçlanmanın kaynağını yatırım arayışında olan tasarruflar oluşturmaktadır. Bununla birlikte vadesi gelen kısa vadeli borçlanma kağıtları konsolide edilerek uzun vadeli borca dönüştürülmektedir (Sönmez, 2008; 144). Fakat Givazzi ve Pagano (1998)'e göre vade yapısının borçlanmanın ilk yapıldığı dönemdeki gibi kalmasının borçlanmayı gerçekleştiren otoritesinin kredibilitelerini arttırmaktadır. Dolayısıyla ilk vade yapısından sapmalar kredibilitelere kaybına neden olmaktadır.

Uzun vadeli borçlar itfa süresi belirli borçlar ve itfa süresi belirsiz borçlar olmak üzere ikiye ayrılır. İtfaya bağlı borçlar, borçlanmanın yapıldığı tarihte hem anaparanın hem faizin ödenme zamanının belli olduğu borçlardır. Bu borçlarda, devlet borcun faiz ödemelerini yapar, vadesi dolduğundan da anaparayı öder böylece borç kapanmış olur. İtfa süresi belli olmayan borçlarda ise faiz ödemeleri yapılır fakat anaparanın ödenmesi konusunda devlet herhangi bir taahhütte bulunmaz. Borç verenler anapara ödemesi yapılmadığı için daha yüksek faiz ve düzenli gelir elde ederler.

Uzun vadeli borçlara genellikle ekonomide uzun vadeli planlar ve beklentiler ışığında ekonomik fonların kamu kesimi tarafından kullanılması için gidilmektedir. Ekonomideki bütün sektörleri etkileyebilecek şekilde yaşanan derin depresyon dönemlerinde devlet borçlanmanın vadesini uzun vadeye yayabilmektedir. Çünkü bu dönemlerde ekonomide yatırımlara gitmeyen fonların miktarı yüksektir. Bu nedenle devletin borçlanabilme imkanı da artmaktadır. Enflasyon dönemlerinde ise yine devlet borçlanma yoluyla kısa dönemde toplam talep seviyesini düşürücü, uzun dönem de ise toplam arzı artırıcı bir politika izler. Her iki durumda da uzun vadeli borçlanma yapılıyorsa, önemli olan yapılan borçlanmanın kullanım hacmidir. Eğer uzun vadeli borçlanıp yatırımlara yöneliyorsa toplam talep artarken, durgunluk azalır, enflasyonda ise paranın harcanmaması gerekir (Oskay, 2004; 28).

Ferriera (2007), yaptığı ekonometrik analiz ile hane halkının tüketim harcamasını ertelemekten doğan refah kaybınının karşılanması durumunda uzun vadeli borçlanma senetlerini talep ettiğini saptamıştır. Ekonominin güven krizi yaşadığı dönemlerde ise hane halkı bu riski aynı oranda karşılayacak bir risk primi talep edebilmekte ve borçlanma maliyeti artmaktadır. Artan maliyetler zamanla borçlanma vadesinin kısılmasına neden olmaktadır.

1.4. İç Borçlanmanın Ekonomik Etkileri

Bir maliye politikası aracı olarak kamu açıklarının finansmanında kullanılan iç borçlar makro ekonomik değişkenler üzerinde önemli etkilere sahiptir. İç borçlanmanın temel makro değişkenler üzerindeki etkisi şöyledir:

1.4.1. İç Borçlarının Tüketim Üzerine Etkileri

İç borçlar genel tüketim düzeyi üzerinde önemli etkilere sahiptir. Bu etkiler iç borçlanmaların ekonomideki toplam talep düzeyini değiştirebilmesinden kaynaklanmaktadır. Çünkü kamu borçlanması verginin bir alternatifi olarak görülmekte ve bireylerin tasarruf-tüketim kararlarını etkileyebilmektedir. Fakat bu etkiler ekonominin tam istihdam veya eksik istihdam da olmasına göre de değişebilmektedir.

Tam istihdam seviyesindeki bir ekonomide, borçlanma vergiye oranla özel tüketim harcamalarında daha az, özel yatırım harcamalarında ise daha çok azalmaya neden olmaktadır. Çünkü iç borçlanmanın da devlet tahvilleri satın alınmasında kullanılacak fonlar tasarrufa ayrılan kaynaklardır. Faiz hadlerinin arttırılması halinde dahi, toplam bireysel tasarruf hacminde bir artış olmayacaktır, bu durumda özel yatırım harcamalarında kullanılacak meblağlar kamu sektörüne aktarılmaktadır (Türkal,2003, 389).

Ekonomi eksik istihdamda ise iç borçlanmanın tüketim üzerindeki etkisi daha farklı olacaktır. Birinci etki, borçlanmanın yapıldığı dönemler de bireylerin harcanabilir gelirinin atması ve tüketim düzeylerinin yükselmesinden kaynaklanmaktadır. İç borçlanmanın tüketim üzerindeki ikinci etkisi ise borç geri ödemelerinin yapıldığı dönemlerde ortaya çıkmaktadır. İç borç geri ödemeleri tüketim harcamalarına yönelebilmekte ve ekonomideki toplam talep düzeyi yükselbilmektedir. Özellikle toplam talebin düşük olduğu eksik istihdam durumundaki ülkelerde ise vergi harcanabilir geliri düşürdüğü için ekonominin içinde bulunduğu daralma daha da artacaktır. Yani diğer bir deyişle çarpan negatif yönde hareket edecek ve ekonomideki toplam talep düzeyindeki daralma artacaktır. Bu yüzden borçlanma verginin alternatifi olarak daha çok tercih edilebilmektedir.

İç borçlanmanın tüketim üzerindeki etkisi vade yapısından da etkilenmektedir. Vade yapısının uzayıp kısılmasına göre ekonominin likiditesi değişir. Kamu borçlanma senetlerinin vadelerin kısaldığında likiditeleri artmış olmakta böylece toplam tüketim harcamalar da artmakta ve toplam talep genişlemektedir. Vadeler uzadığında ise tam tersi bir mekanizma işlemekte ve ekonomi daralabilmektedir.

1.4.2. İç borçların Enflasyonist ve Deflasyonist Etkileri

Kamu açıkları ve kamu iç borçlarının enflasyon üzerindeki etkisi farklı kanallarla açıklanmıştır. Bu kanallardan biri yüksek borçlanmanın faiz üzerinde yarattığı

baskıdır. Kia (2006)'e göre; yüksek kamu açıkları düşük yatırımlara yol açan yüksek faiz oranlarına neden olmaktadır. Açıkların bu dışlama etkisi düşük sermaye birikimi ve düşük toplam arza ve yüksek fiyatlara neden olmaktadır. Açık ve borçların enflasyon üzerindeki etkisini ortaya koyan ikinci kanal ise açık\borç monetizasyondur. Para otoritesi örneğin bir mali baskınlık durumunda devletin zamanlar arası bütçesinin dengede olmasından emin olacak şekilde hareket etmelidir. Mali baskınlık borçlanmanın geniş tanımlı para arzı M2Y'ye oranı anlamına gelmektedir. Mali baskınlık durumunda kamu borçlarındaki herhangi bir artış senyorejda da artış anlamına gelmektedir. Üçüncü kanal ise açık\borç finansmanın varlık etkisidir. Eğer açıklar ve borçlar bono ihracı ile yapılırsa ve bonoları tutanlar bunların geleceğin vergisi olduğunu düşünmezse (ki bu Ricardiyan olmayan bir bakış anlamına gelmektedir) ülkenin varlığının arttığı varsayılır. Artan refah etkisi mal ve hizmetler için talebi arttırırken fiyat düzeyini de yukarı çeker. Ayrıca devletler borçlanmadan elde ettikleri kaynakları bütçe açıklarını finanse etmek için kullanmakta dolayısıyla harcamalarda bir azalma değil artma söz konusu olmaktadır. Burada ki temel belirleyici ise borçlanmanın kişi veya kurumlardan yapılıp yapılmadığıdır.

Yaşa (1977)'ye göre iç borçların ekonomide deflasyonist etki yaratacağı görüşünün temelinde ise borç adı altında piyasadan para çekilmesi ve likiditenin azalması yatmaktadır. Sonuçta, kamu kesimi borçlarında başlayan deflasyonist etki, bir süre sonra ekonominin tümünü kapsar. Üretim düzeyinin veri olduğu varsayımı ile söz konusu deflasyonist etki talebe iki şekilde yansır.

1-Eski borç senetlerinin değerinin düşmesi, bu senet sahiplerinin gelirlerinde bir azalışa neden olur ve bu nedenle eski borç sahipleri tüketimlerini kısma yoluna giderler. Böylece, borçlanma fiyatlar genel düzeyi üzerinde doğrudan daraltıcı etki yaratmış olur.

2-Yeni kamu borçları, piyasadaki özel borçları da etkiler ve devlete borç verenlerin tüketim harcamalarını kısımlarına yol açar. Bu da devlet borçlanmasının, dolaylı yoldan deflasyonist etki yaratır (Türkal, 2003; 393).

Bu görüşü savunanlara göre; devletin borç miktarını arttırması halkın tüketim ve yatırıma yaptığı harcamaları devlet iç borçlanma senetlerine yöneltmesi ile toplam harcamalar ve toplam talebin azalması anlamına gelmektedir. Piyasa da likiditenin azalması anlamına gelen bu süreç ekonomiyi durgunluğa itmektedir.

1.4.3. İç Borçlanmanın Gelir Dağılımı Üzerine Etkisi

İç borçlanmanın gelir transferi olarak görülmesi gelir dağılımı üzerine etkilerinin de tartışılmasına neden olmuştur. Ulusoy (2001)'a göre borçlanmanın dolaylı ve doğrudan olmak üzere iki etkisi vardır. Dolaylı etki işlem gören kağıtlara olan arz ve talebin değişmesine bağlı olarak ortaya çıkan fiyat farkından kaynaklanır. Doğrudan etkisi ise ana para ve faiz ödemeleri sırasında gelirin transfer edilmesiyle ilgilidir. Bu etki borçlanma kaynağı, borçlanma kağıtlarına uygulanan faiz oranı, vergi oranları, muafiyet ve istisna gibi borç veren kişi ve kurumlara sağlanan ayrıcalıklara göre değişmektedir. Türkal (2003)'a göre, borç ana para ve faiz ödemelerinde alınan vergiler aynı zamanda borçlanma kağıtlarını alan yüksek gelir grubundan alınıyorsa herhangi bir borçtan söz edilemez. Bunun tersi bir durumda ise yani orta ve alt gelir grubu borçlanmanın maliyetine katlanıyorsa bu gruplar aleyhine bir kaynak aktarımı söz konusu demektir ki bu da gelir dağılımının bozulması anlamına gelir.

Dolayısıyla borçlanmanın gelir dağılımını bozmasındaki temel etken vergi sistemidir. Vergi sisteminin devlete borç verenleri ne derece vergilendirdiği asıl önemli faktördür. Bir diğer faktör de tahvil ve bono sahiplerine ödenen faizlerdir. Tahvil ve bono faizleri piyasa faizlerinden ne kadar yüksekse, o derece fazla kaynak transferi yapılıyor demektir. Bu transfer milli gelir bölüşümünü borç senedine sahip olanlar lehine bozacaktır. (Ulusoy, 2001; 286)

İç borçlanmanın gelir dağılımı üzerindeki etkisi ekonomik büyümenin olumsuz etkilenmesi yoluyla da gerçekleşebilmektedir. Bu olumsuz etki iki yönlü olarak ortaya çıkabilmektedir. Birincisi; iç borçlanma bireylerin tasarrufları yerine bankalardan yapılıyorsa faiz oranlarının artmasına neden olur. Faizlerin artması yatırım maliyetlerinin de artması anlamına gelir. İkincisi ise borçlanmadaki artışın borç servisini de arttırmasından kaynaklanmaktadır. Bu nedenden ötürü her yıl GSYİH'nın daha büyük bir yüzdesi borç geri ödemesine aktarılmaktadır. Böylece üretken yatırımlar azalmaktadır.

Türk (1999)'a göre devletin iç borçlanma yoluyla gelir dağılımına etkisi, borcun kaynağı ve kullanımıyla yakından ilişkili olup, devletin borçlanma kaynağı olarak bankaları ve şirketlerin ortaklıklarına yönelmesi bu gelir gruplarına olumlu yansıyacaktır. Çünkü, genellikle bu kişiler yüksek gelirli gruplar olarak kabul edilirse, devletin bu kaynaklardan borçlanması sonucu kişiler arası gelir dağılımı bunların lehine bozulacaktır

1.4.4. İç Borçlanmanın Dışlama Etkisi

Dışlama etkisi, ekonominin temel prensiplerinden olan arz sabitken talebin artması halinde fiyatların yükseleceği prensibinden hareket eder. Bu durum klasik IS-LM analizinde, IS eğrisinin otonom harcamaların artırılması sonucunda sağa kayması, bunun sonucunda yeni dengenin hem daha yüksek milli gelir, hem de daha yüksek faiz hadlerinde oluşması şeklinde formüle edilmektedir. (Heilbroner ve Bernstein 1989:102 ‘den Akt. Bağcı, 2001).

Kamu açıklarının yatırımlar üzerindeki negatif etkisi en çok mali piyasalardan dışlanması biçiminde gerçekleşmektedir. Özel kesimim mali piyasalardan dışlanması iki şekilde olabilir:

1-Bankacılık kesiminin ödünç verilebilir fonlarını özel kesime kredi olarak vermek yerine devlet borçlanma senetlerinin satın alınması

2-Menkul kıymet piyasalarında özel kesimin hisse senedi ve tahvillerin yerini devletin tahvil ve bonolarının alması. Buna göre, belirli bir tasarruf düzeyinde, özel kesimin yatırımlarını finanse etmek için banka kredisi kullanılması ve/veya değerli kağıtlar ihraç etmesi imkanlarını kısıtlamaktadır (Önder vd.,1995; 19).

1.4.5. İktisat Teorisinde İç Borçlanmaya Farklı Yaklaşımlar

İktisat teorisinde iç borçlanmaya farklı yaklaşımlar temelde iki başlık altında toplanabilmektedir: kamu sektörünün istikrar, yeniden dağıtım, kaynak dağılımında etkin görev alması gerektiğini savunan müdahaleci görüşler ile kamunun yalnızca kaynak dağılımı fonksiyonunu olması gerektiğini savunan devlet müdahalesine karşı olan görüşler.

1.4.5.1. Kamu Müdahalesine Karşı Görüşler ve İç Borçlanma

Klasik görüş kamu borçlanması ile hane halkının borçlanması arasında benzerlik kurar. Bu noktadan hareketle borçlanma; sermaye birikimini düşüren, kamu sektörünün savurganlığını arttıran ve faiz yükünü gelecek nesillere aktaran bir finansman yöntemidir. Borçlanma ancak (savaş ve doğal afetler gibi) olağan dışı durumlarda başvurulacak bir kaynaktır. Dolayısı ile denk bütçe esası kabul etmektedir. Bu bakış açısı klasiklerin ekonomik problemleri değerlendirirken kıtlık kavramından hareket etmesine dayanır. Fiyatın serbest piyasa da arz -talep yoluyla belirlenmesi gerektiği

fikrinin de ana unsurudur. Kural olarak her arz kendi talebini yaratır ve ulusal gelir, ulusal üretimi satın alır (Iqbal, 2006). Klasikler de makroekonominin işleyişi de şu şekilde gerçekleşmektedir: tam istihdam koşulları altında elde edilen gelirin tamamı tüketim ve yatırım harcamalarına kullanılmaktadır. Faizin belirleyicisi tasarruflara bağlı olarak fon arz ve talebidir. Yatırımlar faizin bir fonksiyonudur. Bu yüzden kamu harcamalarının finanse edilmesinde borçlanma ve vergileme arasında yapılacak seçim önemlidir.

Kamu harcamalarının finansmanında vergileme karşısında borçlanma tercihinin bir ekonomide gerçek faaliyet düzeyi ile ilişkisi olmadığını ilk olarak savunan 19. yüzyıl İngiliz ekonomisti David Ricardo'dan ismini alan ve Ricardian Denge olarak isimlendirilen bu yaklaşımın temel düşüncesi bir ekonomi de ekonomik birimler tüketim ve tasarruf kararlarını verirken tüm yaşam gelirlerini dikkate aldıklarıdır (Ataç,2002; 203). Bu teorinin temel varsayımları ise şöyledir (Özbilen, 2005),

- Başlangıç dönemindeki kamu harcamaları, her iki finans aracı için aynı olmalıdır.
- Başlangıç döneminde yapılan borçlanma, daha sonraki vergilerle ödenecektir.
- Sermaye piyasasında tam rekabet koşulları geçerli olacaktır.
- Bireyler hem bugünkü hem gelecekteki gelirleri hakkında tam bilgiye sahip olacaktır.
- Bireylerden hem mevcut vergi ödeyenler, hem de potansiyel vergi ödeyenler sonsuz bir planlama ufkuna sahip gibi davranacaktır.
- Mevcut borçlanma nedeniyle bireyler, gelecek dönemde konulacak vergi yükümlülüklerini tam olarak algılayabilecektir.
- Ekonomideki tüm vergiler gelir dağılımını etkilemeyen vergiler olacaktır.

Barro (1988), Ricardo Denklik Kuramını şöyle açıklamaktadır. hane halkının mal talebi vergilerin cari dönemde beklenen değerine bağlıdır. Hanehalkı cari dönemdeki vergilerin değerini cari dönemdeki gelirlerinden çıkararak net varlığını belirlemeye çalışır. Maliye politikası toplam tüketimi ancak vergilerin beklenen değerini değiştirerek etkileyecektir. Bütçe açıklarının vergi artışı ile ikame edilmesi toplam mal talebinde bir değişiklik yaratmayacaktır. Diğer bir deyişle kamu sektörü şu anki harcamalarını cari dönemin tüketicilerinden sağlamakta veya para ödünç alabilmektedir. Buna rağmen ödünç aldıkları parayı vergileri yükselterek ödemek

zorunda kalacaklardır. Yani seçim bugünün vergileri ile sonranın vergileri arasındadır. Ricardo vergi mükelleflerinin şu an daha çok parası olmasına rağmen, gelecekte daha çok vergi ödeyeceklerinin farkında olduklarını ve daha sonraki vergi harcamalarını ödemek için fazladan para tasarruf ettiklerini iddia eder. Böylece, tüketiciler tarafından yapılan tasarruflar kamu sektörü tarafından yapılan harcamaları ikame etmekte ve toplam talep düzeyi değişmemektedir.

Neo Klasikler ise bütçe açıklarının toplam yaşam boyu tüketimi, vergileri bir sonraki nesle kaydırarak etkilediğini savunur. Eğer ekonomik kaynaklar tam istihdamdaysa artan tüketim düşen tasarruf anlamına gelir. Sermaye piyasasını dengeye getirmek için faizler yükselmek zorunda kalır. Bu uzun süreli açıklara dönüşünce özel sektörü dışlar ve sermaye birikiminin düşmesine neden olarak cari ekonomik döneme zarar verir (Berheim, 1989). Görüldüğü üzere Neo Klasik ekolün vurgulanması gereken en önemli özelliği uzun dönemi temel alan analizler yaparak sonuçlar çıkarması ve konuya bir tüketim optimizasyonu problemi olarak yaklaşmalarıdır.

Diamond (1965), yaptığı ampirik analizler de kısa dönemli açıkların etkilerinin önemsiz fakat uzun dönemde etkilerinin olumsuz etkiye sahip olduğunu destekleyen sonuçlar bulmuştur. Diamond (1965)'e göre dış borçlanmanın uzun dönemde iki etkisinin olduğunu ortaya koymuştur. Bu yaklaşıma göre faiz ödemelerinin finanse edilmesi için vergilerin arttırılması vergi mükellefi bireyin yaşam boyu tüketimini düşürmektedir. Düşen harcanabilir gelirin tasarrufları ve sermaye stoğunu azaltacağını savunmuştur. İç borçlanmanın bu olumsuz etkiler yanında fiziksel sermaye birikiminde olumsuz etkileyeceğini savunmuştur.. Dolayısıyla diyebiliriz ki neo klasikler kamu açıklarına olumsuz bakışlarına paralel olarak kamu borçlanmasına da olumsuz bakmakta, uygulanan genişlemeci politikaların uzun dönem de bireylerin faydalarını azalttığı yargısına varmaktadır.

Yeni Klasik ekolün kamu borcuna bakışı ise Barro ile özdeşleşmiştir. Barro 1974 yılında yayımlanmış olduğu "Are Government Bonds Net Wealth ?" makalesiyle Ricardo Denklik Kuramını rasyonel beklentiler çerçevesinde yeniden değerlendirmiş ve Yeni Klasik makro İktisada önemli bir katkı sunmuştur. Bu çalışma ile Ricardo Denklik Kuramı, Barro-Ricardo hipotezi olarak anılmaya başlanmıştır. O'Driscoll (1977)'e göre Barro'nun Ricardo'nun görüşlerini yeniden ele almasının iki temel sebebi vardır; birincisi Ricardo'nun mali yanılısama probleminin farkında olması, ikincisi ise gelecekte bu tartışmaya devam edecek nesiller için bir taslak oluşturmaktadır.

Barro (1974) çalışmasındaki temel varsayımları şöyledir: aileler nesiller arası altruistiklikten (başkalarını düşünme) dolayı birbirine zincirleme bağlı mirasçılardır. Sermaye piyasaları tam hareketliliğe sahiptir dolayısıyla herkes aynı faiz oranından borç alıp verebilmektedir ve kamu sektörünün harcama büyüklüğü sabittir. Bu şartlar altında; eğer kamu sektörü açıklarını iç borçlanma kullanarak finanse ederse, aileler çocuklarına bu harcamaları finanse ederken kullanılacak vergileri ikame edecek büyüklükte miras bırakacaktır. Barro (1974) bu yüzden devlet bonolarının net varlık olarak kabul edilmemesinin kamu borcunun yarattığı etkilerin tanımlanmasında hayati öneme sahip olduğunu iddia etmektedir. Tam hareketsiz sermaye piyasaları ve vergilerin iskonto oranının faizlerden daha büyük olup olmayacağı kilit noktadır. Nesiller arası transfer varken net bir refah etkisi ve toplam talep üzerinde bir değişiklik görülmez.. Şimdiki nesil sonlu bir yaşam süresine bağlı olmasına rağmen gelecek nesillere nesiller arası transfer ile bağlıdırlar. Genişlemeci maliye politikasının etkileri de bu varsayıma dayanır. Devlet bonolarının net refah etkisi sifıra yakındır. Yapılan harcamaların sonucunda uygulanan maliye politikası vergi ve borçların göreceli oranlarını etkilemekle birlikte toplam talep, faiz oranı ve sermaye formasyonunda herhangi bir etki yapmamaktadır. Bonoların değerleri ancak gelecekteki vergi yükümlülüğünün indirgenmiş değerini aşarsa net varlık olarak kabul edilebilmektedir. Tam hareketli olmayan sermaye piyasası, bonoların üzerinde devletin monopol olması, geleceğin vergi sorumlulukları konusundaki belirsizlik ise istisnai sonuçlar doğurabilir. .

Barro'nun ortaya koyduğu yaklaşım bir çok iktisatçı tarafından olumlu veya olumsuz yönde eleştirilmiştir. Barro ile benzer sonuçlar bulan çalışmalar şöyledir. Aschaur (1985) ampirik modellerdeki küçük değişmelerin dahi maliye politikasının etkileri konusunda büyük farklılıklar ortaya çıkarabileceğini belirtmiştir. Buna rağmen yaptığı istatistiksel çalışmalarda Ricardo'nun Denklik Teorisini reddedecek ciddi bulgular olmadığı sonucuna varmıştır. Kormendi (1983); Barro modelini özel sektör davranışlarını incelemekte kullanmış ve Barro'nun çıkarsamalarına paralel sonuçlar bulmuştur. Kormendi (1983)'e göre, devlet, kamu harcamalarını cari dönemde vergi yerine kamu borç senedi ihracı ile finanse ederken yalnızca vergi toplamanın zamanını cari dönemden geleceğe aktarmaktadır. Eğer kamu borçları geleceğin vergileri olarak algılanmıyorsa ve tamamen indirgenmiyorsa, özel sektörün tüketiminde artış olurken sermaye birikimi ve büyüme de düşüş olacaktır. Diğer taraftan eğer geleceğin vergileri tam olarak algılanır ve indirgenirse, cari dönemde vergi azalması, gelecekteki borçları ödemek için özel sektör tarafından tasarruf artışıyla karşılanacak ve kamu borçlarının

ekonomi üzerinde herhangi bir reel etkisi olamayacaktır. Bowen-Davis-Kopf (1961) de konuyla ilgili geliştirdikleri alternatif yaklaşımlarında nesiller arası borç yükünün tüketim üzerindeki etkisine bakmış tam istihdam varsayımı altında yatırım ve tüketim üzerinde bir etki olmadıkça yaşam boyu reel gelirin yeniden dağılımı ve nesiller arası tüketim düzey üzerinde bir etkisi olduğunu sonucuna varmışlardır. Bu durumda genç oldukları dönemde tahvil alıp yaşlandıkları dönemde satan birinci kuşağın tüketim düzeyi değişmeyecektir ama onlardan tahvil satın alan ikinci kuşak borç geri ödemeleri için daha yüksek vergi oranları ile karşılaştığından tüketim düzeyleri düşmüş olacaktır.

Barro'nun bulgularına getirilen olumsuz eleştiriler ise şöyledir: ODriscoll (1977), "Ricardo'nun Denksizlik Kuramı" adlı makalesinde Ricardo'nun vergilerle borçlanmanın denk etkiye sahip olmadığını ve tercihin birinciden yana kullanılması gerektiğini savunmaktadır. Feldstein (1976)'a göre, Barro'nun birçok ekonomik değişkeni göz ardı ederek mevcut bulguları elde etmiştir. Barro ne ekonomideki büyümeyi ne de nüfus da ki büyümeyi göz önünde bulundurmamıştır ve tasarrufların büyüyen bir ekonomiyi etkilediğini savunmuştur. Seater (1993)'a göre ise; borçların ekonomideki etkisi nesiller arası fedakarlığın derecesi, bireylerin aile içindeki ilişkilerinde stratejik davranması, doğal likidite kısıtlarının varlığı ve hane halkının fayda maksimizasyonu konusundaki tercihlerinin farklı belirsizlikler içermesi gibi durumlara da bağlıdır. Öte yandan Barro (1974) çalışmasında götürü vergilerin zaman içinde tüketimin şeklini etkilemediği, çocuksuz aileler dikkate alınmadığı, faiz ve büyüme ilişkisi, sınırlı rasyonellik, borçlanmanın yabancılardan yapılması, vergi oranlarındaki değişimler göz ardı edilmektedir. Bu değişkenlerin dikkatli incelenmesi Ricardo'nun denklik kuramının inanırlılığının yitirmesine neden olmaktadır. Yapılan ampirik çalışmalar da bu sonucu desteklemektedir. Berheim (1989)'a göre ise gerçekçi olmayan uç varsayımlara dayanmaktadır. Kim teorik önermeyi bir politika önermesi olarak kullanırsa sonuç felaket olur. Buchanan (1976)' a göre burada iki temel soru vardır; geleceğin vergileri tam olarak indirgenip bugün sahip olacağı değerler belirlenebilir mi ve yapılabilse bile bu gerçekten maliye politikasının hiçbir etkinliğinin olmadığını gösterir mi? Barro koyduğu varsayımlarla analizini tam olarak tamamlayamamıştır, bugünü borçlarının yarımın vergilerinin indirgenmiş değeri saymak için söz konusu olan indirgenme oranının ortaya konması gerekir.

Barro (1976) Feldstein ve Buchanan'a yanıt verdiği makalesinde belirsizliğin tüketicilerin davranışlarının etkilemede önemli bir rol oynadığını fakat her şeye rağmen

bireylerin toplam taleplerini arttıracak kadar sistematik bir hata yapmayacaklarının az çok belli olduğunu yazmıştır.

1.4.5.2. Kamu Müdahalesini Savunan Görüşler ve İç Borçlanma

Günümüz iktisat yazınında müdahaleci olarak kabul edilen sistemlerden dikkat çekici olan ve tartışılan ekol Keynesyen İktisattır. Tomlinson (1984)'e göre Keynes, 1930'lu ve 1950'li yıllar da altın standardının bırakılması, ulusal gelir hesaplarının değişmesi ve kamu harcamalarının artış göstermesi gibi iktisadi düşünceyi derinden etkileyen görüşler ortaya koymuştur. Filho, (1996)'a göre; Keynes'in en önemli eseri İstihdam, Faiz ve Paranın Genel Teorisi'nin basılmasından altmış yıl sonra Keynesyen Teori açıklamaları ve eleştirileriyle hala ekonomide tartışılmaktadır.

Keynesyen iktisadı klasik ekolden ayıran temel noktalar (Berheim, 1989; Dillard, 1944); ekonominin her zaman tam istihdam düzeyinde olmaması, tüketim harcamalarının mutlak gelire değil de harcanabilir gelire bağlı olması, düşük kamu harcamalarının ve denk bütçenin ekonomiyi depresyondan toparlanmaya taşımayacağıdır.

Keynes'in eserinde durgunluktan çıkılması için maliye politikası araçlarının etkin kullanılması gerektiği savunulmaktadır. Genel Teori çerçevesinde oluşturulan Keynesyen maliye ve fonksiyonel maliye anlayışları devlete ve ekonomik hayatı yönlendirme açısından önemli fonksiyonlar yüklemiştir. Ekonomik büyüme ve kalkınmanın sağlanması, ekonomide istikrarın temini, adil gelir dağılımının sağlanması ve devletin asli fonksiyonları olarak tespit edilmiştir. Fonksiyonel maliyeciler devri bütçe adını verdikleri bütçe teorisini esas almışlardır. Fonksiyonel maliyecilerin savundukları bu teoriye göre bütçe yıllık olarak açık verebilmektedir. Önemli olan konjonktürel paralel bir bütçe politikası izlemektedir. Konjonktürün depresyon dönemlerinde açık bütçe uygulaması sakıncalı değil, aksine ekonomik denge için yararlıdır (Aktan, 2002). Enflasyon döneminde talebin sınırlandırılması için bütçe açıklarının kapatılması ve bütçe fazlası yaratılması gerektiği gibi ekonomik durgunluk dönemlerinde yetersiz olan talebin teşviki için bütçe açıklarının devlet bonoları ile kapatılması gerekir (Oskay, 2004: 40). Tilly (2006)'e göre Keynesyen anlamda iç borçlanma yönetilirken arz edilen borçlanma senetleriyle ilgili olarak alıcıların likidite tercihinin belirleyicisi faiz oranları ve vade de göz önünde bulundurulmalıdır.

Keynes'e göre bireyler miyoptur ve likidite kısıtı altındadır. Bu varsayım altında kısa dönem içerisinde yapılan bir vergi düşüşü dahi toplam talep üzerinde büyük ve belirgin bir etki yaratır. Eğer ekonomi eksik istihdam da ise yapılan harcamalar ulusal geliri yükseltecektir. Bu Keynesyen çarpan etkisi olarak tanımlanmaktadır. Böylelikle doğru zamanda uygulanacak açık politikası iyi sonuçlar da doğurabilir (Berheim, 1989).

Bu mekanizma şu şekilde işlemektedir. Devlet borçlandığında bireyler, ileride daha fazla vergi ödeyeceklerini hesaba katmamakta, böylece ellerindeki gelirin tamamını tüketilebilir gelir olarak düşünmektedirler. Diğer bir deyişle, bireyler bu modelde vergi için karşılık ayırmamaktadır. Daha az vergi alınması (borçlanma) sonucunda kişiler, ellerinde kalan ilave gelirin bir kısmını harcamakta (çünkü harcamalar gelirin bir fonksiyonudur ve gelir arttıkça tüketim artmaktadır) bir kısmını da alternatifinin aksine, kamu harcamalarının finansmanı durumunda harcamalar artmakta ve toplam tasarruf azalmaktadır (Oskay, 2004:40).

Yani Keynesyenler tarafından savunulan İç borçlanmanın sonucunda, borçlanmanın yapıldığı dönemde yaşayan nesil üzerinde mal ve hizmet akımı yönünden bir artış, gelecek nesillere ise bir yük aktarılması söz konusu değildir. Sadece dış borçlanma, borçlanmanın yapıldığı dönemde yaşayan neslin yararınadır ve bu yolla gelecek nesiller üzerine yük yansıtılabilir. Burada temel belirleyicisi etken, Keynesyen görüş tarafından iç borçlanmanın ekonominin kendi içinde bir mübadele, dış borçlanmanın ise ekonomiye dışarıdan kaynak aktarımı olarak kabul edilmesidir. İç borçlanma, gelecek nesilleri borcun anapara ve faizinin ödenmesi gibi bir yükümlülük toplumun bütünü üzerinde bir yük olarak kabul edilemez. Çünkü bu ödemeler toplumun içindeki bireyler arasında gelir transferi niteliği taşımaktadır. Borcun anaparası ve faiz için vergi yükümlülüklerinin ödediği miktar toplumun faiz geliri elde eden bireylerin elde ettiği ek miktar ile telafi edilir. Bu transferler farklı yaş grupları ve farklı nesiller arasında olacaktır. Bu yönüyle de iç borçlanma nesiller arası transfer niteliği etkisi olan bir politika niteliği taşıyacaktır. Ancak bu sonuç iç borçlanmanın topluma net kayıp yarattığını doğrulamamaktadır (Modigliani, 1961, 732-733'den Akt.: Ünlükaplan, 2006; 6).

Keynesyen iktisadın toplam talep yönetimine dayalı maliye politikalarında olumsuz yönde eleştirilen nokta ise dışlama etkisi ile ilgilidir. Para arzı sabitken uygulanan genişleyici bir maliye politikası çarpan etkisi ile gelir arttıracak, artan gelirle birlikte para talebi büyürken, oluşan kamu açığının borçlanma ile finanse edilmesini

gerekecektir. Bu durumda kullanılabilir fonlara olan talep artacak, faizler yükselecektir. Bu kısa dönemde yatırımların dışlanmasına neden olmaktadır. Uzun dönemde ise ülkenin sermaye stokunda azalma ve istihdam da düşme görülmektedir. Fakat Eisner (1994) yaptığı ampirik uygulamada bu olumsuz sonuçları destekler nitelikte bulgular elde etmemiştir. 1971-1991 yılları arasında özel tasarruflar ve bütçe açıkları arasında yapılan VAR sınımasında yapılan kamu harcamaların özel tasarrufları azaltmaktan çok arttırdığı sonucuna varmıştır. Eisner (1994)'e göre: kamu ve özel tasarruf toplamından oluşan ulusal tasarrufları etkileyen mevcut ekonomik durum, ekonomik rejim ve gelecek ile beklentiler gibi bir çok faktör vardır. Makroekonomik modeller tam olarak ölçüm yapamasa da yaklaşık sonuçlara varırlar ve kullanılan kısıtlı model de dahi gerçek kamu açıklarının artması ulusal tasarrufları –özellikle özel tasarrufları- azaltmaktan çok arttırmaktır.

II.BÖLÜM

İÇ BORÇLARIN YÖNETİMİ VE FARKLI ÜLKE UYGULAMALARINDAN ÖRNEKLER

2.1. İç Borçların Yönetimi Kavramı

Her ekonomik aktivite gibi borçlanmanın da başlı başına bir yapısı ve bunun yanında bir yönetimi mevcuttur (Kalay, 2006;23). Borç yönetimi, kapsamı bakımından borçlanmadan daha geniş bir kavramdır. Bir başka anlatımla borçlanma, borç yönetiminin küçük bir parçasını oluşturmaktadır. Bu açıklamalar ışığında borç yönetimi borçlanma ile birlikte borç servisini de kapsadığı söylenebilir (Ulusoy, 2001, 245). Rolph (1957)'a göre, devlet borçlarının yönetimi hazine kadar merkez bankası tarafından da yürütülen ve yurt içinde özel kişi ve kuruluşların elinde henüz karşılığı ödenmemiş devlet yükümlülüklerinin çeşit ve miktarını değiştirmek amacıyla yürütülen resmi işlemleri kapsamaktadır.

Daha özelde devlet borçlarının yönetimi, kamu sektörünün fonlama sürecinin tamamen sistematikleştirilmesi anlamına gelmektedir. Borç yönetimini temel amacı; ulusal borçları tamamen makul bir finansal maliyet gerçekleştirmekle birlikte finansal piyasalardaki herhangi bir ekonomik dalgalanmanın bütçede gösterilen maliyetler üzerinde sınırlı bir etki yaratmasını sağlamaktır (Klein, 1994'den Akt.:Deniz, 2005;5). İnce (1996)'ye göre, ülkemizde borç yönetimi kavramı dar kapsamıyla anlaşılmaktadır. Birçok gelişmiş ülkede borç yönetimi para ve maliye politikasından bağımsız üçüncü bir politika olarak görülmektedir. Özellikle AngloAmerikan anlayışında borç yönetimi belirli amaçlara ulaşmak için borcun miktar ve bileşimini etkileyebilmekte, makroekonomik hedeflere ulaşabilmek için örneğin ihtiyacı yokken devlet iç borçlanma senetlerini satabilmekte veya vadesinden önce borcu ödeyebilmektedir. Geçmişte Avrupa ülkelerinde (özellikle Fransa ve İngiltere de) borç yönetimi kavramı borç anlaşmasından borcun vadesi doluncaya kadar geçen süre de yapılan faiz ödemeleri ve antlaşma hükümlerinin yerine getirilmesi anlaşılmaktadır. Günümüzde ise borç yönetimi kavramında Avrupa ülkelerinde de AngloAmerikan anlayışı hakim hale gelmiştir. Yani borç yönetimi borcun miktar ve bileşiminde değişiklik yaparak maliyet ve riski minimize etmek yanında makroekonomik değişkenleri etkilemekte de kullanılan bir politika olarak kullanılmaya başlanmıştır.

Tüm bu yönleri göz önüne alındığında borç yönetimi kavramı kamu sektörünün çeşitli makroekonomik hedeflere ulaşmak için borcun miktar ve bileşiminde değişiklikler yapması olarak tanımlanmaktadır. Bu bağlamda iç borç yönetimi kavramı da devlet iç borçlanma senetlerinin çeşitli makro ekonomik hedefler doğrultusunda miktar ve bileşiminin değiştirilmesidir. Dolayısıyla genelde kamu borçlarının yönetiminin özelde ise iç borçların yönetiminin iki temel faktörü vardır; borçların miktarı ve bileşimi.

Bu çerçevenin birinci koşulu borçların miktarının çok önemli bir belirleyici olarak alınmasıdır. Günümüz ekonomilerinde kamu harcamaları ve vergi gelirleri veri olarak kabul edildiğinde, borçlanma kaçınılmaz bir sonuç olarak ortaya çıkmaktadır. Özellikle ağır borçlu dönemlerde, teorik olarak borç yönetimi kavramı içinde yer alması gereken borçların miktarı üzerinde karar almak, pratik olarak olası görülmemektedir. Bu durumda her yıl kamu açıkları ile giderek büyüyen, kamu borçları veri alınmakta ve bu koşul altında bazı amaçlara yönelik olarak, borçların yapısı üzerinde değişiklik yapılmaya çalışılmaktadır. Diğer bir ifade ile, ağır borçluluk koşulu altında borç yönetimi bir ayağını yitirmekte ve borç bileşimi üzerinde manipilasyona dönüşmektedir (Önder vd.,1995). Borç miktarındaki artışın sonuçları hakkında birbirine zıt iki görüş mevcuttur. Bu görüşten birincisine göre, devlet iç borçların artması ekonomi üzerinde daraltıcı, deflasyonist bir etki yaratmaktadır. İkinci görüşe göre ise, aynı uygulama ekonomi üzerinde genişletici ve dolayısıyla enflasyonist etki yaratmaktadır (Ulusoy, 2001, 245)

Borç yönetimi kavramında diğer önemli bir faktörse borçların bileşimidir. Genel bir deyişle borçların miktarı ile ilgili her değişme borçların bileşiminde bir değişmeye yol açar. Rolph'un dediği gibi bir varsayım olarak, çıkarılan bütün tahvillerin bir an için homojen olduğunu kabul etsek, borçların bileşimi ile ilgili herhangi bir etkinin de söz konusu olmaması gerekir. Ancak gerçekte böyle bir durum düşünülemez. Çünkü girilen borçların süre, faiz, ödeme, sürüm, alacaklılar, tedavül olanakları, vb. gibi konularda çeşitli ayrıcalıkları görülür. Bu ayrıcalıkların önemli etkileri de olabilir. Ancak bunların en önemlilerinin süre olduğunu söyleyebiliriz. Bir yandan borçların değişik sürelerle göre çıkarılması, öte yandan bir kısım borçların zamanla sürelerinin kısalması borçların bileşimlerinde değişmelere yola açar. Kısa süreli borçlanmaların likidite olanağı uzun süreliyelerden farklıdır (İnce, 1996; 299).

Borç yönetiminin ana ilkeleri konusunda da farklı yaklaşımlar mevcuttur. Rolph (1957), borç yönetimin ana ilkesinin verimlilik kuralı olduğunu vurgulamaktadır. Yani

farklı borçlanma kombinasyonları aynı faydayı da sağlasa devlete maliyetleri farklı olmaktadır. Dolayısıyla net borcun büyüklüğü ve bileşimi her çeşit borçlanma enstrümanının faydası marjinal maliyeti ile orantılı olduğu zaman optimal olmaktadır. Ferriere (2007)'de iyi bir borç yönetiminin kaynak tahsisini en iyi şekilde sağlaması gerektiğini vurgulamaktadır. Yani kamu harcamalarının artış ve azalış hızına göre borçlanma araçları seçilerek uygun bir vade yapısı ortaya konmalıdır. Barro (1995) ve Barro (1999) 'e göre ise optimal borç yönetimini vergilerin düzleştirilmesi (tax smoothing) yani makro ekonomik hedefler doğrultusunda vergilerin azaltılıp arttırılması olarak görmektedir. Çünkü kamu sektörünün harcamalarını finanse etmek için borçlanmaya başvurması daha sonraki dönemler de vergi artışına neden olmaktadır. Kamu sektörünün büyümesi sürekli bir hal aldığına gelecekteki vergi artışları da sürekli bir hal alacaktır. Borç yönetimi bütçe finansmanı üzerinde ekonomideki belirsizlikten kaynaklanacak beklenmeyen maliyetleri minimize etmelidir. Meideros vd. (2005) ise borç yönetiminin ana ilkeleri yanında ülkeden ülkeye değişen bir yapıya sahip olması gerektiğini savunmaktadır. Çünkü kamu gelir giderleri yanında enflasyondaki değişim, vergi sistemi, kamu sektörünün olağan harcamaları ve ekonomin karşılaştığı şoklar ülkeden ülkeye değişmektedir.

Thomas, Shaw ve Dominici (2001)'a göre. borç yönetiminin temel hedefleri aynı kalsada amaçlar arasındaki öncelikler farklı olabilir ve bu amaçlar bir biri ile bağdaşmayabilir. Örneğin, bütçe açığı sırasında birincil öncelik devlet borçlanma senetlerini daha çekici kılmaktır. Bu amaca bağlı olarak yeni enstrümanların kullanılmasına da karar verilmesi gerekmektedir. Diğer taraftan bütçe fazlası durumundaki çaba likit ihraçları korumak ve borçlanma maliyetini oluşturmaktadır. Kamunun borcunun düzeyinin azalması piyasaların likiditelerinin ve getiri eğrilerinin korunmasına da bağlıdır. Finansman maliyetlerinin azaltılması ve iç piyasaların desteklenmesi üzerinde önemle durulmalıdır

Başarılı bir borç yönetimini için dikkat edilmesi gereken diğer faktörleri şu şekilde sıralamaktadır (Süngü 2005; 75):

- Organizasyon yapısı ve çalışma biçimi,
- Şeffaflık ve hesap verilebilirlik sorumluluğu,
- Risk yönetimi ve riski minimize etmeye yönelik araçlar,
- Piyasa yapısı,
- Maliye, para ve borç yönetiminin koordinasyonun uyumudur.

Bangura vd (2000) etkin bir borç yönetimi tesis edilirken organizasyon yapısı ve çalışma biçiminin çok büyük önem taşıdığını vurgulamaktadır. Çünkü piyasa verilerinin elde edilmesi, borçların miktar ve bileşimine karar verilmesi, makroekonomik gelişmelerle uyumlu borçlanma stratejisinin geliştirilmesi, geliştirilen stratejilerin kamu gelir ve giderleri ile uyumlu olmasının sağlanması, yeni borçlanma araçlarının geliştirilmesi için kamu borçlanma piyasasının yakından izlenmesini gerektirmektedir. Uzun dönemli finansman maliyetleri minimize edilirken risk seviyesini kabul edilebilir düzeyde tutmak ancak bir çok faktörün etkisini göz önünde bulundurmak ile mümkündür. Etkili bir borç yönetim organizasyonunun yapılandırılırken birincil öncelik ise açık, yasal bir zemine oturtulması olmalıdır. Çünkü ancak kurumsal düzenlemelerin açık olması ile borç yönetimi ülkenin ekonomi politikası yönetimine sıkıca entegre edilmiş olacaktır. Böylelikle borç yönetiminden sorumlu otoritenin görev ve yetki alanı tam olarak belirlenmesi yanında borç yönetiminin fonksiyonları ile farklı birimlerin karar verme sürecini içeren sorumlulukları da açıklığa kavuşacaktır. Örneğin hangi birimin yeni borç kontratlarını yapacağı ve bunların hangi amaçla yapılacağı gibi noktalar netleşmiş olacak, yapılan hukuki düzenlemeler finansal yönetimin her aşamasında farklı birimler arasında bilgi akışının yeterli olmasına da katkı sunacaktır. Bu düzenlemeler diğer iktisat politikası otoriteleri ile koordinasyon ve iş birliğini de en üst düzeye çıkarmaktadır. Koordinasyonun en üst düzeye çıkması ise yanlış politikaların tekrarlanması riskinin en alt düzeyde tutulması anlamına gelmektedir. Bu nedenle en doğru olan bu çalışmaların yasal olarak tesis edilmesidir. Genel olarak uygulama görülen ve en ideal olanı bu düzenlemelerin maliye bakanlıklarınca oluşturulmasıdır.

Diğer önemli unsur ise borç yönetiminin şeffaflık kazanması ve hesap verilebilirliğin sağlanmasıdır. Borç yönetiminin şeffaflık kazanması elde edilen birincil ve ikincil piyasa verilerinin borçlanma araçlarını elinde tutan birimlerce paylaşılmasını gerektirmektedir. Böylece uygulanan politikaların belirsizliği azalarak kredibilitesi artacak, popülist amaçlarla borçlanmaya başvurulması engellenmeye çalışılacaktır. Borçlanmanın kredibilitesinin artması riskten doğan extra maliyetlerin düşmesine neden olacaktır.

Başarılı bir borç yönetiminin taşınması gereken unsurlardan üçüncüsü ise riski minimize etme çabasıdır. Meideros vd. (2005), özel sektör portföyleri için alışlageldik bir kavram olan risk ve maliyet minimizasyonunun kamu borçları söz konusu olduğunda daha karmaşık bir hal aldığını ifade etmektedir. Çünkü kamu sektörünün risk ve

maliyet minimizasyonu yanında dikkat etmesi gereken başka unsurlarda söz konusudur. Kamu sektörü, borç servisinin nakit akımları ve kamu bütçesi üzerindeki etkisini de göz önünde bulundurmak zorundadır. Bunun temel nedeni ise kamu borçlanmasının ulaştığı büyüklük nedeniyle borçlanma piyasasına giriş ve çıkış yapması halinde fiyatlar üzerine önemli etki yaratmasıdır. Ayrıca kamu borçlanmasını yapan otorite uyguladığı strateji ile kendi risk ve maliyet yapısını etkileyebilme gücüne sahiptir Dolayısıyla iyi bir borç yönetimi kullanacağı borçlanma araçları, vade ve miktar bileşiminin mali piyasalar ve makro değişkenler üzerindeki etkisi göz ardı etmemelidir.

Piyasa yapısı başarılı bir borç yönetiminin dikkat etmesi gereken bir diğer unsurdur. Kamu borçlanmasının mali piyasalar üzerinde olumsuz etki yaratmaması ve borçlarını daha kolaylıkla çevirebilmesi daha fazla yatırımcıya ulaşması ile mümkündür. Çünkü ancak yatırımcı tabanın genişletilmesi ile daha fazla tasarrufa ulaşılması ve borçlanmanın daha düşük maliyetle gerçekleştirilmesi mümkün olacaktır. Bu da kamu borçlanmasının birincil piyasaları yanında ikincil piyasalarının gelişmesi ile mümkündür. Ahmad ve Steely (2008), İngiltere üzerinde yaptıkları ampirik analizde yapılan ihalenin borçlanan taraf açısından başarı olasılığının ikincil piyasalarda ihale sırasında ihraç edilen borçlanma senetlerinin miktarına ve aşırı talebe bağlı olarak arttığını görmüşlerdir. Dolayısıyla ikincil piyasaların gelişmesi, mali piyasaların derinleştirilmesi için önemli bir unsurdur.

Başarılı bir borç yönetimi para ve maliye politikası ile de uyumlu olmalıdır. Para politikası fiyat istikrarını hedeflerken maliye politikası kamu gelir ve harcama dengesini gözetmek durumundadır. Her iki politikanın piyasa üzerinde etkisini göstermesi de farklı zamanlar da gerçekleşmektedir. Para politikası araçlarının etkisi piyasaya hemen yansırken maliye politikası için bu söz konusu olmamaktadır. Dolayısıyla uygulanan ekonomi politikalarının hedeflerinin ve kullanılan araçların birbiri ile çelişmemesi ancak politika koordinasyonu ile gerçekleşebilir Aksi bir durumda makro ekonomik değişkenlerin kontrol edilmesi mümkün olamayacaktır. Örneğin enflasyonu düşürmek için sıkı para politikası kullanılırken kamu harcamalarının arttırılarak toplam talebin genişlemesi birbiri ile çelişen durumlar olacaktır. Aynı şekilde toplam talebi azaltma için faizlerin arttırılması ağır borç yüküne sahip bir ülke için yüksek borçlanma maliyeti anlamına gelecektir. Bu şekil de para ve maliye politikası otoritesinin hedeflerini tutturamaması kredibilite problemine de neden olmaktadır. Guidotti ve Kumar (1991) tarafından yapılan yüksek borca sahip ülkeler üzerinde yapılan çalışma da borç yönetimi ve ekonomi politikası koordinasyonun

önemli olduğu sonucuna varmışlardır. Yaptıkları çalışma da nominal borç, ekonomi politikasının kredibilitesi ve enflasyon arasında önemli bir ilişki olduğunu saptamışlardır. Bu bağ özellikle yüksek borcu olan ülkeler de daha da sıkıdır ve mutlaka hesaba katılmalıdır. Dahası borçlanma programları düzenlenirken kamu bütçesi üzerinde farklı faiz oranlarının etkisi göz önünde bulundurulmalıdır. Aksi takdirde borç yönetimi için hem risk hem de maliyet unsurunu kontrol etmek mümkün olmayacaktır.

2.1.1. İç Borç Yönetiminin Önemi

Kamunun iç borçlanmaya başvurması sadece gelir ve gider arasındaki farkı kapatmaya yönelik olmamaktadır. Bu fonksiyonun yanında bir maliye politikası aracı olarak makroekonomik değişkenler üzerinde etki yaratması da beklenmektedir. Örneğin deflasyonist dönemlerde borçlanma harcamalar kanalıyla ekonomide bir toparlanma sağlanabilmekte veya özel kesimin yatırım yapmasını özendirmek amacıyla borçlanmalar azaltılarak faiz üzerinde baskı oluşmasının önüne geçebilmektedir. Öte yandan, devlet iç borçlanma senetleri finansal piyasaların derinleşmesi için de gereklidir. Mylonas vd. (2000), özellikle gelişmiş ülkeler açısından incelediğinde bu durumun önemini ve sağladığı faydaları şöyle sıralamaktadır:

i-Devlet borçlanma senetleri herhangi bir risk taşımamaktadır. Diğer piyasalardaki borçların ve türevlerin ve fiyatlarının belirlenmesinde önemlidir.

ii-Bu özelliğine bağlı olarak, devlet borçları banka sermaye yapısını düzenlemenin bir parçası haline getirilmektedir. Birçok özel sigorta sistemi devlet borçlanma senetlerini almasını zorunlu kılarak düzenleyici olmuştur.

iii-Yine aynı şekilde merkez bankları diğer ülkelerin borçlanma senetlerini alarak yabancı para rezervlerini arttırmaktadırlar.

iv-Getiri eğrilerinin belirlenmesi ve faiz oranları uzun ve orta dönemli kamu borç senetlerine bağlı olmaktadır. Yani devlet iç borçlanma araçları para ve sermaye piyasalarında faiz oranlarını belirleyen temel unsur olmaktadır.Çünkü kamu sektörü hem piyasaya sürdüğü borçlanma araçlarının çeşitliliği hem de toplam borç miktarının büyüklüğü ile etkisi göz ardı edilemeyecek bir piyasa oyuncusudur.

v-Devlet borçlanma senetleri portföy risklerinin düşürülmesinde de önemlidir,

vi-Merkez bankları açık piyasa işlemleri ile piyasaya likidite sağlamak için devlet borçlanma senetlerini kullanmaktadırlar.

Görüldüğü üzere iç borçların iyi yönetilmesi yani ihraç edilen devlet iç borçlanma senetlerinin bileşimi, vade yapısı, faiz oranlarının makro ekonomik hedeflerle uyumlu olması toplam harcama düzeyi üzerindeki etkisi yanında finansal sistemin iyi işlemesi içinde büyük önem arz etmektedir. Çünkü iyi planlanmamış borç servisi neden olduğu enflasyonist ve deflasyonist etkilerle birlikte bireylerin tüketim kararlarını da etkileyebilmektedir. Bunun yanında, özel kesimin yatırım kararları üzerinde olumsuz etki yaratabilmekte, para ve maliye politikası araçlarının etkilerini de ortadan kaldıracıdır.

2.1.2. İç Borç Yönetiminin Kapsamı

Geçmiş yıllarda, kamu borcu üzerine yazılan teoriler borç yönetiminin makro ekonomik istikrara katkı sağlaması üzerine odaklanmıştı. Özellikle borcun kompozisyonu ve yapısının uygulanan para politikasını kısıtlayıp kısıtlamayacağı önemli bir sorun olarak görülmekteydi. Bu tartışmalar varsayımları gerçekle tutarlı olmamakla birlikte borçların nütürlüğü (Barro-Ricardo Hipotezi) bağlamında yürütülmekteydi. Alternatif olarak daha gerçekçi varsayımlar yaptığımızda borç düzeyi ve kompozisyonu ilişkisinin daha dikkatli izlenmesi sonucuna varılmaktadır. Son çalışmalar da borç yönetimini daha geniş kapsamda ele almakta ve maliye politikası, ikincil piyasalar arasındaki ilişkiye de dikkat çekmektedir (Medeiros vd, 2005).

Dolayısıyla iç borç yönetiminin kapsamı yalnızca devletin gelir ve gider dengesizliği sonucun da kamu bütçesini finanse etmekten öteye geçmektedir. Bu bağlam da bugün bir çok gelişmiş ülkede borç yönetimi para ve maliye politikası yanında üçüncü bir ekonomi politikası olarak görülmektedir. Bu durum temel amacı maliyet ve risk minimizasyonu sağlamak olan iç borç yönetimine başka görevler de yüklemektedir. Daha açıkçası iç borç yönetiminin kapsamı devlet iç borçlanma senetleri için optimal miktar ve vade bileşimini sağlamaktan farklı anlam kazanmaktadır. İç borç yönetimi makro değişkenleri de etkileyebilen bir politika unsuru olduğu haline gelmiştir. Örneğin ekonomi de daraltıcı etkiler oluşturmada gelişmiş ve gelişmekte olan ülkeler farklı politika araçları tercih etmektedir. Gelişmiş ülkeler vergiler yoluyla toplam talebi kısıtlarken gelişmekte olan ülkeler borçlanmaya başvurabilmektedir. Fakat vergi veya borçlanmadan hangisi tercih edilirse edilsin fonların harcama yerlerini saptamada çok dikkatli olunması gerekir. Aksi takdirde uygulanan politikalar istedikleri hedefi yaratmayacaktır.

Diğer yandan gözden kaçırılmaması gereken bir diğer nokta bireylerin portföy tercihleri üzerinde yaratılabilecek etkilerdir. Çünkü bireylerin portföylerinde buldukları varlıkların oranları farklı bulunmaktadır. Borçlanma ve faiz ödemeleri ile portföyde bulunan varlıkların getirilerinde farklılıkların oluşturulması, gelirin yeniden dağıtılması anlamına gelecektir. Diğer bir deyişle bireylerin portföylerinde farklı oranlarda kamu menkul kıymetleri buldurması halinde, bunlara ödenen faizlerin yüksek veya düşük olması gelirin kamu eli ile yeniden dağıtılması anlamına gelmektedir. Bu yeniden dağıtım piyasa mekanizması dışında yapıldığından, etkin kaynak tahsisinden uzaklaşmasına neden olmaktadır (Bağcı, 2001:154).

IMF (2007)'e göre de bir çok ülke de borç yönetimi operasyonlarının kapsamı son yıllarda oldukça genişlemiştir. İç ve dış borçlar da birbiriyle koordinelidir. Dahası borç yönetimi, likit finansal varlıklarla ilgili merkezi hükümetin devreden çıktığının açıklandığı, beklenmeyen borçlar gibi olağan üstü durumlar da etkin olabilmektedir. Borç yönetiminin risk ve maliyeti en alt seviyede tutma amacının yanında diğer borç yönetim amaçları ile uyumu da tabii ki çok önemlidir. Bunun yanında, merkezi devlete bağlı kamu iktisadi kuruluşlarının borçlarının garantisinin, borç bileşiminde özel ve kamu sektörünün payını göz önünde bulundurularak sağlanması da aynı derece de önemli olmalıdır.

2.1.3. İç Borç Yönetiminin Amaçları

Genel de borç yönetimi ve özel de iç borç yönetiminin amaçlarının paralel olduğunu da göz önünde bulundurarak iç borç yönetiminin temelde iki amaca hizmet ettiği söylenebilir. Bunlardan ilki bütçe düzeyinde borç yükünün asgari düzeyde tutulmasını öngören mikro amaç diğeri ise ekonomik istikrarın sağlanmasına yönelik makro amaçtır. Bu iki temel amaç yanında borçların gelir dağılımını ve kaynak dağılımı üzerindeki etkilerinin en az olumsuz şekilde oluşturulması amaçlanır. Ancak temel amaçlar bütçe yükünü düşük düzeyde tutmak ve istikrara katkıda bulunmaktadır. Zira borçların miktarı üzerinde oynanması olanaksızlaşınca, borç yönetimi için gelir dağılımı amacı da zayıflamaktadır (Önder vd. 1995). Boethe ve Reit (1992) de Tobin (1963)'den hareket ederek borç yönetiminin amacını borç stokunun maliyetini en düşük düzeyde tutma ve para politikasının birleşimi ile ekonomik istikrara katkı sunma olduğunu söylemektedir. Boethe ve Reit (1992)'e göre her iki amaca ulaşılması gelişmekte olan açık bir ekonomi de mümkün olmayacaktır. Çünkü Tobin borç

yönetiminin amaçlarını kapalı ekonomi varsayımından hareketle kavramsallaştırmıştır. Ekonomik hasıla düzeyi baz alındığında "küçük" olarak nitelenen, sermaye hareketlerine açık bir ekonomide borç yönetiminin bir araç olarak kullanılması son derecede zordur. Tanımsal olarak küçük açık bir ekonomide yurt içi sermaye piyasası yabancı uzantıları ile entegre olmuş durumdadır. Dikkate değer yüksek bir risk olmadığı sürece iç ve dış borçlanmada kullanılan devlet borçlanma senetleri birbirine yakın veya birbirinin ikamesidir. İç ve dış borçlanma senetlerinin yüksek düzeyde ikame edilebilir olması yurtiçindeki borçlanma eğilimi üzerinde çok küçük etkiye sahiptir. Böylece Tobin'in birincil amacı devreden çıkmakta ve maliyet minimizasyonu birincil amaç haline gelmektedir.

Borç yönetiminin borçlanma maliyetini düşürmek yanında farklı amaçları da vardır. Bono piyasalarının sağlıklı gelişimine destek verilmesi bunlardan biridir. Mali politikaların önceliği, derin ve etkin bir finansal yapılanmanın sağlanmasıdır. İyi bir borç yönetimi, piyasalara derinlik ve çeşitlilik kazandırarak bu etkinliği artırmada önemli rol oynar. Bunu başarmak için ise, hem finansal örgütlerin geliştirilmesi, hem de ilgili nüfusun borçlanma araçları hakkında bilgi sahibi yapılması gereklidir (DPT, 2001; 124).

Borç yönetiminin bir diğer amacı kamunun borçlanmasının sürekliliğinin sağlanmasıdır. Kamu ihtiyaç duyduğu fonları temin edebilmek için para ve sermaye piyasasına başvurmaktadır. Bu piyasalara yerli bireysel ve kurumsal yatırımcı yanında yabancı yatırımcılar da iştirak etmektedir. Kamunun borçlanmasının sürekliliğinin sağlanması ve borçları çevirme riski ile karşılaşılmasını için ihraç ettiği devlet iç borçlanma senetlerine yeterli getiriyi vermesi gerekmektedir. Fakat sağlanan getiriden daha önemlisi kamunun finansal piyasalardaki kredibilitesidir.

Kamunun borçlanmasında sürekliliğin kesilmesinin çeşitli negatif yan etkileri mevcuttur. Borçlanma araçları piyasası değişimlere anlık uyum sağlama yeteneğine sahip değildir. Bir takım kurumsal ayarlamalar için yeterli sürenin bulunması gerekmektedir. Örneğin bankaların sadece özel sektöre borç vermek için organizasyona sahip olduğu bir yapıda, kamu sektörünün borçlanmaya karar vermesi durumunda, bankacılık kesiminin fonları özel sektörden kamu sektörüne aktarması belirli bir süreyi alacak ve bu kısa vadede faizlerin önemli miktarda yükselmesine neden olacaktır. Piyasadaki borçlanmanın sürekli olarak sağlanabilmesinde ikincil piyasaların yapısının korunmasının da önemli katkıları bulunmaktadır. İkincil piyasalar için yeterli miktarda menkul kıymetin bulunmasını sürekli olarak sağlamak, bu piyasalarda istikrarı bozucu

uygulamalardan kaçınmak, diğerlerinin yanında ikincil piyasaların işlemesi için gerekli unsurlardır.

Bu çerçevede de, hazinenin menkul kıymet arzında ikincil piyasaların etkin bir şekilde işlemesine yönelik önlemleri alması gerekli bulunmaktadır. Kamu borçlanma araçlarının yeterli miktarda bu piyasa da işlem yapan aracılarda elinde bulunmasını sağlamaya yönelik tedbirlerin alınması, örneğin teklif sahiplerinin ihalede belirli bir oranın üzerinde alım yapmasını engellenmesi bu piyasanın işleyişini olumlu yönde etkileyecektir. Mali kurumları araya sokmadan doğrudan yatırımcılara ulaşılması, etkin bir ikincil piyasa kurulması, kamu menkul kıymetlerinin bu piyasada takas sistemlerinin etkin bir şekilde yapılması maliyetleri minimize eden uygulamalar olarak birçok ülkede kabul edilmiştir. Yatırımcıların ihtiyaçlarının tespit edilerek buna uygun menkul kıymetlerin çıkarılması da maliyetleri minimize edebilir. (Bağcı, 2001; 158-160). İkincil piyasaların sağlıklı işleyebilmesi için dünya standartlarına uygun bir sermaye ve para piyasası mevzuatı, aracı kurumların işleyişinin standartlara uygun ve şeffaf hesap verilebilir olması ve etkin bir devlet denetim ve gözetim mekanizması gerekir (Gülşen, 2008). Bu konuda tam donanımlı çalışma ekiplerinin olmaması da önemli bir risk unsurunu oluşturabilmektedir. İyi bir borç yönetim stratejisinin geliştirilmesi daha geniş finansal seçenekleri ve daha açık bir maliyet risk değiş tokuşunu gerektirmektedir (Anderson, 2005).

Kamu açıklarının, dolayısıyla borçlanma ihtiyacının artarak devam ettiği durumlarda borç yönetiminin iki önemli misyonu ortaya çıkmaktadır. Bunlardan biri, yeni finansal ürünler ortaya çıkarmak suretiyle borçlanma araçlarının çeşitlenmesini sağlamak, diğeri de yeni müşteri potansiyeli yaratmaya çalışmaktır. Farklı özelliklere sahip borçlanma araçlarına sahip olmanın borç yönetimi bakımından iki önemli avantajı vardır. İlk olarak pazar şartlarının çok ani ve önemli değişiklikler göstermesi durumunda farklı borçlanma araçları kullanılması borçlanma işlemini kolaylaştırabilecektir. İkinci olarak ise borçlanma maliyetinin minimize edilmesi ve vade uyumsuzluklarının giderilmesi gibi amaçlar, farklı borçlanma araçları kullanılarak daha kolay gerçekleştirilebilecektir (DPT, 2001;124). Türev ürünlerinin (swap, future, forward, opsiyon sözleşmeleri vb.) devlet iç borçlanma aracı olarak kullanılması bu anlamda önemlidir. Borç yönetimi için türevlerin kullanılması büyük oranda stratejik ve açık amaca sahiptir. Borç yöneticilerinin türevleri kullanıp kullanamayacağı öncelikle risk ve maliyet konusundaki hedeflerin iyi bir şekilde borç stratejisi ve diğer amaçlarla -örneğin devlet borçlanma senetlerinin gelişimi ve korunmasında verimli bir

piyasa oluşturulması gibi- bağdaşması da önemlidir. Yürtülen borç yönetim faaliyetlerinde, borç stratejisinin hayata geçirilerek fon kararlarında kullanımının temin edilmesi yanında borçlanmanın maliyetinin düşürülmesi ve portföyde risk yönetiminin gerçekleşmesi gerekir. Özellikle, faiz oranı değişiminden kaynaklanan piyasa riskinin en aza indirilmesi amacına bağlı olarak, borç yöneticilerinin uygun enstrümanın seçmesi ve vade, faiz yapılarının belirlenmesi de Birçok borç yöneticisi yeni şekillenen piyasaların olduğu ülkelerde öncelikle güvenilir ve iyi düşünülmüş borç programlarına öncelik vermeli, borç piyasasının derinleşmesi ve yatırımcı tabanının oluşmasına yönelmelidir. İyi gelişmiş türev piyasaları, borç yöneticilerine bu enstrümanların doğrudan kullanıcı olmalarına katkı sağlar. Bu faydalar piyasadaki paydaşların en uç pozisyonlara aktif bir şekilde katılmalarının, piyasa içinden ve dışından istedikleri herhangi bir zamanda alım satım yapabilmelerini, fiyatların sürekli güncellenmesini ve türev varlıkların sınıfının salınıp satılmasına yönelik piyasa mantığının oturmasını, en azından piyasada likiditenin korunmasını sağlar. Bu faktörler devletlerin daha düşük fon maliyetlerine, ihalelerine daha rekabetçi katılımlara ve ikincil piyasaların daha iyi yapılmasına olanak sağlar. (OECD,2007)

Para politikası programı ile borçlanma programının koordinasyonunun sağlanması da borç yönetiminin amaçları arasında yer almaktadır. Devletin borçlanma işlemleri piyasalardan yüklü miktarlarda para çekilmesine, borç ödemeleri ise bir likidite fazlasına yol açmakta, bu gelişmeler de piyasa faiz oranlarını etkilemektedir. Bu nedenle iyi bir borç yönetiminin para programı ile uyumlu bir şekilde yürütülmesi büyük önem taşımaktadır (DPT, 2001;124). Geleneksel olarak, borç yönetimi politikası makro ekonomik politikalardan ayrı bir politika olarak düşünülmemekte, para ve maliye politikalarının bir parçası olarak görülmekteydi. Bunun iyi bir nedeni vardır: borç servisi maliyetlerinin aşırı değişkenlik göstermesinin yönetimi kısa dönemde mali boşlukların yaratılması kadar uzun dönem de mali risklerin yaratılmasında da etkisi vardır. Aynı zamanda borç yönetiminin para politikası yönetimiyle de ilişkisi vardır, çünkü toplumun para ve devlet borçlanma senetleri arasındaki varlıkların kompozisyonu arasındaki kararları da önemlidir. Buna rağmen, borç yönetimi ayrı bir politika olması konusunda da büyük bir konsensüs vardır. Benzer şekilde, para politikasının özü enflasyonu kontrol altında tutmaktır fakat aynı zaman da borç yönetiminden de sorumludur Bu borç servisi maliyetlerini düşük tutacaktır fakat gelecek için yüksek enflasyon olasılığı ihtimalini de taşımaktadır. Alternatif olarak para otoritesi politikalarının kredibilitesini arttırmak için enflasyona endeksli borçlar yoluna

da gidebilmektedir. Borç yönetiminin para ve maliye politikasından ayrılması bu gibi karışıklıkların önüne geçilmesi için önemlidir ve uygulanan politikalarının kredibilitelerini artırır (Togo, 2007).

Dengeli bir vade yapısının oluşturulması borç yönetiminin bir diğer amacını oluşturmaktadır: Vade farklılıklarının giderilmesi kamu borç stokunun idare edilmesinde önemli bir unsurdur. Aynı tarihlere gelen toplu ödemeler veya yakın tarihlerde olan toplu girişler nakit dengesini bozacağından iyi bir borç yönetiminin vade ile ilgili değişkenleri iyi kontrol etmesi gereklidir. Borç yönetimi planlanırken, uzun vadeli borçlanma yanında, vadesi gelmiş borçların yeni ihalelerle karşılanması gereği de göz önünde bulundurulmalıdır (DPT, 2001;124).

Hane halklarının tasarrufa teşvik edilmesi de borç yönetimi amaçları arasında yer almaktadır. Genel ekonomik politikalar açısından hane halklarının uzun vadeli tasarrufa teşvik edilmesi önem taşımaktadır. Özellikle enflasyonla mücadelenin ön plana çıktığı ve uzun vadeli yatırımları artırma ihtiyacının doğduğu hallerde bu önem artmaktadır. Borç yönetimi, hane halklarına yönelik borçlanma araçları çıkarmak suretiyle bu yönde bir tasarruf eğilimi doğurabilir (DPT, 2001;124).

Borç yönetiminin amaçlarını özetlemek gerekirse;

- Borç yükünün asgari düzeyde tutulması
- Ortaya çıkabilecek çeşitli risk unsurlarının minimize edilmesi,
- Bono piyasalarının sağlıklı gelişimine zemin hazırlamak,
- Kamu borçlanmasının sürekliliğinin sağlanması,
- Borçlanma araçlarının çeşitliliğinin sağlanması
- Hane halklarının tasarrufa teşvik edilmesidir.

2.2. İç Borç Yönetiminin Kalite Kriterleri

İç borç yönetiminin amaçlarına ulaşabilmesi ve sürdürülmekte olan faaliyetlerin planlandığı çerçeve de yürütülüp yürütülmediğini görebilmek için bazı kalite kriterleri saptanmıştır. Bu kriterler şöyle sıralanmaktadır (Kalay, 2006; 43-50; Konya, 2005; 10-15):kredi maliyetleri, risk faktörü, şeffaflık, likidite ve basitlik.

2.2.1. Kredi Maliyetler

İç borç yönetimini temel amacının risk ve maliyeti en aza indirerek, elde edilen kaynakların en iyi şekilde kullanılmasıdır. Dolayısıyla borç yöneticilerinin odaklandığı birinci nokta da maliyetler olmaktadır. Çünkü başarılı bir iç borç yönetiminin ana göstergesi de yapılan borçlanmalarda asgari maliyet düzeyinin yakalanıp yakalanmadığı olacaktır.

Kredi maliyetleri aktif maliyet ve fırsat maliyeti olarak ikiye ayrılmaktadır. Kalay (2006), bu maliyet türlerini ve önemlerini şöyle açıklamaktadır: Aktif maliyetler; borçlanma faizi, kur değişimleri ve kredibilite gibi piyasadaki dalgalanmalardan etkilenen faktörlerin borç yükünü değiştirmesinden kaynaklanmaktadır. Fırsat maliyeti ise; dış borç yerine iç borçlanmaya başvurulması veya farklı borçlanma araçları arasındaki (sabit faizli veya değişken faizli, tahvil veya bono vb.) tercihten kaynaklanan maliyetlerdir. Bu araçlar arasındaki getiri farklılıkları maliyetleri de etkilemektedir.

Kalay (2006)'a göre: borç yönetiminin üzerinde en çok durduğu maliyetler aktif maliyetlerdir Aktif maliyetler düştükçe iç borç yönetiminde sorumlu birimlerin başarısı artıyor demektir. Kredi maliyetleri konusunda vurgulanması gereken bir diğer nokta ise kredi değerliliği yani ratingtir. Kredi değerliliğinin yani kredibilitenin yüksek olması borçlanmayı kolaylaştıran dolayısıyla maliyetleri düşüren bir unsur olmaktadır. İç borçlanma da asgari seviyede tutulmaya çalışılan bir diğer değişken ise riskte ülkelerin kredibilitesi için önemli bir kriterdir.

2.2.2. Risk Faktörü

Borç portföyünün riski; borç servisi ödemeleri düzeyinde beklenmeyen bir değişme olması ihtimali olarak tanımlanmaktadır. Birincil riskler sistematik ve sistematik olmayan riskler olarak ikiye ayrılmaktadır. Sistematik riskler; piyasanın kendi içsel yapısından kaynaklanır ve değiştirilemez olarak kabul edilirler. Kurlarda ve faiz oranlarındaki değişkenlik piyasa da sistematik risk olarak sınıflanmaktadır. Sistematik olmayan riskler ise piyasa yapısından kaynaklanmamakta ve borç portföyündeki varlıkların doğru seçimi ile azaltılabilmektedir (Deniz, 2005; 21).

a-Piyasa riski; Piyasadaki borçlanma senetlerinin mevcut fiyatların değişmeye neden olan risklerdir. Piyasa riski faiz riski ve kur riski olmak üzere ikiye ayrılır. Faiz riski, piyasa yapısının, faiz düzeyinde bir değişme yaratmasından kaynaklanır. Faiz

oranlarındaki değişme mevcut borçlanma araçlarının piyasa değerlerinde de değişmeye neden olur. Kur riski; özellikle yabancı paralara endekli borçların kurun değişkenliğinden çok fazla etkilenmesinden kaynaklanmaktadır.

Kısa dönemli borçlar uzun dönemli borçlara göre daha riskli kabul edilir. Çok uzun döneme konsantre olunması da belirsizlik içerdığı için yine risklidir (IMF, 2001). Piyasa faizlerinin yüksek olduğu durumlarda borç yönetimi için yapılabilecek en iyi yöntem, hazine borçlanmasının vadesini kısaltmak ve uzun vadeli maliyetlerinde düşüş gerçekleştirmeye çalışmaktadır. Aslında bu yönetim borç yönetimi ilkeleri ile çakışır görünmektedir. Ancak faiz oranlarının düşmesinin beklendiği durumlarda yüksek faizle uzun vadeli borçlanmak, yüksek bir reel maliyet riskini de beraberinde getirecektir (Vurucu, 2004).

Ateş (2002) risk ölçüm tekniklerini şöyle açıklamaktadır: Piyasa riskini ölçebilmek için dünyada birçok model kullanılmaktadır. Bunların arasından en çok kabul gören model VaR (Value at Risk) tekniğı olmuştur Bu modelin bazı olumsuz tarafları bulunsa bile sonuçların yöneticiler tarafından kolaylıkla anlaşılır olması modelin tercih edilmesine sebep olmuştur. Diğer taraftan bazı geliştirilen bazı tekniklerin VaR üzerine uygulanması sonucu sadece piyasa riski değil, diğer riskleri de değerlendirmek mümkün olmaktadır. Faiz risklerinin ölçümünde ise CaR (Cost at Risk) yaklaşımı kullanılmaktadır. Bu yaklaşımla birlikte faiz oranlarında meydana gelen herhangi bir değişim ile ortaya çıkan faiz riski ile bunun maliyeti arasındaki alternatif maliyet hesaplanana bilmektedir.

b-Borcun Çevrilmesi Riski: Artış eğilimindeki borç yükü, politik belirsizlik ve finansal istikrarsızlık, piyasalarda güvenin azalmasına neden olmaktadır. Bir borcun, başka bir borçla kapatılması pozisyonuna gelen ülkeler, yeni borçlanmalarını daha ağır şartlarda sağlıyorlarsa borcu çevirme riski ile karşı karşıya demektir.(Kalay, 2006;47). Borcun çevrilmesinin mümkün olmadığı durumlarda yüksek kamu finansman maliyetleri daha kötü bir durumun ortaya çıkmasına, borç krizlerine ve böylelikle reel ekonomide de büyük kayıplara neden olabilmektedir. Riskin iyi yönetilmesi yeni şekillenen piyasalar için çok önemlidir (IMF, 2001). Borcun çevirme iç borç piyasasının derinleşmediği uluslar arası sermaye piyasasına erişimin sınırlı olduğu ülkeler de geçerlidir (Deniz, 2005; 25)

c-Likidite Riski: Likidite riski, borçlunun borcunu ödeyebilmesi için gerekli olan nakit ya da likit değerleri temin edememesidir. İki çeşit likidite riski vardır. Yatırımcıların pozisyonlarını değiştirmek istediklerinde katlandıkları maliyetlerden dolayı ortaya çıkan likidite riski ve piyasaların derinleşmemiş olmasından kaynaklanana likidite riski. Birinci durumdan kaynaklanan risk; borç yönetiminin likit varlıkları da içermesi gerektiğinden veya türev kontratların kullanılmamasından kaynaklanabilir. Diğer likidite riski ise -borç alan için- likit varlıkların herhangi bir beklenmeyen nakit akış yükümlülüğünün hemen azaltılması veya artan naktin kısa zamanda borç verilmesindeki zorluktan kaynaklanmaktadır (IMF,2001).

Bu riskin artması piyasanın daha fazla faiz talep etmesi şeklinde kendini gösterir. Söz konusu risk, nakit ve borç yönetimindeki planlama sorunlarından kaynaklanabilir. Örneğin, örtülü koşullu yükümlülük içinde sayılan giderlerin bir an önce yapılma zorunluluğu nakit dengesini mutlaka bozacaktır. Bunun yanında, piyasaların kendi iç dinamiklerinden kaynaklanan gelişmeler veya dış piyasalardaki dalgalanmalar, genel likidite seviyesini etkileyebilmekte ve bu durumda borç yönetimini likidite riski ile karşı karşıya bırakabilmektedir (Vurucu, 2004).

d-Kredi Riski: Kredi riski, borç verilen kuruluşun borcunu ödeyememesi durumundan ortaya çıkan risktir. Garantili borçlar yapısı gereği riski en yüksek olan borç türüdür. Doğrudan ve detaylı olarak garanti verilen borçların geri ödenmesi durumunda borç yönetimi kredi riski makul kalmaktadır. Bu nedenle bu tür borçlanmayı bir kapsamda ele almalı ve riski ölçülmeli, borç alan kurum ve riski ölçülmeli, borç alan kurum ve kuruluşlar anapara ve faiz geri ödeme kabiliyetini genel olarak izlemeli ve kredi verilecek kuruluşun değerlendirmesini titizlikle yapmalıdır (Ateş, 2002).

Kredi riskinin azaltılması borçlanmanın için yasal ve kurumsal çerçevesinin netlik kazanması önemlidir. Bu noktada değinilmesi gereken bir kavramda koşullu yükümlülüklerdir. Koşullu yükümlülükler, belirli bir olayın gerçekleşmesi veya belirli şartların ortaya çıkması halinde doğacak mali yükümlülüklerdir. Koşullu yükümlülükler tanımından da anlaşılacağı üzere, bir yükümlülüğün ortaya çıkması belirli koşullarda gerçekleşmektedir. Buna karşın, bu koşulların ortaya çıkıp çıkmayacağı konusunda bir belirsizlik bulunmaktadır. Bu durum, bütçe kalemleri arasında gözükmese bile gerçekleşmesi durumunda borç yönetimini mali risklerle karşı karşıya bırakması nedeniyle koşullu yükümlülükleri önemli kılmaktadır (İnan, 2005).

e-Operasyonel risk: Bu farklı şekillerdeki riskleri içerir: yönetimin farklı aşamalarında ki geçişlerden veya bunların kayıt edilmemesinden, iç kontrollerin gereği gibi yapılmamasından veya hatalı sistem veya hizmetlerden, kredibilite riski ve yasal riskler gibi borç yönetime duyulan güveni etkileyen doğal etkenlerden kaynaklanır (IMF, 2001)

2.2.3. Şeffaflık

Borç yönetiminde şeffaflık, bir ülkedeki borç yönetimi birimi tarafından oluşturulan politikaların hedeflerin, verilerin, geleceğe yönelik yapılan programların ve elde edilen sonuçların ulusal ve uluslar arası kamuoyunun bilgisine açık olması anlamına gelmektedir (Kalay, 2006;48)

Şeffaflık kriteri, borç yönetiminin kredibilitesinin sağlanması için yerine getirilmesi zaruri bir koşuldur. Bu koşulun yerine getirilmesi karar vericilerin populist amaçlarla yapmak istediği borçlanmaların önüne geçilmesi, devlet iç borçlanma senedi talep edenlerin belirsizliklerle ve asimetrik bilgi problemiyle karşılaşmasının engellenmesi, piyasa, kredi ve operasyonel risklerin oluşmaması gibi olumlu etkiler yaratabilecektir.

2.2.4. Likidite

Likit bir piyasanın varlığı bir kıymetin olası her fiyat düzeyinde ve yüksek miktarda işleme konulabilmesi için ile mümkündür. Likiditeyi sağlamak üzere belili vadelerdeki senetler azalan vadelerle yeniden ihraç edilerek söz konusu senetlerin ihraç miktarı arttırmakta ve böylece ikincil piyasalarda daha sık işleme konularak piyasalara derinlik kazandırılması hedeflenmektedir (Konya;2005; 10). Aynı zamanda iç borçlanma da kullanılacak finansal varlıkların değerinin arz ve talep koşullarında belirlenmiş olması, ekonomide ki konjonktürel hareketlerden etkilenmemesi ve böylelikle finansal belirsizliklerin önüne geçilmesi ancak derinleşmiş piyasalarca sağlanabilmektedir. Bu yüzden piyasanın likidite düzeyinin olması büyük önem taşımaktadır.

2.2.5. Basitlik

Borçlanma prosedürü, borçlanma araçları ve söz konusu araçların ihraç yöntemleri ile ikincil piyasa da yapılan itfa ve takas işlemlerinin kolayca anlaşılabilir ve gerçekleştirilebilir olması ilkesidir (Konya, 2005; 14). Bu kriterin yerine getirilmesi aynı zamanda şeffaflığın sağlanması içinde gerekli bir koşulun yerine getirilmesini sağlamaktadır.

2.3. İç Borç Yönetiminin Koordinasyonu

İç borç yönetiminin koordinasyonu, hem diğer iktisat politikası araçları ile hem de bu araçları kullanan kurumlar ile borç yönetimi ve borçlanma araçlarının uyumlu olması gerektiği vurgulanmaktadır. Bazı ülkeler de borç yönetimi özerk birimlerde oluşurken, diğer ülkeler de Hazine'nin bünyesinde faaliyet sürdürebilmektedir. Bu duruma paralel olarak borç yönetimi para ve maliye politikasından bağımsız görülebildiği gibi sadece bir maliye politikası aracı gibi de kullanılabilir. Bu bağlamda ülkelerin karşılaştığı sorunlar kurumsal farklılıklar veya gelişmişlik düzeylerine bağlı olarak değişmektedir. Tüm bu farklılıklarla birlikte ortak kabul edilebilecek durum ise borç yönetiminin en çok çatışma yaşadığı alanın para politikası otoritesi ve araçları olduğu söylemek yanlış olmayacaktır.

Koordinasyon konusu değerlendirilirken, devletin mali tüzel kişiliğini temsil eden Hazine ve mali ajanı olan Merkez Bankasının birer kamu kuruluşu olmalarının ötesinde aynı piyasalar da işlem yapan ve hükümetlerin maliye politikası ile para politikası tercihlerine bağlı olarak zaman zaman öncelik ve önem kazanan iki kurum odlularını da unutmamak gerekir (Cangöz, 2004). Para politikası ve borç yönetiminden sorumlu olan birimlerin değişik hedefleri ve önceliklileri olabileceğinden koordinasyon sorunun çözümü beklendiği kadar kolay olmamaktadır. Sorunun çözümü kolay olmamakla birlikte her iki birimin yakın koordinasyonu, enflasyon ve kronik kamu açıkları ile mücadele de uygun mali ve parasal politikaların uygulanması açısından çok büyük önem taşımaktadır (IMF, 2007).

Politika yapıcılarını, farklı politika enstrümanlarının nasıl kullanıldığını, birinin diğeri üzerindeki etki gücünü ve politik geriliminin nasıl ortaya çıkacağını anlamalıdır. Hesabını bilen borç yönetimi, para ve maliye politikasından biri diğere risk primini ve uzun dönem faiz oranlarının yapısını düşürmek için yardımcı olacak şekilde destekleyebilmesidir. Para otoritesi maliye otoritelerini kamu borçlarının

düzeşinin parasal hedeflerin başarılanması üzerindeki etkisi konusunda bilgilendirmelidir. Borçlanma sınırları ve risk yönetimi uygulamaları kamu sektörünün dengesini borç servisi şoklarından korumalıdır (Emil ve Gelberi, 1996). Aksi takdirde, Merkez Bankasının sterilizasyon için yeterli araçlara sahip olmadığı koşullarda, kamu açıkları nedeniyle yapılan yüksek kamu borçlanması borcun parasallaştırılması olasılığını ve dolayısıyla enflasyonist etkileri de beraberinde getirebilmektedir. Bu gibi durumlar da kamu finansmanı, para politikası üzerinde sınırlayıcı ve baskın bir pozisyonda olmaktadır. Öte yandan, bunun tam tersine kamu borçlanmasının para politikası hedeflerine ulaşılmasını destekleyen bir politika enstrümanı olarak kullanıldığı da görülmektedir. Bu kapsamda, özellikle yeterince gelişmemiş olan piyasalarda, kamu borç yönetiminin baskın olması nedeniyle kısa vadeli faiz oranlarının belirlenmesi ve sterilizasyonun sağlıklı bir şekilde yapılması için borçlanma politikasının para politikasını destekleyici şekilde yürütüldüğü gözlemlenmektedir. Dolayısıyla borç yönetimine ilişkin strateji ve politikaların oluşturulmasında para politikaların yapısı ve uygulanması, para politikalarının belirlenmesinde ise borç yönetimi stratejilerinin ve kullanılacak borçlanma araçlarının neler olduğunun bilinmesi her zaman önemli olmuştur (Cangöz, 2004)

Para, maliye, borç yönetimi politikası hedeflerinin ve bu politikalara ait enstrümanların uyumsuzluk göstermesinin altında yatan nedenlere bakmak gerekmektedir. Borç yönetimi için temel amaç kamu sektörünün finansal ihtiyaçlarının ve ödeme yükümlülüklerini orta uzun vade muhtemel olan en düşük maliyetle gerçekleştirmektir. Bu amaç yanında kabul edilebilir bir risk düzeyinin tutturulması da önemlidir. Bu stratejik değerlendirme veya stratejik hedef anlamında borcun kompozisyonunun sayısal hedefi olarak nitelendirilebilir Kısa dönemden uzun döneme politika enstrümanları ve yeni borç tahvili ihracına kadar uzanan borç kompozisyonu kadar varolan borçların faiz oranları, kur oranlarının swapları, borç geri alımları da dikkate alınmalarıdır. Maliye politikasının amacı çıktı düzeyini stabilize ederek bütçeye en az zarar veren, kaynak tahsisini geliştirmek ve kaynakların yeniden dağılımını başarı ile yerine getirmektir. Maliye politikasının tüm amacı baştan sona birincil dengeyi korumak üzerine konulmaktadır. Harcamaların kompozisyonun yönetimi, düzeyi ve vergiler maliye politikasının amaçlarının gerçekleştirilmesi için kullanılmaktadır (Togo, 2007).

Borç yönetimi ve parasal politika yöneticilerinin hedef ve öncelikleri farklı olabilmesine rağmen, her iki konunun yapısı gereği ortak amaçları azımsanmayacak

kadar çoktur. Borç yönetiminden sorumlu birim olan Hazine, piyasa enstrümanlarını kullanarak kamu açığının finansman maliyetini en aza indirmeye çalışırken, para politikasının uygulamasından sorumlu birim olan Merkez bankası yerli paranın istikrarını korumayı amaçlamaktadır. Hazine borçlanma vadesini uzatmak suretiyle büyük miktarda borç çevirmelerinin piyasalar üzerindeki olumsuz etkisini azaltmaya çalışırken, Merkez Bankası ikincil piyasaların gelişmesine yönelik müdahalelerle ilgili amaçlara sahip olabilmektedir. İkincil piyasaların gelişmesinde Hazinesinin de önemli ölçüde yararlar sağlayacağı ve daha etkin borç yönetimi yapma olanağı kavuşacağı açıktır. Merkez bankası ise ikincil piyasaların gelişmesi için yapacağı açık piyasa işlemlerinde kullanılmak üzere Hazinesinin sağlayacağı enstrümanlara ihtiyaç duymaktadır. Diğer yandan Merkez Bankalarının, para politikalarının uygulanması veya bütçe açığının finansmanı için Merkez Bankası avanslarının kullanılması konularında, Hazine ile uyumsuzluğa düşmesi beklenmeyen bir gelişme değildir. Ekonomi politikaları konusunda kurumlar arasındaki bu farklılıklar, belli sınırlar içerisinde kaldığı sürece, ekonomide demokratik yönetim sisteminin bir parçası olarak kabul edilebilir (Gelberi ve Emil, 1996). Bu şekil de ekonomi yönetimini kredibilite sorunu da ortadan kalkar. Unutulmamalıdır ki; kredibilitesi yüksek politikalar, kredibilitesi düşük politikalara göre daha iyi sonuçlar verir. Örneğin, güvenilir bir para politikası enflasyonist beklentileri düzenlemekte ve risk priminin uzun vadeli iç borçlarda düşmesine neden olduğundan geleceğin belirsizliğini azaltmaktadır. Daha düşük uzun dönem faiz oranları muhtemelen ekonomik büyümeyi ve mali durumu daha iyi duruma getirecek, mali açık ve borç yükünü de azaltacaktır

Az gelişmiş ülkeler için politika enstrümanlarının sınırlılığı kavramı da karşımıza çıkmaktadır. Örneğin hem para otoritesinin hem de borç yöneticilerinin kendi politik amaçlarına ulaşmak için operasyonlarını genelde birincil piyasalarda sürdürdüğünü görmekteyiz. Özünde diyebiliriz ki enstrümanların sınırlı olması politika otoriteleri arasındaki mücadelenin ortaya çıkmasına neden olmaktadır. Bu durum ana hedeflere ulaşmada kullanacakları politikanın kredibilitesini düşürmektedir (Togo, 2007). Bu noktada iç borç yönetiminin diğer politika enstrümanları ile uyumlu olması mali risklerin önüne geçilmesi için hükümetlerin koşullu yükümlülükleri de göz önünde bulundurması gerekir.

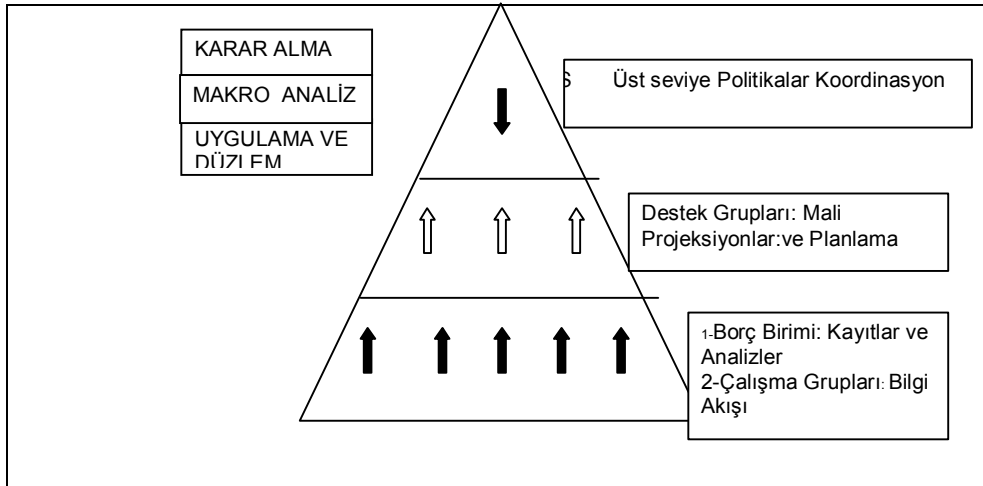
2.4. İç Borç Yönetiminin Kurumsal ve Hukuki Boyutları

Bir ülkede karar verilen bir borç yönetimi sürecine başlamak için atılması gereken ilk adım borç yönetimini kurumsal çatısını oluşturarak, bu yönetim biriminin amaç ve görevlerini açıkça kanuni düzenlemelerle bu birime işlerlik kazandırmak olmalıdır (Ateş, 2002; 4). Daha önce de belirtildiği gibi; bir borç yönetim sistemi ne kadar açık, yasal bir zemine oturursa, borç yönetimi ülkenin finansal yönetimine o kadar sıkıca entegre olabilecektir. Hukuki düzenlemeler, kurumlar arası bilgi akışını kolaylaştırarak koordinasyon problemlerinin de en az düzeyde gerçekleşmesini sağlayacaktır. Ayrıca hukuki düzenlemelerle yasal bir çerçeveye oturtulmuş borç yönetiminin amaçları, öncelikleri, fonksiyonları, ve farklı birimlerin karar verme sürecindeki sorumlulukları da netlik kazanmış olmaktadır.

Borç yönetiminin kurumsal yapısının ülkeden ülkeye daha farklı olması gerekli ve olağan ise de, genel olarak borç yönetimi ile ilgili kurumların faaliyetleri şunları içermelidir (Bangura vd., 2000);

- 1-Borç yönetimi stratejisinin tayin edilmesi,
- 2-Makroekonomik projeksiyonların ve uygulanan politikaları inceleyecek analizlerin yapılması,
- 3-Borç antlaşmasındaki hükümleri uygulamaya koyarak tahaddüt edilen yükümlülüklerin yerine getirilmesi,
- 4- Borç kayıtlarının korunması

Bangura vd. (2000) bu faaliyetlerin önemini şöyle açıklamaktadırlar; borçlanma politikalarının ve politikalara yönelik kararların formüle edilmesi sırasında geleceğin makroekonomik performans projeksiyonları da zorunlu olmaktadır. Bu orta ve uzun vadede ödenecek değeri ve finansal operasyonları da içeren ve karar verme sürecini destekleyen analizleri de içeren bir makro ekonomik bir çerçeve oluşturmaktadır. Bu çalışmalar başta maliye bakanlığı, hazine, merkez bankası, ekonomik kalkınma ve planlamadan sorumlu birimlerce yürütülmelidir. Şekil 2’de borç yönetiminin kurumsal çerçevesi gösterilmektedir:



Şekil 2. Borç Yönetiminin Kurumsal Çerçevesi

Kaynak: Bangura vd., 2000

Benzer şekilde Anderson (2005); günümüz de borç yönetimi ve borç yöneticilerinin rolünün değişmekte olduğunu vurgulamaktadır. Fonlama şekillerinin çeşitlenmesi, kamu borç yönetimi operasyonlarının daha karmaşık hale gelmesi ve bu konudaki taleplerin karşılanması için birçok yeni özelliğin bir arada bulunması gerekmektedir. Özellikle az gelişmiş ülkelerde borçlanma kaynakları sınırlı olmaktadır. Borçların sürdürülebilirliğinin incelenmesi konusundaki analizler sadece kamu sektörünün borçlanmaları ne kadar taşıyabileceğine odaklanmaktadır. İç borç kaynakları ya zorlamaya dayalı olmakta ya da vade yapısı çok kısa tutulmaktadır. Bu ülkeler de yapılan analizlere bağlı olarak kamu borç yöneticileri birçok problemle karşılaşmaktadır. Borçların izlenmesi için gerekli olan bilgi akışı borç yönetiminin ihtiyaçlarını karşılayacak güvenilirlikte olmamaktadır. Tam doğru veri setlerine ulaşamaması borçların doğru analiz edilmesini ve borç yönetimi stratejilerinin geliştirilmesini engellemektedir. Finansal piyasalarda ki işlem hacminin yönetimi resmi kaynaklarla ilgilenmesine kıyasla daha farklı nitelikleri de gerektirmektedir. İç borç piyasasının geliştirilmesi için borç yöneticileri birinci piyasaları da nasıl etkileyeceklerini bilmek zorundadır. Örneğin devlet iç borçlanma senetlerinin ihraç teknikleri konusunda etkili olabilmek gibi. Aynı zaman da artan operasyonel riskler de daha dikkatli bir yönetimi gerektirmektedir. Özellikle iç borç piyasasında kamu sektörünün hakim olduğu ülkeler de faiz politikaları kullanılmalı veya gözden geçirilmelidir. Sonuç olarak iyi koordine edilmiş bir iç borç yönetimi için şu gereksinimlerin de yerine getirilmesi gerekmektedir: türev piyasalarında işlem

yapabilme imkanının sağlanması, fayda ve risk analizlerinin daha iyi modellenmesi, ileri bilgi sistemleri, operasyonel risklerin üstesinden gelinmesi, bu konuda nitelikli elemanların bulunması.

Özellikle 1990 yılından bu yana finans piyasalarında yaşanan gelişmeler kamu borç yöneticilerinin daha çok piyasaya dayalı borçlanma politikaları izlemeye yönelmiştir. Ayrıca, finans piyasalarının küreselleşmesi sonucunda yaşanan mali krizlerin borçlanma maliyetlerini etkilemeye başlaması, borç yöneticilerinin borç yönetimi ilke ve teknikleri ile organizasyon yapılarını gözden geçirerek geliştirmelerine yol açmıştır. Borçlanma maliyetlerinin piyasa koşullarına daha duyarlı hale gelmeye başlaması ile birlikte borç portföyünün taşıdığı maliyet artırıcı risklerin tanımlanması, ölçülmesi ve kontrol edilmesi ihtiyacı da ortaya çıkmıştır. Bir çok ülkede borç yönetimi, finans konusunda eğitilmiş personel ve gelişmiş finans teknikleri ile borç yönetimine ilişkin kararların daha hızlı alınabileceği, siyasi etkilerden uzak ve operasyonel anlamda özerk bir yapılanmada gerçekleştirilmeye başlanmıştır (Tağa, 2002). Bu dönemde sadece organizasyon yapısı değişmemiş, aynı zamanda borç yönetimi anlayışında da önemli değişiklikler olmuştur. Daha önceleri bankalar ve finans kuruluşları tarafından hayata geçirilen ve iç kontrol mekanizmasını kendi içinde barındıran ön ofis-orta ofis- arka ofis yapılanması 1990'ların başlarından itibaren kamu borç yönetim organizasyonlarına uygulanmıştır

Ayrıca, pek çok ülkede klasik idari yapılanmadan borç ofisi yapılanmasına geçilirken yeni oluşturulan veya yeniden yapılandırılan borç yönetimi birimlerine, piyasalarla daha çok iç içe olmasını gerektiren yeni fonksiyonları yerine getirebilecek şekilde esneklik kazandırmak karar alma süreçlerini hızlandırmak ve etkin kılmak, teknik kapasiteyi ön plana çıkartarak siyasi telkin ve etkileri asgari seviyeye indirmek amacıyla bağımsız, özerk veya ayrıcalıklı bir statü tanınmıştır (IMF ve Dünya Bankası, 2001'den Akt. Cangöz, 2004). Şekil 3'de 1990'lı yıllardan itibaren birçok ülkede özerk yapı kazandırılmış borç yönetimi organizasyonu birimlerinin işlevleri özetlenmiştir:



Şekil 3. Borç Yönetiminin Organizasyon Yapısı

Kaynak: Kamu Finansmanı Genel Müdürlüğü Faaliyet Raporu, 2007

Birçok ülkede yukarıda organizasyon şekli özetlenen özerk borç yönetim birimleri- borç yönetim ofisleri-mevcutken ülkemiz de olduğu gibi Hazine'ye veya başka bir birime bağlı olarak faaliyetlerini sürdüren birimler de mevcuttur. Dünya uygulamasına bakıldığında hazinenin örgütlenmesinde değişik yaklaşımlar olduğu görülmektedir. En yaygın olarak karşılaşılan uygulamaları iki kategoride toplamak mümkündür. Hazine, ya kendi adıyla anılan bir örgüt şeklindedir ya da Maliye ve\veya Ekonomi Bakanlığının bir parçası olarak örgütlenmektedir (Eğilmez ve Kumcu, 2002; 37). Hazinenin kendi adıyla bir örgüt olarak kurulduğu ülkeler genellikle Anklon Sakson geleneğini benimsemiş olan ülkelerdir. İngiltere ve ABD de Hazine Bakanlığı olmakla birlikte bu bakanlıklar Kıta Avrupası'nda Maliye ve\veya Ekonomi Bakanlığının için de gelir idaresi, bütçe idaresi, gümrük idaresi gibi idareleri de yapılarının içinde bulundurmaktadırlar. Kıta Avrupası'nda benimsenen yöntem ise hazinenin maliye ve\veya Ekonomi Bakanlığının için yer alması şeklindedir.

İç borç yönetimindeki faaliyetleri incelenecek olursa Hazine devletin gereksinimi olan finansmanı sağlar ve bu sağlanan borcun geri ödeneğine kadar gereken her çeşit karar ve önlemi alır ve uygular. Bu görevini yasaya göre yerine getirmektedir. Bu

görevini yasaya göre yerine getirirken, ihraç edilen senetlerin miktarlar, çeşitleri, satış teknikleri, borçlanma maliyeti) gibi hususları göz önünde bulundurmak zorundadır. Piyasaya en uygun senetleri en düşük maliyetle sürer, para piyasasında olumlu etkiler yaratmaya çalışır (İnce, 1996; 306).

2.5. İç Borçlanma Araçları ve Satış Teknikleri

İç borç yönetiminde önemli olan bir diğer noktada borçlanma da kullanılan araçlar ve bu araçların satış yöntemidir. Borçlanma esnasında kamuya fon sağlarken hem geniş bir yatırımcı kitlesine ulaşacak hem de maliyet ve risk minimizasyonu hedefiyle çelişmeyecek araç ve tekniklerin seçimi büyük önem taşımaktadır. Bu amaçla bir çok farklı borçlanma araç ve teknikleri geliştirilmiştir.

2.5.1. İç Borçlanma Araçları

Devletin borçlanma da başvurduğu en önemli araçlar devlet iç borçlanma senedi olarak adlandırılan tahvil ve bonolardır. Devlet tahvili ve bonoları, sermaye ve para piyasasında alınıp satılma özelliğine sahiptir. Dolayısıyla para politikası aracı olma özelliğini taşımaktadırlar. Diğer yandan devlet tahvilleri ve bonolarının vade yapısı faiz oranları gibi özellikleri veya iç borçlanma içindeki payı da değiştirilerek ekonomi içinde önemli etkiler de yaratabilmektedir.

Hazine Bonoları kısa vadeli bir para piyasası aracı olması özelliği ile para politikasının yürütülmesinde ve ekonomide fon hareketlerine yön vermede önemli bir menkul kıymet çeşididir. Hazine bonolarının dönemsel faiz ödemeleri olmadığı için kupürlü ihraç edilemezler. Bunların faiz ödemeleri nominal değer üzerinden iskonto edilerek fiyata yansıtılır. Vadeye kadar değeri nominal değere ulaşacağı için aradaki fark faiz geliri olacaktır. Hazine bonoları vadeleri dolmadan paraya dönüştürülemezler. Ancak hazine bonoları iskonto faiz oranına göre satışa sunulabilirler. Hazine bonusu gelirinin kredi riskinin olmaması, faiz oranlarının görece olarak yüksek olması, ikincil piyasalarının yüksek olması, ikincil piyasaların işlek olması, ihalelerde güvence olarak kullanılmaları, geri ödenme riskinin olmaması ve açık piyasa işlemlerine konu olması nedeniyle bankalar tarafından daha çok tercih edilir olmuştur (Vurucu; 2004). Bazı ülkeler de nakit yönetimi bonoları olarak ta adlandırılan bu kısa vadeli araçların amacı içinde bulunulan mali yılda devletin borçlanma ihtiyacının karşılanması ve daha çok mevsimsel karakter taşıyan geçici finansman ihtiyacını karşılanmasında devletin nakit

yönetimini kolaylaştırmasıdır. Ayrıca borçlar vadelerin kısa olması nedeniyle enflasyonun hüküm sürdüğü ülkeler de enflasyon etkisini azaltabilmek, düşük enflasyon oranına sahip ülkeler de ise bankaların likidite durumunun kontrol etmek amacıyla kullanılmaktadır (Saat, 2005;18).

Hazine tarafından ekonomik koşullar göz önünde bulundurularak farklı özellikler de tahviller ihraç edilebilmektedir. Saat (2005), tahvillerin niteliklerine göre genel özelliklerini şu şekilde açıklamaktadır iskontolu tahviller kuponsuz senetler olup, satışında belirlenen nominal değer üzerinden iskonto edilen değer faiz geliri olarak ödenmesi yoluyla kullanılmaktadır. Sabit kuponlu senetler de ise belirtilmiş vadeler de yapılacak olan kupon ödemelerine uygulanacak faiz oranı Hazine tarafından belirtilmekte ve senedin satışı alıcıların nominal değeri üzerinden teklifleri değerlendirerek gerçekleşmektedir. Faiz oranı açısından gerek iskontolu gerekse sabit kuponlu senetler ihraç tarihinde faiz oranları belirtilmeleri açısından sabit faiz oranlı senetler olarak değerlendirilir. Değişken faiz ödemeli devlet tahvilleri vadeyi uzatırken, yatırımcıları ve Hazine'yi faizlerin beklenmedik yöndeki hareketi karşısında faiz oranı riskinde büyük ölçüde koruyacak enstrümanlardır. Diğer borçlanma araçlarından enflasyona endeksli senetler yatırımcısına enflasyon üzerinden reel getiri tahadüt eden değişken faizli senetlerdir.

Ülkemiz de kullanılan iç borçlanma araçlarını daha yakından tahlil ettiğimizde bütçenin finansmanı için kullanılan kısa vadeli iç borçlanma araçları ve bütçe finansmanı dışında kullanılan iç borçlanma senetleri olarak ikiye ayrılabilirdiğini görmekteyiz. Bütçe açıklarının finansmanı için kullanılan kısa vadeli iç borçlanma senetleri şu şekilde sıralanabilmektedir: :Hazine kefaletine haiz bonolar, Merkez Bankası avansları, gelir ortaklığı senetleri, müteahhit bonoları, emanetler i-Hazine kefaletine haiz bonolar: Merkezi devlet örgütü dışında kalan birçok kamu kuruluşu borçlanabilmek için hazinenin kefaletini almak zorundadır. Başka bir deyişle kamu kuruluşlarının borçlanma imkanı Hazine Müsteşarlığı'nın iznine bağlıdır (Edizdoğan, 2006; 365).

Bu işlem çoğu zaman borçlanmak isteyen müesseseye Hazinenin kefil olması şeklinde olurken, bazen da hazinenin kefaleti kanuni bir zorunluluktan ileri gelmektedir. Bonolar kamu iktisadi teşebbüslerinin hammadde ve ürün alımlarıyla mevsimlik ihtiyaçlarının karşılanması amacıyla çıkarılmaktadır. Hazinenin kefaleti ile çıkarılan bu bonolar merkez bankasınca iskonto edilmekte ve karşılığında ilgili kuruluşlara avans

verilmektedir. Nadir olmakla birlikte bonoların yatırımların finansmanına kaynak sağlamak üzere çıkarıldığı da görülmektedir (Ulusoy, 2001; 80).

ii-Merkez Bankası Avansları: Bütçe kanunlarına göre Hazine tüm bankalardan, mali kuruluşlardan hatta şahıslardan avans adında borçlanabilir. Bütçe kanunları Hazine'nin alabileceği avans miktarını gerek miktar olarak gerekse tür olarak herhangi bir şekilde sınırlandırmıştır. Ancak Bankalar Kanunu ve Merkez Bankası kanunu bu konuda sınırlamalar getirmiştir (Edizdoğan, 2006; 267).

Merkez Bankası bütçe gelir ve giderleri arasında dengesizlik olması durumunda Hazine'ye kısa vadeli avans sağlayabildiği gibi altın karşılığı nakit sağlama yoluyla da avans kullanılabilmektedir. Bunun yanında Merkez Bankası borsaya kayıtlı belediyeler vb. kuruluşlara ait sağlam tahvillere karşılık borsa değerlerinden daha düşük olması suretiyle avans kullanılabılır.

iii-Gelir ortaklığı senetleri: Hazine bonoları ve tahvilleri ihtiyaç duyulan fonları karşılamada yetersiz kalınca tasarruf düzeylerinin artırılması ve alt yapı yatırımlarına kaynak sağlanması amacıyla gelir ortaklığı senetleri çıkarılmıştır. Gelir ortaklığı senetlerinin çıkarılış amacı istikrarlı ve güvenilir gelir sağlayarak tasarrufları teşvik etmek ve sağlanan ek finansman ile kamu yatırımlarını arttırmak ve hızlandırmaktır. Senetlerin, devlet ihalelerinde teminat olarak kullanılabilmesi, hamiline yazılı oluşu nedeniyle kolayca alınıp satılabilmesi, dağıtılan gelirlerin faiz olarak algılanmaması bunlara talebi de arttırmıştır (Ulusoy, 2001; 82).

iv-Müteahhit bonoları, genellikle büyük inşaat ve bayındırlık işlerinde müteahhitlere para yerine verilen bonolardır. Bu tür bonoların vadeleri çoğu kez 10 yılı bulmaktadır. Bu niteliği dolayısıyla da dalgalı borç sayılmamaları gerekirse de, uygulamada Merkez bankası tarafından paraya çevrilmesi ya da karşılığında avans verilmesi gibi özelliklerinden dolayı çevrilmesi ya da karşılığında avans verilmesi gibi özelliklerinde dolayı dalgalı borç niteliğini gösterirler. Müteahhit bonoları ihaleler de teminat olarak kabul edilmekte, vadeleri süresince de faiz getiri de sağlamaktadır. Hazine'nin para sıkıntısı çektiği dönemler de bu bonolar uygun bir borç ödeme yöntemi olmuştur (Edizdoğan, 2006; 366).

v-Emanetler:Devletin mülkiyetinde olmayan paralardır.Geniş anlamda emanetler kısa vadeli ve faizsiz bir kredi gibi düşünülebilir. Hazine bu paraları geçici olarak kısa sürelerde kullanabilir. Emanetler iki grupta değerlendirilir: adi emanetler ve bütçe emanetleri (Edizdoğan, 2006; 369).

Adi emanetler, devletin düzenlediği ihalelere katılanların yasal olarak Hazine'ye yatırmak zorunda olduğu paralardır. Adi emanetler ile Hazine'ye kısa vadeli kaynak sağlanmış olmaktadır. Belirli birimlere aktarılmadan önce hesapta kalan bu paralar arttıklarında kredi, azaldığında ise borç niteliği taşımaktadır.

Bütçe emaneti ise bütçe yılı içinde girilmiş masrafların herhangi bir sebeple bütçe yılı sonuna kadar parası ödenmemiş olanlar, yılsonu itibariyle gider kaydedilerek emanet hesabına alınır. Böylece bu hesapta devlet borcu birikmiş olmaktadır. Bu işlem, anlaşılacağı üzere, gerçekte bütçe açığını gizleme aracı olarak kullanılmaktadır. Bütçe denk ise, bütçe emaneti hesabının tasfiyesinde herhangi bir zorlukla karşılaşılmaktadır. Buna karşılık, bütçe de gizli açık olduğu durumda, bütçe emanetine büyük tutarlar girmekte ve bütçe açıkları devam ediyorsa bu tutarların bakiyesi yıllar geçtikçe büyümektedir (Yaşa, 1977; 26).

Özel tertip borçlanma senetleri ise nakit girişi sağlamazlar ve bütçe finansmanı amacıyla kullanılmazlar. Özel tertip borçlanma senetleri mahsup yoluyla Hazine ve verildikleri kuruluşlar arasında borç alacak ilişkisi sağlamak amacıyla kullanılmaktadırlar. Özel tertip tahviller, ikraz tahvilleri, tahkim tahvilleri, görev zararları karşılığı ihraç edilen tahviller, kur farkları karşılığı ihraç edilen tahviller, kısa vadeli avans borcu karşılığı ihraç edilen tahvilleri olarak sıralanabilirler.

i-İkraz tahvilleri: Hazine ile yapılan ikraz antlaşması ile KİT'lere, sosyal güvenlik kuruluşlarına ve fon idarelerinin borcunu devralmakta ve karşılığında özel tertip devlet tahvilleri vermektedir. Hazine borcu ilgi kurumun ödenmemiş sermayesinden mahsup etmektedir (Vurucu, 2004).

ii-Tahkim tahvilleri: Kamu kurum ve kuruluşlarının birbirine olan borçlarında büyük artış görülmesi neticesinde, kurumların borçlarını ödeyemeyecek duruma gelmeleri ve Hazinesinin bu borçları üstlenmesi sonucunda tahkim tahvilleri kullanılmaya başlanmıştır. Tahkim tahvilleri ile Hazine tarafından alacaklı kuruluşlara, tahkim olunan borçların anapara ve faiz ödemelerinin gerektirdiği tutarlar kadar özel tertip devlet iç borçlanma senedi ihraç edilmektedir. Ülkemizde çok sayıda tahkim kanunu çıkartılmıştır (Vurucu, 2004).

iii-Görev zararları karşılığında ihraç edilen tahviller: Hazine'nin KİT'lerin dönem içindeki faaliyetlerinden doğan zararları karşılamak amacıyla ihraç edilmektedir. Görev zararları karşılığında ihraç edilen tahvillerin ihracı bütçe kanunları ile düzenlenmektedir. Kur farkları karşılığında ihraç edilen tahviller: Milli paranın değerinde yaşanan artış veya azalıştan kaynaklı banka aktif ve pasifinde altın

ve dövizin yeniden değerlendirilmesini gerekmektedir. Değer değişimi sonucunda oluşan farklar Merkez Bankası'ndan Hazineye aktarılmaktadır. Ancak bu tahviller karşılığında faiz ödenmesi için Hazine'nin borç karşılığında senet vermiş olması gerekmektedir.

2.5.2. İç Borçlanmada Satış Teknikleri

Borç yönetiminin en önemli basamaklarından biri piyasa iç borçlanma senetlerinin sunulma şeklidir. Bağcı (2001), her satış tekniği kendine özgü bir kurumsal yapıya ihtiyaç duyduğunu vurgulamaktadır. Çünkü ancak gerekli kurumsal düzenlemelerin yapılması ve yatırımcılara ihtiyaç duydukları bilgilerin sağlanması ile iç borçlanma araçlarının tasarruf kaynaklarına ulaşması mümkün olabilmektedir.

Erdem vd. (2006), devletin bir menkul değeri üç yol kullanarak ihraç ettiğini belirtmektedir. İlki nama yazılı tahvil ihracı ile borçlanmadır. Ancak tahvil sahibine ödeme yapılan, tahvilin devrinin hukuki işlem gerektirdiği bir ihraç yöntemidir. İkincisi hamiline yazılı tahvil ile borçlanmadır. Tahvilin anapara ve faizi ibraz edene ödenebilir. Üçüncü ihraç yöntemi ise hem nama hem hamiline yazılı tahvil ihracı ile borçlanmadır. Bu ihraç yönteminde ana para nama faiz tahvili ibraz edene yazılır.

Devlet ihraç ettiği iç borçlanma senetlerini farklı kurumsal düzenlemeler ile (Türkiye uygulaması da göz önüne alındığında) birlikte dört satış tekniği kullanarak satmaktadır.

- İhale Yöntemi
- TAP Yöntemi
- Doğrudan Satış Yöntemi,
- Halka arz yöntemi olarak değerlendirilmektedir.

Bu yöntemlerin genel özelliklerini Konya (2005) şu şekilde sıralamaktadır:

- Uygulamada, söz konusu ihraç yöntemlerinin hemen hemen tamamı ile nakit ihraçları gerçekleştirilmiştir.
- Nakit dışı senetlerin ihraçlarını sadece doğrudan satış yöntemiyle yapıldığı söylenebilir.
- İhaleye katılanlar rekabetçi ve rekabetçi olmayan teklifler iletilmektedir. TAP, doğrudan satış ve halka arz yöntemlerinde iletilen alım talepleridir. Aslında konuya bu açıdan yaklaşıncaya rekabetçi olmayan teklifler de alım

talepleri olarak değerlendirilebilir. Temel fark tekliflerin ulaşılabilecek sonuç üzerinde sonucu tayin etme gücü varken alım taleplerinin iletilmesi Hazinece belirlenen ihraç şartlarını belirleyici talepler kabullenici roller üstlenmiştir. Bu içeriğiyle ihalelerde atılan rekabetçi olmayan tekliflerde aslında birer taleptir ve Hazine'nin uygun görüşü üzerine karşılanırlar.

- Karar alma sürecinde tekliflerin şekillenmesinde piyasa görüşleri etkiliyken, taleplerin şekillenmesinde Hazine'nin ihracı yaparken oluşturduğu koşullarla alım taleplerinin ne derece örtüştüğü önem kazanır. Ancak yine de Hazine'nin kıstaslarını belirlediği bir ihracın şartların piyasa beklentilerini de kopuk olması beklenemez. Bu çerçevede her teklifin bir alım talebi olduğu ama her alım talebinin bir teklif olduğu söylenebilir.

2.5.2.1. İhale Yöntemi

Bu yöntem başlıca beş biçimde uygulanmaktadır: (i) İngiliz Yöntemi olarak da bilinen yükselen fiyat veya en çok arttıran ihale yöntemi, (ii) Hollanda Yöntemi denilen azalan fiyat veya en düşük fiyatı verene ihale yöntemi, (iii) ilk alıcılı fiyat yöntemi- Hazine kağıtlarının ilk alıcılarının belirlenmesinin ardından ihale yapılmakta ve ilk alıcılar sahip oldukları kağıtları ikinci alıcılara satabilmektedirler, (iv) çoklu fiyat yöntemi çeşitli fiyatlardan yapılmasını ifade etmektedir. Bu tür ihale dört biçimde gerçekleştirilir: Hazine'nin borçlanacağı tutarı ihaleye bırakması, hazinenin borçlanma vadesini ve ödemeyi öngördüğü maksimum faizi açıklayıp borçlanacağı tutarı ihaleye bırakması, Hazine'nin vadeyi belirleyip borçlanacağı miktarı ve ödeyeceği faizi ihaleye bırakması ve sonuncu olarak vade, miktar ve faizin ihale ile belirlenmesi. Kuşkusuz en belirsiz olan ihale yöntemi sonuncusudur. En çok rastlanan ve rasyonel olan ise birinci yöntemdir (Sönmez, 2008b;144-145).

Uygulaması ise şu şekildedir: tüm hazine kağıtları ve bir yıllık devlet bonoları sıfır kuponlu kağıtları hale yöntemi ile iskonto edilerek satılırlar. Bu kağıtlar haftalık olarak konvansiyonel fiyat teklif metoduyla satılmaktadırlar. Her hafta merkez bankasınca satılacak miktar ilan edilir ve yapılan ilanlar Reuters ekranından görülür. İhaleler tüm gerçek ve yasal kişilere açıktır. Bankalar ve banka dışı finansal kurumlar özellikle belirli bir para karşılığı hazine bonusu ve tahvil fiyat tekliflerini merkez bankasına açıklarlar. Ayrıca fiyat teklifinde bulunan bankalar bu tutarın belirli bir yüzdesi kadar depozito ödemek zorundayken diğerleri tüm tutarları ödemek zorundadır.

Bu sistemin işleyişi ile tüketici artığına el koymaktan iyi fiyat teklif edenler fazladan kağıt olarak portföylerini yeniden düzenlemelerine olanak sağlanmış olmaktadır (Emil ve Çakır, 1991).

Bağcı (2001)'e göre: ihale yöntemi ile çok fazla kişiye veya kuruma ulaşılamasa da rekabetçi bir faiz oranı ortaya çıkmakta ve satışın doğru fiyattan yapılmasını garanti etmesi olumlu yönüken belirsizlik döneminde düşük taleple karşılaşılması olumsuz yanındır.

2.5.2.2. TAP Yöntemi (Hazır Satış Yöntemi)

Bu yöntem ile ihraç edilen menkul kıymetler genellikle küçük yatırımcı için ve ikincil piyasası olmayacak şekilde talep halinde ihraç edilmektedir. Diğerlerinden farklı olarak, bu yöntemde menkul kıymetlerin satış periyodu oldukça uzun tutulmakta, yatırımcının talebi halinde menkul kıymet kendisine satılmaktadır. Bu yöntemde menkul kıymetlerin satışı, ikincil piyasalarda veya yaygın satış ağları bulunan bankalar veya posta hizmetleri veren kuruluşlar vasıtasıyla yapılmaktadır. Getiriler günlük olarak değişeceğinden ikincil piyasa vasıtasıyla satış durumunda her yatırımcı menkul kıymetleri farklı fiyattan alacaktır. Bu sistemin başarılı olabilmesi için yaygın bir satış ağının kullanılmasının yanında faiz hadlerindeki oynamalara paralel olarak fiyatlarının değiştirilmesi, imtiyazlı araçlar vasıtasıyla piyasanın iyi bir şekilde izlenmesi ve fon sahiplerini tatmin edecek bir faiz haddinin önerilmesi gerekmektedir. Bu işlemler yapıldığında, stoktan satış yöntemi kamunun borç bulmasında etkin bir araç olarak gözükmektedir.(Bağcı, 2001:194)

2.5.2.3. Halka Arz Yöntemi

Konya (2005); bu borçlanma yöntemi, Hazine tarafından belirli bir komisyon karşılığında aracı kullanılarak kupurlu senetlerin halka doğrudan satışını ifade etmektedir.

Bu ihraç yöntemiyle yatırımcılara yeni bir yatırım alternatifi sunulurken borçlanmanın tabana yayılması hedeflenmektedir. Borç yönetiminin ulaşmak istediği sonuçlardan biri de, birinci piyasa işlemleri üzerinden satışı gerçekleştirdiği senetlerin değerlerinden çok kaybetmeden ikincil piyasa işlemlerine konu olarak potansiyel yatırımcıların taleplerini karşılayabilmektedir. Ancak, zaman zaman ikincil piyasa da istenen işlem yapmayı tercih eden yatırımcıların ciddi fedakârlıklara katlanarak senet

temin etmelerine gerekli kılan dönemler olmaktadır. Kısaca, derin olamayan ve sığ piyasaların mevcudiyeti durumunda halka arz satışların düzenlenmesi yoluna gidilmesi öncelikle Hazine'nin bireysel yatırımcıları gözetmesinde etkili bir yöntem olmuştur (Konya, 2005;56).

2.5.2.4. Doğrudan Satış Yöntemi

Bu borçlanma yönteminin en büyük özelliği yapılacak senet ihracında başlangıçta kime ne kadar ihraçta bulunulacağını belli olmasıdır. İhracın gerçekleşmesiyle satış işlemi de gerçekleşmiş olur. Bugüne kadarki uygulamalar da senetlerin valör tarihi satış tarihiyle aynı olur. Geçmiş uygulamalar ışığında doğrudan satış uygulamalarında genellikle ağırlığın döviz cinsi satış ihraçlarına verildiği görülmektedir (Konya 2005; 55).

İç borç yönetimi, borçlanma ihtiyacını olağan yollardan sağlamak için açıklanmış olan iç borçlanma araçları ve satış tekniklerinin kullanılmaktadır. Bunların yanında borçlar sürdürülemez hale geldiğinde olağan üstü borç yönetim tekniklerine başvurulmaktadır. Konversiyon (borçların değiştirilmesi) ve konsolidasyon (borçların uzatılması) olarak adlandırılan bu yöntemler bir sonraki başlıkta ayrıntılarıyla açıklanacaktır.

2.6. Borçların Azalması veya Sona Ermesi

Borcun sona ermesi borcun geri ödenmesiyle gerçekleşir. Fakat bazen borcun reddide söz konusu olabilmektedir. Borç yükünün azalması ise para değerinin düşmesi ile gerçekleşir. Borcu bitirmemekle birlikte olağan dışı uygulamalar olan konversiyon (borcun değiştirilmesi) veya konsolidasyon (borcun tahkimi) ile borç bileşimi değiştirilerek borç yükü azaltılmaya çalışılmaktadır.

Türk (1999) devletin borçlarını ödemede kullandığı mecburi ve ihtiyari olmak üzere iki yol olduğunu söylemektedir. Mecburi ödeme iki şekilde yapılmaktadır. Bunlardan birincisi devlet borçlarının belirli bir tarihte toplu olarak ödenmesidir. Bu ödeme şekli kamu maliyesini zor durumda bırakabilmektedir. Bu yüzden genellikle farklı vadelere yayılması tercih edilmektedir. Diğer bir ödeme yolu devlet borçlarının kademeli olarak ödenmesidir. Genelde uzun vadeli borçlanma da tercih edilen bu usul kendi içinde ikiye ayrılmaktadır. Devlet ya belirli tarihlerde borcun faizini ve borcun anaparasının bir kısmını öder ya da kura usülü belirlenen bir tahvilin borcunu toplu

olarak ödemeyi tercih eder. Devlet borçlarının ihtiyari olarak da ödenmesi söz konusu olmaktadır. Ebedi borçlarda devlet borcunu ihtiyari olarak ödemektedir. Fakat uzun vadeli borçlarda bir ödenme tarihi belirlenmişse devlet borcunu ödemek zorundadır. Bu işlem genellikle devletin borsadan kendi tahvillerini satın almasıyla gerçekleştirilir.

Borcun sona ermesinin bir diğer yolu ise borcun reddedilmesidir. Devlet borcunu yürürlüğe koyduğu bir kanun ile reddeder veya siler. Dolayısıyla borç veren tarafın bu şekildeki icraata karşılık herhangi bir söz hakkı kalmaz. Doğal olarak devlete karşı olan güven zedelenir ve devletin ileri de yapacağı borçlanmalar imkansız bir duruma gelir. Diğer taraftan borcun reddedilmesinden sadece devlete borç verenler zarar görürken borç vermeyenler bu durumdan etkilenmez. Böylece gelir ve servet dağılımında bir adaletsizlik ortaya çıkar (Erdem vd, 2006; 235).

Paranın değerindeki düşmede borcun azalmasını sağlamaktadır. Enflasyonist dönemlerde borçların nominal değeri aşınmaya başlamaktadır. Yaşa (1977)'e göre fiyat artışları paranın satın alma gücünün düşmesi tahvillerin gerçek değerinin de düşmesi anlamına gelmektedir. Bu durumda borçlular avantajlı çıkarken alacaklılar zarar görmektedir.

2.6.1. Olağanüstü Borç Yönetimi

Devletin olağanüstü borç yönetim tekniği olarak başvurduğu yöntemler konversiyon ve konsolidasyon olarak adlandırılmaktadır. Bu yöntemler borçların bileşimini değiştirmek için kullanıldığı gibi ekonomi üzerinde farklı etkiler yaratmak içinde kullanılmaktadır.

2.6.1.1. Konversiyon (Borçların Değiştirilmesi)

Borç toplamına dokunulmadan borç yükünün hafifletilmesi veya vadesinin uzatılması için alınan tedbirlerdir. Borç yükü başta anapara ve faiz olmak üzere alacaklıya tanınan çeşitli menfaatlerin toplamıdır. Borç yükü belirli bir palana göre zaman içerisinde dağıtılır. Ancak borcun ödeneceği tarih yaklaştığı zaman borç aktinin şartları çok önemli değişikliğe uğrayabilir. Değişikler genelde borçlunun lehine değil aleyhine gelişir. Bu durumda devlet borç senetlerini yeni borç senetleri ile değiştirilir veya alacaklılarla karşılıklı görüşmeler yaparak uygun bir yeni bir ödeme planını kabul ettirmeye çalışır (Tural, 1992; 50). Saatçi (2007) uygulamada genel de yüksek faizli

tahvillerin düşük faizliler değiştirilse de konversiyon işlemi ile başka özelliklerinde de değişiklik yapılabildiğini vurgulamaktadır. Örneğin döviz garantisi ile ihraç edilmiş olan bir devlet tahvili bu garantiye sahip olmayan bir tahville veya uzun vadeli bir tahvil kısa vadeli bir tahville değiştirilebilmektedir.

Canaktan (2008), konversiyona başvurulmasının nedenlerini şu şekilde sıralamaktadır: devletin mali disiplinden uzaklaşmış olması, kamu borçlanmasına ilişkin anayasal ve yasal sınırların tespit edilmiş olması, hukuk devleti anlayışının ülkede yerleşmemiş olması, siyasal iktidarların hukuka uygun olmayan eylem ve davranışları denetleyecek bağımsız yargı ve etkin sivil toplum mevcut olmamasıdır. Erdem vd. (2006)'e göre ise konversiyona başvurulmasının nedenini cari faiz haddinde meydana gelen düşmelere bağlamaktadır. Bu durumda tahvillerin ihraç edildikleri duruma göre fiyatları artmakta, ellerinde tahvil bulunduranlar kar ederken devletin borç yükü artmaktadır. Bu durum da devlet piyasa cari faiz haddine uygun yeni tahviller ihraç ederek borç yükünü hafifletmeye çalışacaktır.

Türk (1999) hukuki bakımdan cebri, ihtiyari ve mecburi olmak üzere üç şekilde borçların değiştirildiğini belirtmektedir. Cebri değiştirme de tahvil sahibinin herhangi bir alternatif sunulmadan yüksek faizli tahvil karşılığında düşük faizli tahvili kabul etmesi sağlanır. Fakat devletin kredibilitelerini olumsuz etkilediği için nadiren başvurulmuş bir yöntemdir. Devlet borçlarının ihtiyari değiştirilmesinde ise tahvil sahibi isterse eski tahvilini elinde tutar, isterse aynı anapara değerindeki yeni fakat düşük faizli devlet tahviliyle değişim yapılır veya isteğine bağlı olarak kendine erken ödeme yapılabilir. Borçların mecburi değiştirilmesinde tahvil sahibine eski tahvili düşük faizli yenisiyle değiştirmek veya erken ödemeyi kabul etmek alternatifi sunulmuştur Uygulama da en çok bu yöntem kullanılmaktadır. Mecburi değiştirmede tahvil sahiplerine sunulan alternatif için belirli bir süre tanınır. Tercihlerini beyan etmeyen tahvil sahipleri tahvillerinin yenileri ile değiştirilmesini kabul etmiş sayılır.

İnce (1996); borç sözleşmesinin değiştirilmesinde kullanılan teknikleri dörde ayırmaktadır: başa baştan yapılan konversiyon, başa başın altında konversiyon, kademeli konversiyon fark ödemeyi gerektiren konversiyon.. Başa baştan yapılan konversiyon, faiz oranlarının düşmeye başladığı dönemde yüksek faizli devlet iç borçlanma senetlerinin düşük faizli senetlerle değiştirilmesidir; başa başın altında konversiyonda piyasa faiz oranlarının düşmeye başladığı dönemde DİBS'lerinin daha düşük faizli DİBS'leri ile değiştirilmesi yanında borcun nominal miktarında da artış sağlanmaktadır. Kademeli konversiyonda, borç senetlerinin faiz oranları piyasadaki faiz

oranlarındaki düşmeye birden bire değil kademeli olarak geçirilir. Fark ödenmeyi gerektiren konversiyon şeklinde tahvil sahipleri hem faiz düşüşünden korunmakta hem de gelir düzeylerinde bir değişme olmaması için, piyasa faiz oranlarındaki düşmeye karşılık belirli bir ölçüde anapara fazlası ödemeye çağrılmaktadır. Sonuçta yeni ödenmesi istenen anapara fazlası piyasa faiz oranı ile borcun faiz oranı arasındaki farkın karşılığı olmakta ve devletin ödemesi gereken faiz yükü değişmediği halde, borç miktarı artmaktadır.

Erdem vd. (2006), konversiyonun yarattığı etkileri gerek devlete borç verenler gerekse devlet açısından olmak üzere iki yönlü ele almaktadır. Konversiyonun alacaklılar yönünden etkisi genelde olumsuz olarak değerlendirilmektedir. Özellikle zorunlu konversiyonda devlete borç verenlerin konversiyon işlemini kabul edip etmeme konusunda herhangi bir tercih hakkı yoktur. Dolayısıyla bu durum daha sonraki dönemlerde yapılacak borçlanmalar için devletin kredibilitésini düşürmektedir. Konversiyon işleminin yapılmasının devlet için yararı ise alacaklılara ödenen faizin azalmasıdır. Böylelikle bir transfer harcaması olarak faizin kamu bütçesi üzerinde yarattığı yükte azalmaktadır.

2.6.1.2. Konsolidasyon (Borçların Tahkimi)

Devlet borçları değişik vadelere göre ihraç edilirler. Devlet içinde bulunan ekonomik ve mali ortam ile borçlanacağı kesimlerin borcun vadesi konusundaki görüş ve tercihlerini de göz önünde bulundurarak borcun geri ödeme süresini belirler. Ancak bir devlet borcu ne kadar uzun vade de ihraç edilirse edilsin geri ödeme süresi yaklaştıkça kısa vadeli bir borç şekline dönüşür (Saatçi, 2007). Bu durumda devlet borcun bileşiminde değişiklik yapmak zorunda kalarak konsolidasyona yani tahkime başvurabilir.

Tahkimin kelime anlamı sağlamlaştırma'dır. Tahkimi basit olarak kısa vadeli borçların uzun vadeli veya süresiz borç haline getirilmesi olarak tanımlamak mümkündür (Eğilmez ve Kumcu, 2002; 154). Erdem vd. (2006)'a göre devletin konsolidasyona başvurmasının temelinde iki nedeni mevcuttur. Bunlardan birincisi Hazine'nin vadesi dolan borçların geri ödemelerini yapmaya yetecek kadar parasının olmamasıdır. İnce (1996)'a göre konsolidasyon işlemi ile borçların ödenememesi sonucunun verdiği borçluluk durumu ve bu durumun yarattığı mali sıkıntı ve sakıncalar

ortadan kalkmaktadır. İkinci ise borç geri ödemesiyle (özellikle enflasyonist dönemlerde) ekonomiye ek alım gücü enjekte edilmesinden kaçınılmasıdır.

Konsolidasyon işlemi genelde iki şekilde yapılır; isteğe bağlı ve cebri. İsteğe bağlı tahkimde, kısa vadeli borç senetlerini uzun vadeli borç senetleri ile değiştirilirken alacaklılara değişik menfaat sağlanır. Alacaklılar uzun vadeli borç senetlerini tercih ettiği zaman ellerindeki borç senedini vererek yeni senedi alır (Tural, 1992, 51). Bu işlemin gerçekleştirilmesinde karşılaşılan günlük kısa vadeli borç senetlerinin vadelerinde ödenmesinin senet sahiplerine sağlayacağı avantajlarla karşılaştırılmasında karşılaşılan güçluktur. Devletin itibari yerinde ise ve tasarruf sahiplerinin Hazine bonolarının vadelerinde kendilerine ödenmesi halinde eldeki fonları başka alanlara plase imkanları yoksa, Hazine bonoları sahipleri bonolarını uzun vadeli devlet tahvilleri ile değiştirecektir. O zaman devletin konsolidasyona başvurmasına gerek yoktur. Zira eski Hazine bonusu sahipleri devlet konsolidasyon gitmese de bonolarını yeni hazine bonoları ile değiştireceklerdir. Halbuki konsolidasyon devlet için pahalı bir işlemdir. Devletin itibarı zayıflamışsa ve konsolidasyon faydalı ise tasarruf sahipleri devletten büyük menfaatler isteyeceklerdir. Bu durum da konsolidasyon son derece pahalı bir işlem haline gelecektir; üstelik konsolidasyonun tam başarısını sağlamakta mümkün olmayacaktır (Türk, 1999;286).

İkinci konsolidasyon ise cebri konsolidasyondur. Cebri konsolidasyon da iki şekilde gerçekleşmektedir. İlk olarak alacağı tek taraflı bir karar geri ödeme zamanı gelmiş olan veya vadesi yaklaşan borçların vadelerinin uzatıldığını alacaklılara duyurur. Ya da alacaklıları ellerinde bulunan geri ödenme zamanı gelmiş olan veya yaklaşan borç senetlerini ya da borç senetlerini yeni ihraç etmiş olduğu uzun vadeli borç senetleri ile değiştirmelerini zorunlu tutar. Doğal olarak burada sözü edilen tek taraflı karar veya zorunluluk keyfi bir karar veya zorunluluk olmayıp hukuki bir yaptırımdır. Bu durum da devletten alacaklı durumda olanların alternatif herhangi bir davranış hakkı olmayıp sözü edilen uygulamayı kabul etmeleri gerekmektedir (Erdem vd., 2006; 230).

İnce (1996)'ye göre uygulamada daha çok isteğe bağlı tahkime rastlanmaktadır. İsteğe bağlı tahkim de alacaklı yeni çıkan uzun süreli senet almak ya da parasını geri istemek gibi farklı alternatiflere sahip olabilmektedir. Dolaylı veya doğrudan uygulanabilir Doğrudan tahkimde devlet yeni uzun süreli borçlanmaya giderken bir kısım süresi gelmiş borç senetlerinin para karşılığı olarak yeni senetlerin satın alınmasında kabul edilebileceğini duyurur. Ancak tahvil sahipleri bu olanağı kullanıp

kullanmama konusunda serbesttir. Dolaylı yolda ise devlet uzun süreli borçlanma yolu ile diğer borçlarını öder. Böylece eski borç ve yeni borç alacaklısı değişmiş olur. Uygulamada daha çok doğrudan tahkime gidilmektedir.

Devlet açısından etki ve sonuçlarına bakarsak (Keleş, 2003'den Akt. Tağa, 2003; 80).

- Konsolidasyon sonucu devlet, borçlarını uzun süreli bir ödeme planına bağlamak olanağı kazanır,
- Konsolidasyon işlemi, ister isteğe bağlı olsun, isterse devlet zoruyla yapılsın alacaklıların kaybolan menfaatleri karşılığı onlara yeni menfaatler sağlanır,
- Konsolidasyon, devletin borç yükünü arttırır. Bu, faiz yükünün artması sonucudur,
- Konsolidasyonun beklide en önemli sonucu, bunun ekonomi düzende deflasyonist bir etki yapmasıdır. Piyasa da talep eksikliği hissediliyorsa, konsolidasyon yoluyla fertlerin eline yeni satın alma gücü ve olanaklarının geçmesinin önlenmesi, deflasyonist eğilimlerini daha da şiddetlendirir.

2.7. Seçilmiş Ülke Örneklerinden İç Borç Yönetimi Uygulamaları

1980'li yıllara kadar birçok ülkede borç yönetimi para politikasının bir uzantısı olarak kabul edilmekteydi. 1990'lı yıllardan itibaren ise borç yönetimi, maliyet-risk değiş tokuşu bağlı olarak görülen ayrı bir politika aracı olarak görülmeye başlandı. Bazı ülkeler de bağımsız borç yönetimi ofisleri oluşturulurken bazı ülkeler de maliye politikası ve mali yönetimi yürüten birimler arasında daha bir açık denge kurulmaya çalışılmıştır veya borç yönetimi Maliye Bakanlığı altında şekillenmiştir (Currie, Dethier ve Togo, 2003). Thomas vd., 1999'e göre ülkelerin farklı ekonomik tecrübeleri borç yönetimi uygulamalarını özellikle borç yönetiminde kullanılan araçların seçimini etkilemektedir. Piyasa payı, piyasa yapısı, sermaye piyasasındaki katılımcıların tercihleri borç yöneticilerinin tercihlerini etkileyen önemli unsurlar olarak sıralanabilmektedir. Maliyet ve riski dengelerken kullanılan araçlar, bu farklı unsurlar göz önünde bulundurularak şekillendirilmekte ve borç yönetiminin tercihlerini etkilemektedir Dolayısı ile Tüm ülkeler için geçerli olan tekil bir portföy yapısı yoktur. Borç portföyleri ülkelerin önceliklerine ve piyasaya koşullarına uymaktadır. Farklı OECD ülkelerinin borç portföylerinin taşıdığı yüksek risk, borç yönetimi hedeflerinin

yeniden tanımlanmasını sağlamıştır. Bu hedefler borçlanma senetlerinin ihracı ve borç servisi fonksiyonundan borç yapısına riskin sistematik yönetimi ve böylelikle kamu finansmanın piyasadaki yıkıcı etkisini azlatılması ve mali hedeflere ulaşılmasının önündeki engellerin kaldırılmasına dönüşmüştür.

Bir çok gelişmiş ülkenin yüksek kamu borç stokuna rağmen borçlarını çevirmesinde ülkelerinin ihtiyaçlarına göre oluşturdukları borç yönetim birimleri ve borçlanma araçları önemli rol oynamaktadır. Aşağıdaki tablo seçilmiş ülke örneklerine göre kamu borçlarının ulaştığı düzeyi GSYİH'nin oranı olarak ortaya koymaktadır.

Tablo 6. Seçilmiş Ülke Örneklerine Göre Kamu Borçları:1999-2008
(GSYİH'NİN %'Sİ OLARAK)

Ülkeler	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008
İtalya	106.7	103.6	102.7	99.5	96,8	96,2	97,5	96,7	95,3	97,7
Yunanistan	103.3	106.9	109.7	109.2	106.4	108	109.0	106,1	105.0	107
Japonya	97.1	106.2	123.6	137.6	141	157	163.8	160,7	162,9	
Yeni Zelanda	35.5	32.6	30,5	28,8	26,8	24.0	22,5	22	20,8	21,1
İsveç	64,4	57,3	49,2	47,3	48,3	47,3	46,7	42,8	37,2	36
ABD	39,4	34,4	33	33,8	35,4	36,6	36,7	36,6	36,2	40,4

Kaynak: <http://stats.oecd.org/index.aspx> (Erişim: 21.06.2009)

Tabloda görülen ülkelerin borç yönetimi uygulamaları, iç borçlanma da kullandıkları araçlar, borç yönetimini yürüten borç yönetim ofislerinin genel özellikleri ise daha ayrıntılı bir şekilde ele alınacaktır.

2.7.1. ABD İç Borç Yönetimi

Amerika Birleşik Devletleri son dönemler de yaşadığı ekonomik durgunlukla birlikte gelir ve giderleri arasındaki fark kamu açıklarına yansımakta ve eriştiği düzey ikiz açıkları da olumsuz etkilemektedir (Roubini, 2006). Ekonomisinin büyüklüğü de göz önüne alındığında Amerika için finansman problemlerini çözümlenmesinde borç yönetimi büyük önem kazanmaktadır.

ABD'de iç borç yönetimi Hazine bünyesinde yürütülmektedir. Amerikan Hazinesi'de borçların yönetiminde birincil amacı kamunun borçlanma ihtiyacını en düşük maliyetle gerçekleştirmek olarak belirlemiştir. Bu amaca ulaşmak için kullanılacak en iyi yolun borçlanma senetlerinin tahmin edilebilir düzenli aralıklarla piyasaya sürülmesi olduğu düşünülmektedir. Böylelikle karar verme sürecinde şeffaflık sağlanarak ihale sürecinde sürekli yeniliklerin sağlanması da hedeflenmektedir. Düzenli ve tahmin edilebilir ihraçlar ise beklenmeyen borçlanma gereksinimlerinde borçlanma

senetlerine olan talebin değişmesi riskini taşımaktadır. Bu riskleri azaltmak için ekonomik şartlar, maliye politikaları ve piyasadaki faaliyetler yakından izlenmektedir. Analiz ve incelemelere bağlı olarak gerekli görüldüğünde piyasa katılımcılarının ihtiyacına yanıt vermek amacıyla yeni ihraçlar yapılabilmektedir.

Borç yönetimi politikasındaki değişikliklere karşı her üç aylık çeyrek dönemler de yeniden düzenleme yapılmaktadır. Bu süreç birincil alıcılar (primary dealers) aracılığı ile özel sektörden alınan önerilerle başlamakta, yirmi birincil aracı ile yüz yüze görüşülmektedir. Birincil araçlarla görüşüldükten sonra Hazine Borçlanma Danışma Komitesi'nin görüşlerine başvurulmaktadır. Bu komitenin katılımcılar arasında Hazine ile borçlanma senedi alışverişi yapan veya Hazine kağıtlarına büyük oranda yatırım yapan firmalardan temsilciler de yer almaktadır. Komite sorulara yanıt vermekte ve resmi raporlarla toplantılar kamu oyuna duyurulmaktadır. Aşağıdaki tabloda genel hatlarıyla Amerikan Borç Yönetiminin Kurumsal Yapısı ele alınmaktadır. (<http://www.ustreas.gov/offices/domestic-finance/financial-markets/>) (Erişim:03.05.2009)

Tablo 7. ABD Borç Yönetim Kurumsal Yapısı

	Borç lanmadan sorumlu Kurum-Borç Yönt. Otortesi	Borç Yönetim Ajansı	BorçYönetiminin TemelAmaçları	Performans ölçümü	Para Politikası Uyumu	Merkez Bankasından Borçlanma
ABD	Hazine	Federal Resarve Sistemi	Kamu finansmanı, Maliyet minimizasyonu Dengedeki Mevcut vade yapısının korunması	Evet	Yok	Hayır

Kaynak: Mylonas, 2000

Hazine tarafından yönetilmekte olan borç yönetimi birçok alt birimden oluşmaktadır. İç Finansman Departman'ı da bu birimlerden biridir. İç Finansman Birimi ise, Finansal Kurumlar (Financial Institutions), Finansal Piyasalar (Financial Markets), Mali Servis (Fiscal Service) izleyen alt ofislerden birimlerden oluşmaktadır. Bu alt birimler ise kendi içerisinde koordineli bölümlere ayrılmıştır. Bu birimler ve faaliyetleri ise aşağıda sıralanmaktadır.

i- Finansal Kurumlar Ofisi: Finansal Kurumlar Politikası, Finansal Eğitim, Kritik Altyapı Koruma ve Savunma Politikası ofislerinden oluşmaktadır. Finansal Kurumlar

Politikası Ofisinde Hazine'nin finansal kurumların düzenleyen yasaların etkilerini analiz ederek koordine etmektedir. Bu finansal kurumlar sigorta şirketlerinden kamu sektöründe desteklenen girişimlere kadar farklı birçok kurumu etkilemektedir. Finansal Eğitim Ofisi Hazine'nin finans politikaları ile ilgili bilgilendirilmesinden ve Hazine ile diğer ofisler arasındaki bilgi koordinasyonunun sağlanmasında sorumludur. Kritik Altyapı Koruma ve Savunma Politikası ofisi finansal piyasa da hizmet veren kurumların altyapıları korunması için Hazine de uygulamaya konan ve geliştirilen politikalarla koordinasyonlarının sağlanmasına çalışmaktadır.

(<http://www.ustreas.gov/offices/domestic-finance/financial-markets/>)

(Erişim:03.05.2009)

ii- Finansal Piyasalar Ofisi: Hazine'ye iç borçlanma, finansal piyasalar, yerel yönetimlerin finansmanı, mali varlıklar ve özelleştirme konusunda tavsiyede bulunan en üst birimdir. Finansal Politikalar Ofisi, Federal Finansman Ofisi ve Devlet Finansal Politikalar Ofisi olmak üzere iki temel alt birimden oluşmaktadır. Hazine Finansmanı, kamu borç yönetimi, ülke içerisindeki ekonomik durumlara bağlı olarak piyasaları düzenlememe ve future piyasalarını içeren düzenlemeleri yürütmek bu birimce yürütülmektedir. Ofis ekonomik ve finansal piyasaları gelişimini izlemekte ve analiz etmektedir. İhtiyaca bağlı olarak yeni borçlanma araçlarının meydana getirilmesi, ülke dışından iç borçlanma araçlarının temin edilmesi, Hazine borçlanma piyasasını etkileyen vergilerin sunumunu da izlemektedir. Bu ofis içinde Federal Finansman Ofisi Borç Yönetim Ofisi, Finansal Politikalar Ofisi, Sahte Para Basımı Engelleme Ofisi olmak üzere üç alt birime ayrılmaktadır. Devlet Finansal Politikalar Ofisi ise Politika Ve Yasal Düzenlemeler Ofisi, Federal Finansman Bankası'ndan oluşmaktadır.

(<http://www.ustreas.gov/offices/domestic-finance/financial-markets/>)

(Erişim:03.05.2009).

iii-Mali Servis Ofisi: Nakit yönetimi, fonların yönetimi ve yatırımlar, borçların toplanmasını izleyen Mali Operasyonlar ve Politikalar ofisi ile devletin borç ödemelerinin hesaplandığı Hesaplama Politikası Ofisinden oluşmaktadır.

(<http://www.ustreas.gov/offices/domestic-finance/financial-markets/>)

(Erişim:03.05.2009)

Amerikan Hazinesi tarafından kullanılmakta olan borçlanma araçları ise şu şekilde sıralanmaktadır

a- Hazine Bonoları: Amerika Hazine Bonoları düzenli haftalık periyotlarla piyasaya sürülmektedir. 4 haftalık, 12 haftalık ve 25 haftalık vadelere sahiptir. Nakit yönetimi

için kullanılan bu bonoların vadeler gerektiğinde bir günden bir yıllığa kadar da değişebilmektedir. İskontolu olarak satılan bu bonolar da ara dönemlerde faiz ödenmemektedir.

b- Sabit getirili borçlanma araçları: Orta ve uzun vade de tercih edilen araçlardır. Orta vadeli borçlanma araçlarının 2 ile 5 arasındaki tahvillerdir. Bu kapsamdaki araçların 6 aylık dönemler de faizleri ödenmektedir. Ödenecek faizin miktarı ihale sırasında belirlenmektedir. Kullanılan ihale ise tek fiyat ihalesidir. Uzun vadeli araçlar 5 yıldan daha uzun vadeye sahiptir. Hazine 10 yıllık ve 30 yıllık vadeye sahip araçlarda kullanılmaktadır.

c- Endeksli Tahviller: Bu kapsamda 1997 yılından bu yana kullanılmakta olan enflasyona endeksli tahviller bulunmaktadır. Bu tahvillerin kullanım amacı yatırımcı tabanını genişletmektedir.

Sack ve Elsasser (2004)'e göre; Hazine'nin enflasyona endeksli borçlanma araçlarının nominal borçlardan farkı; geri ödemelerin tüketici fiyatları endeksine bağlı olmasıdır. Bu araçla birlikte tüketiciye bir nevi enflasyonu kompanse etme imkanı sağlanmaktadır. Nominal borçlanma senetlerine yapılan ödemeler zaman içerisinde düşerken enflasyona endeksli senetlerde böyle bir durum ortaya çıkmamaktadır. Daha özel bir durum olarak ikinci ve üçüncü aylarda tüketici fiyatlarındaki artışa bağlı olarak enflasyona endeksli senetlerin değeri de artmaktadır. Endekslemeden dolayı tahvilin reel değeri sabit kalmaktadır. Fakat Alesina vd. (1990)'a göre endeksli bonoların para politikasının olumsuz etkisini büyütebilmektedir. Kısa dönemli faiz oranlarındaki değişim kamu borçlanmasının büyüklüğü üzerinde etki yaratabilmektedir.

Sack ve Elsasser (2004), enflasyona endeksli tahvillerin Amerika'daki etkilerini inceledikleri dönemde hem olumlu hem olumsuz yanları olduğunu görmüşlerdir. 1997 yılında enflasyona endeksli senetler kullanılmaya başlandığında yatırımcı tarafında büyük ilgi görmüş ve yatırımcı tabanının genişletilmesinde etkili olmuştur. Fakat enflasyonun öngörülen değerinden daha yüksek bir rakamı bulduğu durumlarda enflasyonu kompanse etmek için ödenen primlerin Hazine'ye maliyeti artabilmektedir. Amerika da enflasyona endeksli senetler 10 yıllık vadelerle piyasaya sürülmektedir. Dolayısıyla likiditesi görece düşük olan bu borçlanma araçları ekonomik durgunluk zamanında da daha az talep edilir hale gelmiştir.

d- Tasarruf Bonoları: 50,75,100, 200,500, 1000, 5000 ve 10.000 dolar ile satın alınabilen bonolardır. 2005 yılından bu yana kullanılmaktadır. Sabit getirili araçlardır.

Borçlanma araçları satılırken kullanılan teknik ise tek fiyat ihalesidir. İhalede gereksinim duyulan minimum tutar 100 dolardır. Amerika da borç yönetiminde kullanılan aktif strateji ise geri alım ihaleleridir. Geri alımlar (buybacks) uzun vadeli devlet iç borçlanma senetlerinin geri alımından ibarettir, hem erken geri almayı hem de borcun değiştirilmesini kapsar. 1996 yılında İtalyan merkez bankasının OECD ülkeleri arasında yaptığı araştırma buybacklerin (geri alımların) hem borcun riskini azaltma hem de borç servisinin maliyetini düşürmek için sıklıkla başvuru olan bir yöntem olduğunu göstermiştir. Geri alımlar borç servisinin düşürülmesine şu şekilde yardımcı olmaktadır: erken borç geri ödenmesi durumunda borç stokundaki değişmeye bağlı olarak borç servisi de düşecektir. Alternatif olarak borcun değiştirilmesi ikincil piyasalarda likiditenin arttırılmasını sağlamaktadır. Likit borçlanma araçları diğer çeşit borçlara göre daha kolay fiyatlandırılıp alınıp satılabilmektedir. Artan likidite aynı zamanda bol miktarda alınıp satılabilecek verimli bir piyasa anlamına gelmektedir. Ayrıca buybacklar özel sektör ve kamu sektöründe ki asimetrik bilgiden faydalanılarak maliyetlerin de düşürülmesini sağlar (Markasi, 2000).

Garbade ve Rutherford (2007) ise geri alımları Amerika borç yönetiminde kullanımını analiz etmişler ve şu şekilde bir tanımlama getirmişlerdir: Hazine'nin geri alım yapması Amerikan Hazine'sinin borçlanma senetlerini geri alarak arkadan gelen borç ödemelerinin iptal edilmesidir. Bu teknik diğer olağan üstü borç yönetimi tekniklerindeki gibi vade değiştirilmesinden daha farklı bir durumdur. Karşılıklı konsensüse dayanır ve çoğunlukla bütçenin fazla verdiği dönemler de kullanılmaktadır. Geri alımların Amerika'nın borç yönetimine sağladığı faydalar ise şu şekilde sıralanmaktadır:

- i- Açıklar düşerken piyasaya yeni sürülmüş borçlanma senetlerinin likiditesini arttırma
- ii- Büyük ve maliyetli borçları sınırlandırma,
- iii- Borçlanma senetlerinin maliyetlerindeki dalgalanmaları azaltma
- iv- Hazine kağıtlarının likiditesinin artması faizlerin düşmesini de sağlamaktadır.

2.7.2. İtalya İç Borç Yönetimi

İtalya 1980'li yıllara yaklaşırken borçlanma vadesi hızla kısalmaktaydı. 1981 yılında borçların %60'ı bir yıldan daha kısa vadeye sahipti. Aynı yıllarda toplam borç stokunun ortalama vadesi ise bir buçuk yıldan daha kısaydı. Bu borçlanmanın

neredeysi tamamı iç borçlanmaydı. Aynı dönemler kamu borç stokunun GSYİH'ya oranı %100'ün de üzerindeydi. İtalyan otoriteleri borç servisin azaltmayı ve Avrupa Birliğinin beklediği liberalizasyon ile birlikte para ve maliye politikasında istikrarı hedeflemekteydi (Alesina vd., 1990; 95). Dolayısı ile İtalya için borç yönetiminin başarı kazanması zaruri idi. Yaptığı çalışmalarla zaman içerisinde kamu borç stokunda düşüş trendi yakalayan İtalya'nın borç yönetiminin tecrübelerini ele almak da bu anlamda önem kazanmaktadır.

İtalya da borç yönetimi yetkisi Ekonomi ve Finansman Bakanlığı'na aittir. Bakanlık faaliyetlerini Kamu Borç Yönetimi Direktörlüğü ile birlikte idare etmektedir. Hazine, Ekonomi ve Finans Bakanlığı bünyesindeki beş birimden oluşmaktadır. Kamu Borç Yönetimi Direktörlük'ü şu alt birimlerden oluşmaktadır: iç finansman ve dış finansman, risk yönetimi, kamu borçları istatistik ve bilgi sistemi, yerel yönetimlerin borçlarının izlenmesi, insan kaynakları ofisi yanında kamu borç yönetimi tekniklerini geliştiren bir alt yapı sistemi. Borç yönetimi İtalyan Merkez Bankası ile diyalog içindedir.

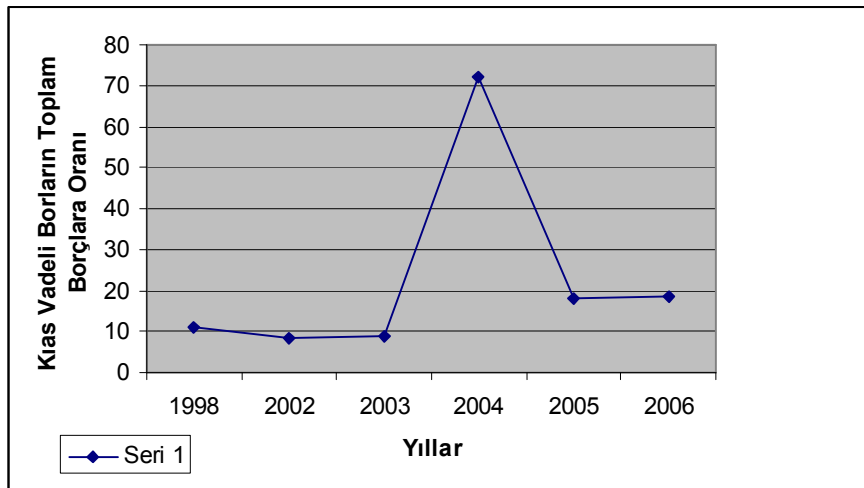
(<http://stats.oecd.org/WBOS/Index.aspx?DataSetCode=CSP2009>)(Erişim:03.02.2009)

İç borç yönetiminde kullanılan borçlanma araçları ise çeşitlilik göstermektedir. Alesina vd. (1990)'a göre borç yönetiminde ağırlıklı tercih edilen araç fiyat değişimlerine endeksli bonolar ve kısa dönemli faiz oranlarına endeksli bazı araçlardır.

İç borçlanma da kullanılan başlıca araçlar şu şekilde sıralanmaktadır. Hazine Bonoları: vadesi bir yıl kadardır. Özellikle orta ve uzun vadeli bonolardan günden güne borçları izleyip portföy düzenlemekten kaçınan hane halkını borç vermeye teşvik etmek için kullanılmıştır. Genel karakteri 3,6,12 aylıktır. Tahviller ise sabit getirili araç olarak kullanılmaktadır. Kısa dönemli tahviller de 1 yıllık tek defada faiz ödemesi yapılan borçlanma araçlarıdır. Orta dönemli borçlanma araçları 3-5 yıllık dönemi kapsamaktadır. 6 aylık periyotlarda faiz ödemesi yapılmaktadır. Uzun dönemli bonolar ise 10, 15, 30 yıllık periyodu kapsamaktadır. Birincil ve ikincil piyasayı desteklemek, uzun dönemli yatırımcı tabanını genişletmek ve yatırım eğrisinin her aşamasında likidite sağlamayı amaçlamaktadır. Kuponlu olarak piyasaya sürülmekte, altı ayda bir faiz ödemesi yapılmaktadır. Anaparası ise tek defada ödenmektedir.

Kullanılan diğer bir borçlanma aracı ise enflasyona endeksli bonolardır. 2003 yılından itibaren kullanılmaya başlayan enflasyona endeksli tahviller de tüketici fiyatları endeksi baz alınmaktadır. 2003 yılında 5, 2004 yılında 10, 2007 de 15 yıllık vadelerle piyasaya sürülmüştür. İtalya da kullanılan bir diğer borçlanma aracı değişken

faizli tahvillerdir. 7 yıllık vadelere sahip olan araçlar borçlanma da en çok tercih edilen araçlar haline gelmişlerdir. Sıfır Kuponlu Hazine Sertifikaları hane halkı için orta uzun dönemli, ikincil piyasalarda tercih edilen araçlardır. Vadeleri iki yıldır. Tasarruf bonoları da 2003 yılında kullanılmaya başlayan borçlanma araçlarından biridir. Bu borçlanma araçlarının en ilginç özelliği postahaneler de piyasaya sürülmesidir. İstek üzerine geri ödeme yapılmaktadır. Fakat vade dolmadan geri ödeme isteği yapıldığında faizi ödenmemektedir. (<http://stats.oecd.org/WBOS/Index.aspx?DataSetCode=CSP2009>) (Erişim:03.02.2009). Aşağıdaki grafikte İtalya da borçlanma kullanılan senetler içerisinde kısa vadeli senetlerin payı görülmektedir. Grafik 1999-2006 yılları içerisinde kısa vadeli borçlanmaların azalma seyrine girmekle birlikte konjonktürel ihtiyaçlara bağlı olarak dalgalanma gösterdiği görülmektedir.



Grafik1. İtalya da Kamu Borçlanmasında Kısa Vadeli Borçların Değeri (TOPLAM İÇİNDE % OLARAK)

Kaynak:<http://epp.eurostat.ec.europa.eu/portal/page/portal/eurostat/home/>

Satış tekniği olarak ise rekabetçi ihaleler kullanılmaktadır. 2002'den itibaren geri alım ihaleleri kullanılmaya başlanmıştır. 2004 yılında da ikincil piyasalar da doğrudan talep edilebildiği ve devletin doğrudan izlediği ekran temelli ihale sistemi getirilmiştir.

2.7.3. Yunanistan İç Borç Yönetimi

İtalya gibi uzun yıllar yüksek kamu borçları ile boğuşan bir diğer ülke Yunanistan'dır. Yunanistan deneyimi ile İtalya'nın uygulamaları da paralellik göstermektedir.

Yunanistan Borç Yönetiminde Ekonomi ve Finans Bakanlığı'na bağlı iki birim sorumludur: Borç Yönetim Direktörlüğü ve Kamu Borç Yönetim Ajansı. <http://stats.oecd.org/WBOS/Index.aspx?DataSetCode=CSP2009> (Erişim:03.02.2009):

a-Kamu Borç Direktörlüğü: Bu birim yalnızca kamu borçlarını kayıt etme ve borç servisi yapmakla görevli değildir. Borçlanmayı aynı zamanda bir maliye politikası aracı olarak da kullanmaktadırlar. Bu görevini borca ait projeksiyonları hazırlanıp geleceğe ait tahminlerin yapılması, borç servisini yapılması, borçların toplam büyüklüğünün Avrupa ve Uluslar arası standartlara bağlı olarak hazırlanması, istatistiki bilgilerin hazırlanması ve düzenli aralıklarla yayımlanmasının sağlanması, borçlanmanın hukuki alt yapısının hazırlanması işlemlerini yürütmektedir.

b-Kamu Borç Yönetim Ajansı: 1999 yılında kurulmuştur. Kamu borçlanmasında kullanılacak iç borçlanma araçlarına ait portföyü hazırlar. Bu amaçla kamu finansman gereğinin tesbit edilmesi, borç servisi maliyetlerinin belirlenmesi, borç portföyünün oluşturan araçların vade yapısı görevini yürütmektedir.

İç borçlanmada kullanılan belli başlı araçlar ise şu şekilde sıralanmaktadır: Hazine bonoları, Euro birimiyle piyasaya sürülmektedir. 13, 20 ve 52 haftalık vadelerle piyasaya sürülmektedir. İkincil piyasalar da kolaylıkla alınıp satılabilmektedir. Euro Ticari Senetler Programı sıklıkla Merkezi Hükümet'in nakit dengesi problemleri ortaya çıktığında başvuru nakit yönetim araçlarıdır. 1 gün ile 365 gün arasında değişen vadeye sahiptir. İskontolu olarak satılan borçlanma araçlarıdır. İkincil piyasaları düzenlemek ve derinlik kazandırmak amacıyla kullanılmaktadır. Sabit getirili borçlanma araçları 3, 5, 10, 15 ve 30 yıllık vadelere sahiptir. İç borçlanma araçları ihale ve TAP usulü ile satılabilmektedir. Diğer ülkelerde enflasyona endeksli senetler olarak piyasaya sürülen iç borçlanma araçları Tüketici Endeksi ile Harmonize Edilmiş Tahviller adı ile piyasaya sürülmektedir. 2003 yılından bu yana kullanılan bu borçlanma araçları 20 yıllık vadelerle piyasaya sürülmektedir. Avrupa da Düzenlenmiş Tüketici Fiyatları Endeksine göre enflasyon belirlenmiştir. Fakat fiyat endeksi içerisinde tütün fiyatları yer almamaktadır. Yunanistan tasarruf bonoları kullanılmamaktadır. <http://stats.oecd.org/WBOS/Index.aspx?DataSetCode=CSP2009> (Erişim:03.02.2009)

Borçlanma da ihale yöntemi yalnızca Hazine bonoları ve 3 yıllık tahviller için kullanılmaktadır. Diğer borçlanma araçları sendikasyon yöntemi ile ihraç edilmektedir. Orta ve uzun vadeli borçlanma araçların da tercih edilen bu borçlanma şeklinde diğerlerinden farklı olarak sigorta şirketleri, emeklilik fonları gibi uzun vadeli borçları

sağlayan kurumlara öncelik verilmektedir. Borçlanma araçları birincil alıcılar kanalıyla piyasalara sürülmekte ve ihalelere yalnız birincil alıcılar katılabilmektedir. (<http://stats.oecd.org/WBOS/Index.aspx?DataSetCode=CSP2009>) (Erişim:03.02.2009).

İtalyan ve Yunan deneyiminde birçok benzerlikler gibi birçok farklılıklarda mevcuttur. Temel bulgular aşağıdaki gibidir (Camponoro ve Vistas, 2004).

- Her iki ülkede kamu borçlarındaki artışı sınırlamaktan çok borçları yönetmekte başarılı olmuştur. İtalyan tecrübesi genel olarak devlet borçları 1980 yılında GSYİH'nin % 67 sini 1990 yılında %98 ve 1995 %124 olmuştur. Yunanistan da genel kamu borçları 1980 i GSYİH'nin %38' 1990 %79 ve 1995 yılında 110'a ulaşmıştır. Her iki ülkede Hazne ve Merkez Bankası kamu sektörünün parasal finansmanının önüne geçebilmek için ayrılmıştır. İtalya da 1981'in ilk dönemlerinde bu konuyla ilgili çalışmalar başladı 1993 yılında İtalyan Merkez Bankasının İtalyan hazinesi etmesi yasaklandı. Aynı şekilde benzer bir çalışma 1993 yılında Yunanistan da yapıldı.
- Üçüncü benzerlik borçlanmanın büyük kısmının hane halkı sektörü tarafından sağlanmasıdır. Bunun temel nedeni da bankalardan borçlanmanın ve monatizasyonun önüne geçilmesidir. Her iki ülkede hane halkının tasarruflarının geniş bir arzı ve yabancı varlıklara ve alternatif varlıklara olan yatırımlarla sınırlandı. Devlet borçlanma senetlerinden elde edilen gelirin vergilendirilmesinde uygulanan tercihli vergi antlaşması önemli rol oynadı.
- Diğer bir genel özellik de kısa dönemden orta vadeli enstrümanlara kadar da değişken maliyetli senetlerin kullanılmasıdır. Bazı enstrümanlar yerel paralar tarafından yönetilmektedir ve bunların kısa dönem de değişken faizlidir. Diğer nominal sabit faizli kuponlar euroya veya diğer yabancı paralara endekslidir.
- Her iki ülke de fiyata endekli enstrümanlar çok az kullanılmıştır.
- Her iki ülke de büyük miktardaki kamu borçları ve yüksek faiz oranları nedeniyle faiz maliyetleri yüksek düzeye ulaşmıştır. İtalya da borçlanma 1993 yılında borçlar en üst düzeye ulaştı ve GSYİH'yı %12 geçti ve 1994 de % 14'e ulaştı. Her iki ülkede de faiz oranları yarıdan fazla düştü.
- Her iki repo işlemleri aktif kullanılmaya başlamıştır ve borçlanma senetlerinin ihracında modern teknikler kullanılmaya başlanmıştır. Her iki ülkede de diğer

Avrupa ülkelerinde ki likit ve verimli marketlerin varlığından faydalanmıştır. Diğer Avrupa ülkelerinden kurumsal yatırımcılar çekilmiştir.

Campanaro ve Vistas (2004)'a göre italya ve Yunanistan da olduğu gibi bir çok gelişmekte olan ülkelerde borç almanın gerçek maliyeti ve yeniden finansman riski tam olarak anlaşılamamıştır. Kısa dönemli enstrümanlara ve zorlamaya dayalı olarak alınan kaynaklara çok güvenmekteydi . Böyle ülkeler özellikle yüksek enflasyon ve verimsiz vergi toplama problemleri yaşamalarından dolayı politika da kredibilite problemleri ile karşılaşmaktadır. Bundan dolayı da borç yönetimi konusunda belirli bir düzenin uygulanmaya konulması zorlaşmaktadır. Uzun dönemli sabit faizli devlet borçlanma senetlerinin ihracı veya enflasyona endeksli senetlerin maliyeti çok yüksek olmaktadır, uygulanması zor ve üretkenlik dışı olmaktadır. Böyle ülkeler için, İtalyan ve Yunan tecrübesi çok değerlidir. Bu ülkeler için birincil adres riskin orta dönemden uzun döneme değişken maliyetli enstrümanların ihracı, hane halkını hedeflerken aynı zamanda birincil açığı basamak basamak azaltarak sürdürülebilir kamu borcu düzeyine ulaşmak ve borçlanma konusundaki operasyonlarda şeffaflık önemlidir. Zorlamaya dayalı borçlanmayı azaltmış, aktif para politikası ve ikincil piyasaları geliştirmiştir ve uzun dönemli sabit faizli araçlara yönelmişlerdir.

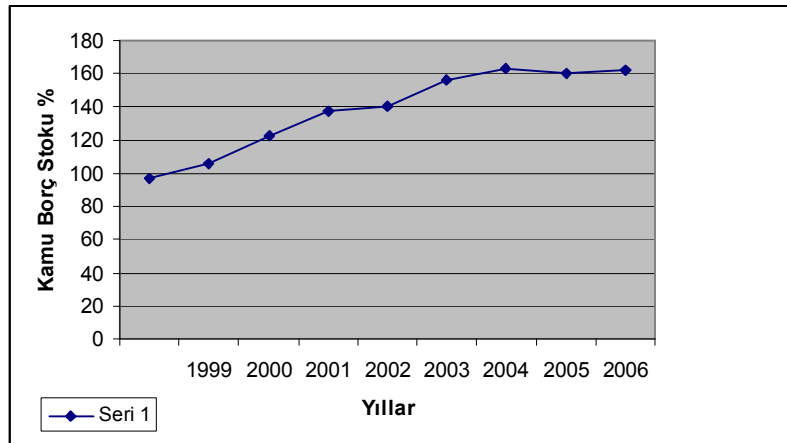
2.7.4. Japonya İç Borç Yönetimi

Japon kamu borçlanma piyasası Amerika'dan sonra ikinci büyük piyasadadır. Kamu açıklarının GSYİH'ya oranla yüksek kalması –OECD ülkeleri içinde en yükseği- önmümüzdeki birkaç yıl içinde OECD devlet borçlanma ihraçlarının %90'ını oluşturması beklenmektedir. Hem makro hem de mikro boyutta sorunlardan dolayı yatırımcılar euro-yen piyasasına yönelerek risklerini azaltmaya çalışmaktadırlar. Bu durum mevcut OECD ülkeleri içinde borç yönetiminin en önemli olduğu ülke konumuna getirmektedir (Mylonas vd., 2000).

Mylonas vd. (2000)'e göre etkin borç yönetimi için maliyetlerden gözle görülür miktarda tasarruf edilmesi gerekir. Borç senetlerinin ihracı için kurumsal anlamda düzenlemelere gidilmelidir (bu yeni ihalelerin yapılması ve daha likit brokerlar gibi) ve piyasanın liberalleştirilmesinin önündeki engeller kaldırılmalıdır, örneğin 1999 yılında ülke vatandaşı olmayanlara için işlem vergileri vb. yasaklanması gibi. Fakat verimsizliğe neden bazı noktalar hala devam etmektedir. Bunlar;

- Orta dönemden uzun döneme kadar ihraçların 10 yıllık aralıklardan oluşması, bu durumda getiri eğrisinde ölçülebilirliği eksiliği ve piyasanın likiditesine yavaş yavaş zarar verir,
- OECD ülkeleri içinde ülke vatandaşları dışında borçlanma senedi bulundurulmasının en düşük olduğu ülkedir,
- Nakit ve futureların tutulması oranı diğer ülkelere kıyasla en düşük olduğu ülkedir.
- Devlet borçlanma senetlerinin büyük kısmı kamu sektörüne ait kurumlarca tutulmaktadır,

Maliyet tasarrufu için birçok reform yapılmaktadır. Standart ihraçlar yerine yayılmış vadeler likiditenin arttırılmasına katkıda bulunabilir. Bunun için 1999 yılı itibariyle 1,3, 30 yıllık bonolar ihraç edilmeye başlanmıştır.



Grafik 2. Japonya da Kamu Borçlarının Gelişimi
(GSYİH 'NİN YÜZDESİ OLARAK)

Kaynak: Japonya Merkez Bankası, 2008

Japonya da borç yönetimini kurumsal yapısı tablo 8 de özetlenmektedir..

Tablo 8. Japonya İç borçlarının Kurumsal Yapısı

	Borçlanmadan sorumlu Kurum-Borç Yönetim Otortesi	Borç Ajansı Yönetim	Borç Yönetiminin Temel Amaçlar	Performans ölçümü	Para Politikası Uyumu	Merkez Bankasından Borçlanma
ya Japon	Maliye Bakanlığı	Japon Bankası	Düşük maliyetle ihraç	Evet, fakat resmi Ölçüm yapılmıyor	Y ok	Yeni ihraç edilen bonoların Alımı yasak (vadeli borçlar Hariç)

Kaynak: Mylonas vd., 2000

Japonya da devlet bonoları şunları kapsamaktadır:

a-Yeni Finansman Kaynağı Bonoları, yapım işleri gibi özel durumlar da kullanılmaktadır.

b-Mali yatırım ve borç programı bonoları

c-Kamu Açıklarını Finansmanında kullanılan günlük bonolar

d-Devlet nakit ödemelerini ikame etmek için piyasaya sürülen bonolar

e-Japon Ulusal Tren Yolu, Ulusal Petrol Şirketi, Horishu-Shidei Köprüsü'ne ait özel devlet tahvilleri

(<http://stats.oecd.org/WBOS/Index.aspx?DataSetCode=CSP2009>)(Erişim:03.02.2009):

Kullanılan borçlanma araçlarının genel özellikleri ise şu şekilde sıralanmaktadır: Hazine bonoları ve finansman bonoları. Hazine bonoları 6 ay ve 1 yıl arasında değişen vadelere sahiptir. Finansman bonoları ise çok daha kısa vadeli ve bütçe finansmanında kullanılmaktadır. Vade 13 hafta, 2 ay ve 6 aylık vadelere sahiptir. Sabit getirili borçlanma araçları ise 2, 4, 5, 6, 10, 20, 30 ve 40 yıllık geniş bir vade çeşitliliğine sahiptir. Ulusal Tren Yolu, Ulusal Petrol Şirketi, Horishu-Shidei Köprüsü'ne ait özel devlet tahvilleri de sabit getirili araçlar sınıfına girmektedir. Kısa dönemli tahviller 1 yıl, orta vadeli tahviller 1-5 yıl, uzun vadeli tahviller ise 5 yıldan uzun vadeye sahip tahvillerdir. Endeksli tahviller kapsamına 2004 yılında piyasaya sürülmüş olan, 10 yıllık vadeye sahip, enflasyona endeksli senetler girmektedir. Tasarruf bonoları da Japonya da kullanılan bir borçlanma aracıdır. Bireysel yatırımcıya ulaşmak için kullanılan tasarruf bonoları 2003 yılında kullanılmaya başlanmıştır. 10 yıllık vadeye sahip olanlar değişken faizli, 5 yıllık vadeye sahip olanlar sabit getirilidir (<http://stats.oecd.org/WBOS/Index.aspx?DataSetCode=CSP2009>)(Erişim:03.02.2009)

2.7.5. Yeni Zelanda Borç Yönetimi

Yeni Zelanda'nın toplam borçlarını düşürme çabalarının altında 1990 yılından itibaren dış borçların azaltılmasına öncelik verilmiştir..Bu amaç ile 1996 yılından itibaren bu hedef gerçekleştirmeye başlamış, bütçe fazlalarından elde edilen nakit ve yüksek iç borçlanma bu hedefin gerçekleşmesinde kullanılmıştır. Hükümet, Yeni Zelanda kamu iç borçlanmayı aynı zamanda bütçe fazlalarının devlet iç borçlanma senetlerine yatırılması ile likiditenin sağlanarak piyasanın derinleşmesini sağlamak amacıyla gerçekleştirmiştir (Thomas vd., 1999).

Yeni Zelanda 1990 yılına kadar borç yönetiminin kurumsal anlamda önemli sorunları mevcuttu. Gerek kurumlar arası gereke kurum içinde farklı birimler arasında bir koordinasyon sağlanamamıştır. Currie vd.(2003)'e göre; Yeni Zelanda da merkez bankacılar borç yönetimini hükümetin para politikasını canlandırmanın bir aracı olarak görmekteydi. Örneğin yabancı para ihracı ile yerli paranın değeri korunmaya çalışılmaktadır. Buna rağmen bu faaliyetler hükümet için önemli finansal risk de taşımaktadır. Bu durum kamu gelirlerini kendi parası ile elde eden hükümet için borç yönetiminin maliyet-risk değiş tokuşu amacı için çatışma yaşanmasına neden olmaktadır. 1980'li yıllara kadar da borç ve nakit yönetimi kararları Hazine'nin farklı birimleri tarafından yürütülmekteydi. Bunun yanında Hazine'nin borç yönetimi fonksiyonuna bağlı olarak koordineli alt birimler de tanımlanmıştır. Bu birimler yabancı para üzerinden yapılan borçlanmalar kadar birçok politika aracından da sorumlu görülmekteydi. Yeni Zelanda doları üzerinden yapılan borçlanmalar ve nakit yönetiminden sorumlu olan birim para politikasından da sorumludur. Bir diğer birim ise Hazine'nin banka hesapları ve hükümetin mali konudalardaki hesaplamalarından sorumludur. Raporlama konusunda Bakanlık ve yetkililer arasındaki koordinasyonda sınırlıydı. Birimler Bakanlığın nakit, faiz, kredi ve likidite riski konusundaki stratejileri nide çözmektedir. Bunun anlamı borç yönetimi, risk yönetimi konusunda izlenecek bir rehberde de her zaman sahip olunmaz iken düzenli aralıklarla yeni stratejilerin oluşturulması veya piyasa hareketleri konusunda veya bu yaklaşımları etkileyen faktörlerin değişiminin izlenmesi konusunda açık bir sorumluluğu da yoktur. Bakanlığın yönetiminde ciddi boşluklar söz konudur. Örneğin kredi limitleri açıkça tanımlanmamıştır. Özellikle kredi riskinin toplanmasına bağlı olarak farklı enstrümanlar kullanılması da açıkça tanımlanmaktadır. Bu açıklar portföy yapısının oluşmasında belirsizlikler oluşturmaktadır ve bunun nasıl açıklanacağı da belirsizleşmektedir. Bu da kararlı ve açık risk yönetimini zorlaştırmaktadır. Bu sonuçlara bağlı olarak borç yönetimden sorumlu birimlerin Hazine ve Bakanlığın hesap verilebilirliğinin olmadığı ilişkiler içinde karar verilmeye çalışılmaktaydı.

Yeni Zelanda modern anlamda borç yönetim ofislerinin kurulduğu ilk ülkedir. Borç yönetim ofisi Finans Bakanlığı bünyesinde oluşturulmuştur. Buna rağmen özel sektör ahlakına ve Bakanlık içinde kendi kurumsal kimliğine sahiptir. Borç yönetim reformları borç yönetim ofislerinin oluşmasına, para politikasından açıkça ayrılmasına, hedeflerin açıkça belirlenmesine, iç kontroller için organizasyon yapısının belirlenmesine daha iyi bilgi sistemi ve teknik ekibin oluşmasına olanak vermektedir.

Borç yönetim ofisi 1988 yılında devlet borçlanma senetlerinin riskinin yönetimi için kurulmuş ve bütçe üzerinde borç servisi tanımlarının yapılması kadar sermaye piyasasının değişikliğinin Hazine'nin diğer bölümlerince düzenlenmesine de olanak tanımaktadır. Hazine içinde bu borç yönetim ofislerinin oluşturulması, Yeni Zelanda borç yönetim etkinliğinin belirlenmesi ve hükümet borçlarının portföy yapısının oluşturulmasında önemlidir. Borç yönetimi kamu dengesinin oluşturulmasının çerçevesini de maliye politikası koordinasyonu ile sağlamaktadır (Currie vd., 2003). Düşük riskli bir portföy seçiminin yapıldığı Yeni Zelanda Borç Yönetim Ofisi'nde aynı zamanda aşamalı olarak yabancı para birimlerinden borçlanmayı sonlandırma düşüncesi vardır. Kuşkusuz bu tercih, mali risklerden uzaklaşmak amaçlıdır. Tüm finansal yükümlülüklerini günlük tabanda sürekli olarak izleyen borç ofisi bir özel sektör gibi risk yönetim tekniklerinden yararlanmaktadır (Bal, 1999, 197).

Borçlanma araçları ve ihraç şekilleri incelendiğinde ise borçlanma araçlarının daha çok Yeni Zelanda doları üzerinden ihraç edildiği görülmektedir. Kullanılan borçlanma araçları incelendiğinde hazine bonolarının kuponsuz olarak ihraç edildiği görülmektedir. Kullanılan iç borçlanma araçlarında daha çok sabit getirili olup altı aylık periyotlarda ödenmektedir. Kısa vadeli sabit getirili iç borçlanma araçları bir yıldan kısa vadeli. Orta vadeli araçlar 1 yıldan 5 yıla uzun vadeli araçların vadesi ise 5 yıldan daha uzundur. Endeksli bonolardan sabit kuponlu enflasyona endeksli bonoların tercih edildiği görülmektedir. Nakit dışı olarak ise 6 ay, 1 yıl ve 2 yıl vadeli bonolar kullanılmaktadır. İhraç yönetimi ise düzenli periyotlarla uygulanan TAP yöntemidir. İç borçlanma piyasası kısıtsız bir şekilde tüm bireysel ve kurumsal yatırımcılara açıktır (<http://stats.oecd.org/index.aspx>) (Erişim:21.06.2009).

2.7.6. İsveç İç Borç Yönetimi

İsveç borç yönetimini, Maliye Bakanlığı bünyesindeki borç yönetim ofisince yürütülmektedir. İsveç borç yönetim ofisi (SNDO), 18. yy'da kurulmuş olup, 1989 yılında parlamentodan ayrılıp Maliye Bakanlığına bağlanarak borç yönetim pratiklerinin geliştirilmesi amaçlanmaktadır. SNDO için belirlenmiş temel görev, devlet borçlanmasının (belirlenmiş ilkeler ve risk tercihleri çerçevesinde bağımsız olarak faaliyetlerini göstererek) maliyetlerini düşürmektir (Bal, 1999, 195).

. İsveç de borç yönetiminin önceliği para politikası ile çatışmayan politikalarla kamu açıklarını finanse etmek olmuştur. Currie (2003)'e göre Bu uygulamaların

temelinde, borç düzeyi yükselirken enflasyonun ivme kazanması olmuştur. Çünkü kamu açıklarının finansmanında enflasyonist finansman tercih edilen bir seçenek olmuş ve borç yönetimi tarafından borçlanma araçlarına bir alternatif olarak görülmüştür.

Merkezi yönetimin borç yönetimi ve hükümetin bu konuda izleyeceği yola karar verilirken borç yönetim ofisi ara ve ana hedefler belirlemektedir. Bu hedefler borç yönetim ofisi tarafından duyurulmaktadır. Bu duyurular içerisinde finansal politikalar yanında risk yönetiminde uygulanacak politiklar da yer almaktadır. Hükümet borç yönetim ofisine nakit ve faiz pozisyonu alma konusunda da yetki vermiştir (https://www.riksdagen.se/templates/RGK_Templates/TwoColumnPage_____1936.asp) (Erişim:21.06.2009)

Thomas vd. (1999), İsveç borç yönetiminde başvurulan temel uygulamaları ve İsveç borç yönetiminin özelliklerini şu şekilde sıralamaktadır:

- İsveç borç yönetim ofisinin iç borç yönetimini güçlendirmek amacıyla başvurduğu yöntem kron üzerinden iç borçlanma senedi ihraç ederken, yabancı paralara faiz ödenmesi için yapılan swap antlaşmalarının kron olarak ödemelerin yapılmasının kabul edilmesi ve krona endeksli bonolara eşit şekilde nakit akışının sağlanmasıdır. Böylelikle İsveç yabancı para üzerinden satılan bonolardan daha düşük bir borçlanma maliyetinin elde edilmesi sağlanmaktadır ve böylece sonuç olarak devlet iç borçlanma senetlerinin likiditesinin artırılması hedeflenmektedir.
- İsveç de hipotetik ölçüt portföy geliştirilerek en etkin portföy yapısını belirlemekte ve borç portföyünün kompozisyonunu değiştirerek bu hedefe ulaşmaya çalışmaktadırlar. İsveç de Maliye Bakanlığı Merkez Bankası ile çalışmaktadır ve borç yönetim ofisi de bu amaçla geliştirilmiştir.
- Hükümetin kararları ve destekleyici analizler kadar İsveç Ulusal Borçlanma ofislerinin amaçları yıllık olarak yayınlanmaktadır. İsveç kanunları gereği merkezi yönetimin borçların yönetimini değerlendirmesi yazılı bir şekilde parlamentoya sunulmaktadır. Değerlendirmeler hem nicel hem de nitel olarak yapılmaktadır.
- İsveç bütçe fazlası vererek yabancı paralar üzerinden yaptığı borçlanmaları azaltmaya yönelmektedir. İsveç yabancı paralar üzerinde alınan ve nominal borçlar peşin olarak ödenmektedir. Fakat enflasyona endeksli senetler de bu uygulamaya gidilmemektedir.

- Bütçe fazlasının mali varlıkları düzenleme de doğrudan etkisi olmazken, İsveç Ulusal Emeklilik ve Sigorta Fonu veya AP (67 yaş üstü herkese emeklilik gsrantisi veren İsveç de kullanılan bir emeklilik sistemi) fonları hükümetin elindeki varlıkları nasıl tutacağı ile ilgili bir model sunmaktadır. İsveç'in sigorta sisteminde son dönemler de yapılan reformlar ve hükümet ile AP fonlarının kullanımı arasında borç yönetimi arasında ilişki kurulmaktadır. AP fonları bir çeşit sosyal güvenlik fonu olup bütçe toplamının bir parçasıdır. Fakat kendine has özellik arz eder ve kontrol edilirken de bu durum göz önünde bulundurulur.

İsveç de kullanılan borçlanma araçlarına batkımızda ölçüt portföy oluşturulurken nominal olarak değerlendirilen borçlanma senetleri yanında enflasyona endeksli senetler ve yabancı para üzerinden yapılan borçlanmalar kullanılmaktadır. Farklı çeşit borçlanma arasında borç tahsis edilirken amaç merkez. yönetimin borçları yanında maliyetini de düşürmektir. Aynı zamanda farklı vade yapılarına sahip bu borçlanma araçları ile maliyet ve faiz maliyeti arasında denge kurarak fonlama riskinden de kaçınılmaya çalışılmaktadır

(https://www.riksgalden.se/templates/RGK_Templates/TwoColumnPage_____1936.asp)(Erişim:21.06.2009).

2.7.7. Genel Değerlendirme

Kamu borç stokunda yaşanan hızlı artışlar, gelişmiş ülkelere içinde önemli bir sorun haline gelmiştir. Son on yıla ait veriler incelendiğinde, Amerika Birleşik Devletleri, İtalya, Yunanistan, Yeni Zelanda ve İsveç'e ait kamu borç yükünün azaldığı veya en azından artmadığı, Japonya da ise artış trendinin devam ettiği görülmektedir. Japonya, Yunanistan ve İtalya'nın yüzde yüzün üzerine çıkan borç yükünü sürdürmesinde borç yönetimlerinin etkinliği de göz ardı edilmemelidir.

Amerika Birleşik Devletleri, İtalya, Yunanistan, Japonya, Yeni Zelanda ve İsveç gibi ülkelerin iç borç yönetimi uygulamaları incelendiğinde ortak yanlarının farklılıklarına kıyasla çok daha fazla olduğu görülmektedir. Bu ülkelerin yürütmekte oldukları borç yönetim politikalarının en temel ortak özelliği; açık olarak tanımlanmış yasalarla dayanmasıdır. Borç yönetiminin sağlam hukuki alt yapıya dayandırılmasıyla borç yönetim birimlerinin görev ve yetki alanlarının yasalarla açıklık kazandırılması, bu birimler arası koordinasyona önem verilmesi, borç yönetimi faaliyetlerine yönelik

bilgilerin kamu ile paylaşılarak bu faaliyetlere şeffaflık kazandırılması da sağlanmıştır. Aynı ülkeler iç borçlanma da kullanılan araçlar bakımından değerlendirildiklerinde; gerek vade yapılarının, gerekse satış yöntemlerinin kısmen benzer nitelikler taşıdığı, piyasaya sürülen devlet iç borçlanma senetlerinin bireysel yatırımcıyı cezp etmeyi hedeflediği görülmektedir.

Ülkeler arası farklılıkların borç yönetimlerinin kurumsal yapılarından kaynaklandığı görülmektedir. Bu ülkeler de borç yönettim ofisleri oluşturulmakla birlikte, bazı ülkelerde borç yönetim ofisleri ekonomiden sorumlu bakanlıklar bünyesinde faaliyetlerini sürdürürken bazılarında bağımsız birimler olarak görev yaptığı görülmektedir. Ayrıca, her bir ülkenin kendine özgü ekonomi politikası yürütmesine bağlı olarak kamunun finansman ihtiyaçları da değişik portföy yapılarını gerekli kılabilir. Bu amaçla borçlanma araçları çeşitlendirilmekte, her ülkenin kendi ihtiyaçlarına bağlı olarak vade ve faiz yapısı değişik özellikler taşıyan iç borçlanma senetleri piyasaya sürülmektedir.

3. BÖLÜM

TÜRKİYE EKONOMİSİNDE İÇ BORÇLARIN GELİŞİMİ FİİLİ BOYUTLARI VE YÖNETİMİ

3.1. Türkiye’de İç Borçların Gelişimi ve Artış Nedenleri

Türkiye de iç borçların gelişim süreci, ekonomik ve siyasal dönüşümlerden bağımsız değildir. Dolayısı ile iç borçların gelişim sürecini anlamak, Türkiye ekonomisindeki yapısal dönüşümleri irdelemeyi ve anlamayı da gerekli kılmaktadır. Türkiye ekonomisi incelendiğinde, 1923-1980 döneminde iç borçlanma araçlarının kullanımına ender olarak başvurulmakla birlikte 1980 sonrası iç borçlanma kamu açıklarının finansmanında sıklıkla başvurulmuş bir kaynak haline geldiği görülmektedir. Bu yüzden 1980’li yıllara kadar iç borç yönetimi de gelişme göstermemiştir. İç borçların 1980’den itibaren gelişimi Türkiye ekonomisinin yaşadığı dönüşümler ve krizlerde göz önünde bulundurularak onar yıllık periyotlar halinde ele alınmıştır

3.1.1. 1923-1980 Dönemi

1923-1980 yılları uygulanan ekonomi politikaları itibariyle alt dönemlere ayrılmaktadır. 1923 yılında Cumhuriyetin ilan edilmesinin ardından, yeni kurulan devletin ekonomi politikalarının belirlenmesi konusundaki arayışlar, İzmir İktisat Kongresi’nin toplanmasına zemin hazırlamıştır. Bu kongre de özel girişim eliyle kalkınmanın sağlanmasına ve serbest piyasa ekonomisine dayalı bir ekonomi yapılandırılmasına karar verilmiştir. Aynı yıl imzalanan Lozan Barış Antlaşması ile Türkiye Cumhuriyeti Osmanlı İmparatorluğundan Duyun-ü Umumiye borçlarını devralmış ve ödeme taahhütünde bulunmuştur. Devralınan borçların geri ödemeleri bütçe üzerinde %11 ile %18 arasında bir yük yaratmış ve Türkiye’nin gündeminde uzun süreyle önemli bir yer tutmuştur. Ödemelerinin tamamlanması çeşitli sıkıntılar içinde gerçekleştirilmiştir. Bu nedenle Cumhuriyetin ilk yıllarında borçlanmadan kaçınılmıştır. Sıkı para politikası yanında denk bütçe ilkesine dayalı sıkı maliye politikası uygulanmıştır. Bütçe dengesi ile birlikte dış ödemeler dengesi de gözetilmiştir

1923-1929 yılları arasında özel sektöre verilen teşvikler istenen sonuçları vermemiştir. 1929'da tüm dünyayı etkisi altına alan ekonomik bunalım ile birlikte ekonomide köklü politika değişikliklerine gidilmesine karar verilmiştir. Alınan kararlar sanayileşme konusunda devletin daha aktif rol üstlenmesi yönünde olmuştur. Dünya ticareti daralarak ithal edilen yatırım ve tüketim mallarının fiyatlarının düşmesine neden olmuştur. 1934-1939 yılları arasında devletçi sanayileşmenin gerçekleştirilmesi için Birinci Beş Yıllık Sanayileşme Planı (BBYSP) hazırlanmıştır. Program kapsamında özel sektörün gerçekleştiremediği sanayi yatırımları devlet eliyle gerçekleştirilmiştir. Dokuma, maden, demir çelik, selüloz, kağıt, toprak, seramik, kimya alanlarında kamu işletmeleri kurulmuştur. Başarıyla tamamlanan birinci program çerçevesinde yerli hammaddeye dayanan tüketim mallarının imalatına yönelik ithal ikameci büyük işletmeler kurulmuştur. İthalata karşı korumacı önlemler alınmıştır. İlk olarak başvuru iç borçlanmanın hasılatı da, yine bu programın alt başlıklarından biri olan demiryolu yatırımlarına harcanmış olup, bu borçlanma, 1933 yılında gerçekleştirilmiş, Ergani Demir yolunun yapımında kullanılmıştır. Böylece artık öncelikli hedefin alt yapının geliştirilmesine yönelik yatırımlar olduğu ve bu amaçla iç borçlanmaya öncelik verildiğini görüyoruz (bkz .Vardar, 2007; Üzümcü, 2008; Erkan, 2008, Taban ve Kara 2006; Kaya vd., 2003). Bu tarihlerden başlayarak İkinci Dünya Savaşı'na kadar uzanan süreçte yapılan borçlanmalar, yılları ve borçlanmalara olanak sağlayan kanunlar tabloda görülmektedir.

Tablo 9.1933-1942 Yılları Arasında Yapılan İç Borçlanmalar ve Nedenleri

Tarihi	Kanun No	Nedeni
1933	2024	Ergani Demiryolu
1934	2463	Sivas Erzurum Demiryolu
1938	3322	1918 Osmanlı Borçlanmanın konversiyonu
1941	4057	Diyarbakır'dan İran-Irak sınırına ulaşan demiryolu yapımı
1942	4275	İkinci Dünya Savaşı Sonucu Milli Savunma Borçlanması

Kaynak:Vardar, 2007

İkinci Dünya Savaşı öncesi 1939-1943 yıllarını kapsayacak şekilde II. BYSP hazırlanmış fakat savaş ekonomisi nedeniyle uygulanamamıştır. Bu dönemde kamunun olağan gelir kaynağı vergiler yanında emisyon ve dış borçlanma gibi kaynaklara da başvurulmuştur. Emisyonun en önemli yan etkisi enflasyonda yaşanan artışlar olmuştur (Bkz. Dikkaya ve Özyakışır, 2008a; Kaya vd., 2003, Hale, 1980).

1946 yılı Türkiye için tek parti rejiminden çok partili demokratik parlamenter sisteme geçiş yılı olmuştur. Böylelikle halkın seçim mekanizmasıyla iktisat politikalarının oluşmasında belirleyici bir faktör haline geldiği önemli bir siyasi dönüşüm de başlamıştır. Diğer yandan 16 yıldır kesintisiz sürdürülen dışa kapalı korumacı, iç pazara yönelik sanayileşme ve dış dengeye önem veren bir iktisadi modelden vazgeçilmiştir. Yeni iktisadi model, ithalatın serbestleştirilerek hızla arttırıldığı ve dış açıkların kronikleşmeye başladığı, dış yardım, dış kredi ve yabancı sermaye kullanımına imkan tanıyan, dış pazara dönük, sanayiden çok tarım, madencilik, inşaat ve altyapıya öncelik veren bir model olmuştur. Türk ekonomisinin yaşadığı bu dönüşümde dünya ekonomisinin II Dünya Savaşı içine girdiği uzun dönemli büyüme konjonktürü sonunda merkez ekonomilerde ki sermaye hareketlerinin liberizasyonu ile Amerikan sermaye yatırımları, dış yardım ve kredilerin çevre ekonomilere akmaya başlamasının etkisi büyüktür (Taş, 1995).

1946 sonrası dönem bu yönüyle Türkiye ekonomisinde yeni arayışların hız kazandığı bir dönemi işaret ettiği gibi, ulusal ekonominin uluslar arası ekonomiye eklemlenmesi süreci olarak da değerlendirilebilir. Bu bağlamda savaş sonrası ortaya çıkan ekonomik düzenin bir parçası olmak isteyen Türkiye çeşitli organizasyon ve kurumlara da (IMF ve Dünya Bankası) gibi üye olmuştur (Dikkaya ve Özyakışır, 2008a). 1946 sonbaharında Türkiye'nin dış ticaret politikalarında liberalleşme doğrultusunda önemli değişiklikler yapılmıştır. Örneğin %116 oranında bir devalüasyonla TL'nin dolara göre değeri 131 kuruştan 260 kuruşa düşürülmüş, bunun yanı sıra ithalat kısıtlamaları gevşetilmiş, listeye giren malların sipariş ve ithalinde kontenjan uygulaması kaldırılmıştır. 1946 devalüasyonu ile ülke içinde üretilen ürünler dış ülkelere daha ucuz fiyata satılmışlardır. Ancak, gerek devalüasyon kararının ihracat mevsiminden sonra alınmış olması, gerekse ihracata konu malların arz elastik olmayan tarım ürünlerinden oluşması, devalüasyonun etkisini sınırlı tutmuştur (Sönmez, 2008b; 1149). Dolayısıyla kullanılan iktisadi büyüme modellerindeki farklılıklara bağlı olarak 1946-1950 dönemi Türkiye ekonomisinin rota değiştirdiği yıllar olarak da nitelenebilir.

1950 yılından itibaren siyasi irade devletçi politikalarından uzaklaşarak serbest piyasa uygulamalarının ağırlıkta olduğu politikalara yönelmiştir. Bu durum dış ticarete gümrük vergileri dışındaki dış ticarete korumacılığı amaçlayan uygulamaların kaldırılması olarak yansımıştır. 1950'li yılların başından itibaren kamu kesiminin GSMH içindeki payı azalmaya başlamıştır. KİT'lerin özel sektöre devredilmesi planlanmıştır. Dış ticarete ilk yıllar başarı sağlansa da 1953 yılında ortaya çıkan döviz

darboğazı dış ticarete korumacılığa ve ithal ikamesine dönülmesine neden olmuştur. 1954 yılı ile birlikte hem büyüme oranları, hem de 1959 hariç yatırımlara ayrılan pay azalmaya başlamıştır. 1950-1960 yılları arasında Türkiye ekonomisi tarıma dayalı bir ekonomidir. Sanayi alanında üretim yapılabilmesi gerekli için olan ara malı ve teçhizatın finansmanı da tarıma bağlıdır. Bu dönemde Kore savaşıyla birlikte tarım ürünleri fiyatlarının düşmesi de Türk ekonomisini olumsuz etkilemiştir.. Vergi gelirlerinin yüksek enflasyonla aşınmaya başlaması kamu finansmanında dış yardımlara ve emisyonla başvurulmasına neden olmuştur. Yatırımlar da kamunun ağırlığı artmaya başlamış, açık finansmanla sürdürülen faaliyetler için dış yardım ve krediler kullanılmakla birlikte iç borçlanmaya da gidilmiştir (bkz. Emil ve Yılmaz.,2005, Taş, 1995, Erkan, 2008, Dikkaya ve Özyakışır, 2008a). Fakat iç borç stokunu doğru yansıtabilecek rakamsal veriler mevcut olmamakla birlikte Emil ve Yılmaz (2005), 1950 yılı öncesinde ve 1950 yılında iç borç stokunun (buna hazine kağıtları ve hazine kefaletine haiz bonoların dahil olduğu anlaşılmaktadır.) 1 milyar TL civarında olduğu bulgusuna ulaşmaktadır.

Ancak 1959 yılında bu rakam yüzde yüzün üzerinde artarak 3.4 milyar TL'ye ulaşmıştır. 1950'li yıllarda iç borçlanmanın hukuki çerçevesine bakıldığında daha çok zorlamaya dayalı bir borçlanma sistemi olduğu görülmektedir. Sosyal güvenlik kuruluşlarından Emekli Sandığı'na devlet ve personel katkıları için hazine kağıdı verilmektedir. Ticari bankaların mevduatlarının %20'sini, rezervlerinin ise %5'ini. anonim şirketlerin de yine rezervlerinin %5 ile hazine kağıdına yatırma zorunluluğu getirilmektedir. İç borçlanma için çıkarılan tahviller de daha çok disponibilde amacıyla plasman bonoları adı ile de çıkarılmış, daha çok yatırım amaçlı bonolardır. Bu dönemde çıkarılan bonolardan en önemlisi mütahhit bonoları olarak bilinen nakdi ödeme yerine bekleyen mütahhit alacakları karşısında ihraç edilen bonolardır. Hazine tahvilleri genel olarak en az 5-6 yıldan 20 yıla varan vadeli ve yıllık %5-6 faizle ihraç edilmekte ve ihraçlar için kanun gerekmektedir. KİT'ler ise yine hazineden aldıkları hazine kefaletine haiz bonoları Merkez Bankasına kırdırarak finansman sağlamaktadırlar. Bu dönemin istatistiklerinden çıkartabildiği kadar ile ihraç olunan hazine kağıtları ile Katma Bütçeli İdareler ile İktisadi Devlet teşekküllerine verilen hazine kefaletine haiz bonoların GSMH içindeki oranının toplam olarak ortalama %12 seviyesinde olduğu, buna karşılık sadece konsolide bütçe finansmanı için çıkarılan kağıtların toplamının GSMH'ya oranının %7 civarında olduğu ve toplam kamu dış borcu ile bir arada ele alındığında bu rakamın çok kaba bir hespla %10-12 arasında olabileceği tahmin

edilmektedir.. Bu miktara Hazine kefaletine haiz bonoları da eklendiğinde oranın %17-18 civarında da çıkabileceği anlaşılmaktadır. Bu açıdan bakıldığında ortalama %12-%18 civarında dolaşan bir kamu borçlanma oranının o dönemler için hiç de küçümsenmeyecek bir büyüklük olduğuna dikkat çekmek gerekmektedir (Emil vd., 2005)

1960 yılında yaşanan askeri darbeyle birlikte ekonomi hazırlanan planlar çerçevesinde şekillendirilmiştir. Bu planlar, 1930'lu yıllardaki sanayi planlarından farklıdır. Amaç yalnız kamu yatırımlarını rasyonel bir şekilde düzenlemek değil, geniş nitelikte bir makro kalkınma planı ortaya koymaktır. 1963-1970 ilk planlı dönemdir. Birinci Beş Yıllık Kalkınma Planı ile birlikte kalkınma stratejisi olarak ithal ikameciliği seçilmiştir. İthal ikameciliği ile birlikte yurt içi yatırımların artırılması ve ithalatın azaltılması hedeflenmiştir. Planlı döneme geçilmesi ile beraber kişisel gelirler artmıştır: 1961-1970 arası büyüme %6,5 civarında olmuştur. Fakat ithal ikameci sanayileşme stratejisine rağmen yurt dışından temin edile ara malların talebi yatırımlardan daha hızlı artmıştır (bkz. Sönmez, 2008b; Erkan, 2008).

Emil (2005) ve Taş (1995) kamu maliyesi ve iç borçlanma konusunda dönemin beli başlı özelliklerini şu şekilde sıralamaktır: iç borçlanma alanında neredeyse her yıl bir kalkınma istikrazı tahvili çıkarılmıştır. Aynı dönem içerisinde vergi tekniği sistematize edilerek vergilerin uyumlaştırılması sağlanmaya çalışılmıştır. 1961 yılında tasarruf bonusu ile iç borçlanmada yeni bir enstrüman devreye sokulmuştur.. %6 faizli ve ilk 5 yıl satılmayan bu bonolar hem gerçek hem de tüzel kişiler tarafından vergilendirilebilir gelirlerinin her ay %3'ü kadar almak zorunda oldukları zorunlu bir tasarruf aracı olarak yürürlüğe konmuştur. Bu bonoların amacı hem bütçe açığını hem de KİT'leri finanse etmektir

1971-1974 yıllarında ikinci kalkınma planı uygulamaya konmuştur. Bu planda da sürükleyici sektör sanayidir. Fakat tarıma dayalı sanayiden dayanıklı tüketim malları ve ara malları üretimine yönelim olmuştur. Dönem içerisinde petrol krizinin etkisi stratejide değişiklik yaratmamıştır. Üretimin temel girdilerinin ithalata bağlı olması, sanayi üretiminin iç piyasa taleplerini karşılamaya çalışması ve ihracatta başarı sağlanamaması döviz sıkıntısı yaşanmasına neden olmuştur. 1971-1974 arası kamu açığı\GSMH %3-3,5 civarında gerçekleşmiş, iç borçlara dış borçları finanse etmek için başvurulmuştur. Fiyatlar genel düzeyinde, devalüasyon ve petrol fiyatlarındaki kamu açıklarını olumsuz etkilemiştir. Aynı şekilde o dönemde uygulanan istikrar programının

KİT fiyatlarında artışa da yol açtığı bilinmektedir (bkz. Emil vd, 2005; Erbal ve Dilek, 2008; Taş, 1995, Erkan, 2008).

1973-1977 yılları arasında üçüncü beş yıllık kalkınma planı uygulamaya girmiştir. Daha önce hazırlanan planlar 15 yıllık perspektifi kapsarken üçüncü plan 22 yıllık bir dönemi kapsamaktadır. Fakat bu dönemde başta alt yapı olmak üzere ekonomi birçok alanda darboğaza girmiştir. İthal ikamesi stratejisi, üretimin dayanıksız tüketim mallarına dayalı olduğu dönemde büyümeye katkı sağlamıştır. Ama dayanıklı tüketim mallarına dayalı olduğu dönemde sonuç tatmin edici olmamıştır. Kıbrıs Barış Harekatının bütçeye etki ettiği bir ortamda 1975-1977 arası toplam kamu açığında GSMH'ya oran olarak ciddi bir artış görülmüştür (1975 de %4,7 1976'da %6,7, 1977'de %8.2). Bu açığın ağırlıklı bölümü KİT'lerden oluşmakla birlikte 1970-1980 döneminde vergi sisteminin bozulmasının da etkisi büyüktür. Dönem içerisinde artan oranlı gelir vergisi dilimlerinin yüksek enflasyona göre düzeltilmemesi de kamu maliyesinin önemli sorunlarındadır. Ancak ilk kez 1977 de bütçe açığı KİT açığını geçmiştir (konsolide bütçe %4.3 ve KİT %3.9). Bu dönemde ihraç olunan bono ve tahvil stokunun kamu kesimine verilen avanslar da dahil GSMH içindeki payı %13-14 civarında yükselmiştir. 1977 yılı savunma borçlanma tahvilleri de ambargo nedeni ile savunma sanayini desteklemek amacı ile başvuru olan diğer bir istikraz olup o dönem çıkarılan istikrazların %50'sini oluşturmaktadır (bkz. Emil vd, 2005; Erbal ve Dilek, 2008; Taş, 1995, Erkan, 2008). Kazgan (2002), 1958 krizinde çok sayıda küçük ve orta boy şirketle birlikte 7 adet bankanın iflas ettiğini, 1978'en sonra süren mali krizle birlikte de 2 büyük bankerlik kurumu ve 5 adet küçük boy banka battığını , bu süreçte zor duruma giren çok sayıda büyük boylu özel şirket ya da kamulaştırıldığını yada kamu bankalarına devredildiğini veya kredilerle ayakta durduğunu belirtmektedir. Yani denilebilir ki finansal kurumların içine düştüğü mali krizlerin yükü de devletçe karşılanmıştır.

Özetle, 1970'li yılların somuna doğru ulusal tasarruflar ve yatırımlar arasındaki uçurum genişlemiştir. İthalat durgun ihracat karşısında hızla büyümüştür. KİT dengesi çarpıcı şekilde bozulmuştur. Bunun sonucunda bütçe açığı büyümüş ve enflasyonda hızlı bir artış olmuştur. Cari işlemler dengesi de önemli ölçüde açık vermiştir. Bu açık 1977'de GSMH'nın yüzde 8'ine ve döviz gelirlerinin %92'sine ulaşmıştır. Bu açıklar özel yabancı sermaye ve rezervlerle finanse edilmiştir. Fakat bu finansman şekli, dış borçların artması, borçlanma yapısının bozulması ve konvertibl döviz rezervlerinin azalması şeklinde üç alanda kötüleşmeye neden olmuştur. Bu ekonomik dengesizlikler

sonucunda 24 Ocak 1980 Ekonomik istikrar kararları alınmıştır (Erbal ve Dilek, 2008; 132).

Tablo 10.1962-1979 Dönemi Kamu Maliyesinin Genel Durumu

Yıllar	KBH*/GSMH	V.K.H.K.O**	BA***GSMH
1962	16,9	66	0,17
1963	18,6	68	0,25
1964	20,1	65	-0,86
1965	20,1	67	-0,8
1966	19,9	68	-0,1
1967	21,2	69	0,23
1968	20,7	70	-0,53
1969	21,4	71	-1,28
1970	23,5	66	0,14
1971	22,6	64	-3,29
1972	21,8	72	-0,15
1973	19,3	77	-0,71
1974	22,4	79	-0,91
1975	24	79	-0,23
1976	24	78	-0,56
1977	28	68	-4,62
1978	28	68	-1,85
1979	29	64	-2,74

Kaynak:Taş, 1995;378

* KBH: Konsolide Bütçe Harcamaları

**Vegilerin Kamu Harcamalarını Karşılama oranı

***BA:Bütçe Açığı

Tablo 10'da ki büyüklükler 1962-1979 dönemi içerisinde kamu maliyesinin genel durumunu ortaya koymaktadır. 1960'lı yılların başından 70'li yılların sonuna gelindiğinde kamu sektörünün yıldan yıla büyüdüğü, vergilerin harcamaları karşılama oranının düştüğü fakat bütçe açıklarının arttığı gözlenmektedir. 1977'de GSMH'nin %4,62'sine ulaşan bütçe açığı, 1978 ve 1979'da özel yabancı sermaye ve rezervler yoluyla finanse edilerek %1,85 ve %2,74'e düşmüştür.

3.1.2. 1980-1990 Dönemi

Türkiye ekonomisi 1980 yılına krizle girdi. Başlangıcı 1977'ye uzanan ekonomik kriz, 24 Ocak 1980 kararları ile başlatılan şok tedavisinin 12 Eylül 1980 tarihli askeri darbenin getirdiği olanaklarla sürdürülmesi sonucu büyük ölçüde giderilmiştir. Ancak 1980 yılı, önceki yirmi yıla damgasını vuran düzenleme biçiminin veya iktisat politikası modelinin kökten değiştirildiği bir dönüm noktası olmak bakımından önem

taşıır. 1960'ı izleyen otuz yıllık dönem ithal ikameci ve müdahaleci olarak nitelendirilir. Bu nitelendirmelerin içerdiği özelliklerin hemen hemen tümü 1980'le başlayan on beş yıl içinde tamamen değişecektir (Sönmez, 2003; 161). Çünkü (bu köklü değişimin başlangıç noktası olan) 24 Ocak Kararları ile birlikte Keynesyen açık finansman politikaları terk edilerek devleti küçültmeyi ve özel girişimin desteklenmesini temel alan arz yanlı iktisat politikaları uygulanmaya başlanmıştır. 24 Ocak Kararlarının ardından Aralık 1983 ve Ocak 1984 Kararları da bu değişimin devamlılığı için alınmıştır.

24 Ocak istikrar tedbirleri paketinin ekonomiyi istikrara kavuşturma yolunda hareket noktası şunlar olmuştur (Kılıçbay, 1994; 164);

- 1-Enflasyonu yavaşlatmak, fiyat istikrarını sağlamak ve enflasyonun devlet sektöründen kaynaklanan tesirlerini yumuşatmak, hafifletmek;
- 2-Üretim çarkını harekete geçirmek, bunun içinde döviz, enerji ve ona bağlı ve bağlı olmayan öteki girdiler arzını arttırmak,
- 3-Ekonominin döviz kazanma gücünü harekete geçirmek için ihracatı hızla teşvik etmek ve öteki döviz kazanan aktiviteleri güçlendirmek;
- 4-Zorunlu ithalat dışında döviz harcamalarını minimum düzeye indirmek,
- 5-Serbest teşebbüs gücüne destek olarak kısıtlıkları azaltmak ve bu yoldan da arz ve talep dengesini sağlamada tesirli olmak , piyasa mekanizmasını işletmek,
- 6-Yeni tasarruf, faiz, kambiyo politikalarını uygulamak.

Yeldan (2001)'e göre; 1980 dönüşümü yalnız ekonomide piyasa güçlerini hakim kılmamış, iktisadi artığın yaratılması ve yeniden dağıtım sürecini de etkilemiştir. Kamunun vergi ve (iç) borçlanma sistemi, (merkezi ve yerel) konsolide bütçesi, sosyal güvenli ve KİT fiyatlama sistemleri bu dönüşümün araçları olarak kullanılmıştır. 1980'li yıllarda arz yanlı iktisat anlayışının etkisi ile de bir yandan vergi gelirlerinin azalmış olması, bir yandan fazla para arzına gidilmemesi iç borçlanma ihtiyacını arttırmıştır (Bulut, 2000; 243).

1980'li yılların ortalarından itibaren piyasa faiz oranlarının seyrini belirleyen temel faktör, kamu kesiminin giderek artan borçlanma gereksinimi olmuştur. Kamunun, fon piyasaları üzerinde artan talep baskısı faiz oranlarının aşağıya çekilmesini engellemiş, yüksek reel faizlerin devamına yol açmıştır. Bu da spekülative kazancı ön plana çıkarmış, özel sektörün istihdam ve üretim yapacağı alanları daraltmış, ayrıca kamu finansman ihtiyacının borçlanma yoluyla karşılanması, elde edilen fonların borç

ödemesinde kullanılması sonucu kamu kesimi yeni yatırım yapamaz duruma gelmiş, büyüme olumsuz etkilenmiştir (Tari ve Bozkurt, 2005).

1980’li yılların sonundan itibaren uygulanan politikalar sonucunda Türk lirasının değerlenmesi, dış ticaretteki koruma oranlarının düşürülmesi, başta ücret olmak üzere işletme giderlerindeki artış ile tarımsal fiyatlardaki yükselmeler bu duruma kendisini ayarlayamayan KİT’lerin finansman dengelerinin önemli düzeyde bozulmasına yol açmıştır. Milli gelire oran olarak yüzde 4’lere kadar çıkan bütçe ve fonlardan bu kuruluşlara açıklarını kapatsınlar diye yapılan transferle açıklandığında ise gerçekleşen %6’lara yaklaşan borçlanma gereği sadece bir kaynak ihtiyacı problemi olarak görülmemelidir. KİT fiyat ve maliyet yapısındaki değişim görelî fiyat yapısında bozulma, ekonomide kaynakların etkin kullanılmaması gibi temel nedenlerle piyasa mekanizmasının işleyişini oldukça olumsuz etkilemektedir (Emil ve Yılmaz, 2005; 19). Bu dönemde para arzı bütçe politikasına fazlaca bağımlı hale gelmiştir. Hükümet kamu kesiminin yerini küçültmek istemiştir. Bu amaçla bazı vergi indirimleri uygulamaya konulmuştur. Buna karşılık, kamu kesiminin harcamalarında tasarruf sağlanamamıştır. KİT’ler özelleştirilmemiş ve kamu açıkları bütçe üzerinde yük olmaya devam etmiştir. Kamu kesiminin cari harcamaları kontrol altında tutulmamıştır (Özyakışır ve Dikkaya, 2008b; 147).

Kamu finansman dengesini dolaylı olarak etkileyen bir diğer durum ise bu dönemde mevduat faiz oranlarını belirleme yetkisinin bankalara bırakılmasıdır. Bulut (2000)’a göre bu dönemde uygulanmaya başlayan politikaların bir uzantısı olarak Temmuz 1980 tarihinde mevduat faiz oranları serbest bırakılmış ve bankacılık sektörü kanalıyla iç tasarruflar özendirilmeye çalışılmıştır. Fakat büyük bankalar uzun süre yüksek faiz vermekten kaçınmışlardır. Yaşanan bu süreç enflasyonu hızlandırmıştır. Olumsuz etkileri görülen bu uygulamaya faiz oranlarını belirleme yetkisi Merkez Bankası’na verilerek vazgeçilmiştir.

Bu dönemde borç yönetimi konusunda ki uygulamalarda yapılan değişikliklere ve etkilerine bakmak gerekmektedir. Çünkü 1980’li yıllar da bu konuda da dönüşümler yaşadığı görülmektedir. Borçlanma ve nakit yönetimi 1983 yılı sonuna kadar Maliye Bakanlığı tarafından yerine getirilmiştir. Böylece kamu gelir, gider ve nakit yönetimi tek elden ve eş güdüm içinde yürütülmüştür. Borç ve nakit yönetimi ile bütçe yönetiminin bir arada bulunmasının temelinde yatan, bütçe dengesi ile borçlanma arasında bir bağ kurulması, iki yönetim yapısı arasında sıkı ve etkin bir eşgüdümün sağlanmasıdır (Saatçi, 2007). Daha açık bir ifadeyle bütçenin birlik ve genellik ilkeleri, bu yönde bir

politika tercihinin gerekliliğini vurgulamaktadır. Bu uygulamanın doğal bir sonucu olarak, devletin mali kayıt denetim ve takip sistemi ile Devlet saymanlıkları da tek elden yönetilmiştir. Bu uygulama ile Devletin gerek taşra birimleri ile olan gelir ve harcamalarıyla olan iş ve işlemleri; gerekse merkezi hükümetin gelir ve harcamaları ile ilgili iş ve işlemleri aynı çatı altında tek bir elden yürütülmüştür (Derdiyok, 2001). Daha genel bir deyimle, Devletin kasası olan taşra saymanlıkları ile merkez saymanlıkları olan iç ve dış ödemeler saymanlıkları aynı çatı altında toplanmıştır.

14.12.1983 tarihli ve 188 sayılı ve 18.06.1984 tarihli ve 232 sayılı kararnemelerle borç ve nakit yönetimi bütçe yönetiminden ayrılarak bu yetkiler Hazine Müsteşarlığı'na verilmiştir. Bu yönde oluşan, yeni politika tercihi, zaten parçalı olan kamu mali yönetimini daha da parçalı hale getirmiş ve bütçe ile nakit ve borç yönetimini birbirinden ayırmıştır (Saatçi, 2007). 1985 yılında, iç borçlanmaya ilişkin kayıtların uluslar arası muhasebe standartlarıyla uyumlu hale getirilmesi amacıyla önemli bir karar uygulamaya konmuştur (Kaya vd., 2003). 1980-1986 yıllarında iç ve dış borç anapara, faiz ve genel gider servisi bütçe giderlerini transfer bölümünde gösterilmekteydi. Ancak, 1986 yılından itibaren bu sistemden vazgeçilmiş ve mali yıl içerisinde ödenecek iç ve dış borç anapara servisleri bütçe dışında özel hesaplarda istenmeye ve bütçe ile ilgilendirilmeksizin yapılmaya başlanmıştır. Devlet iç ve dış borç faiz ve genel giderleri ise bütçeye konulan ödenekler ödenmektedir. Ayrıca, bu durum ilgili mali yılın bütçe kanunda açık olarak ifade edilmektedir (Evgin, 1998).

Özellikle 1985 yılına kadar bütçe açıklarının finansmanında Merkez Bankası kaynaklarına yoğun olarak başvurulurken 1985 yılında iç borçlanma yapmak amacıyla Hazine Bonosu ve Devlet Tahvili satışında ihale yönetimine geçilmesiyle beraber açıkların finansmanında önemli bir kısmın para ve sermaye piyasalarından temin edilmesi sağlanmış, Merkez Bankası kaynaklı finansman azaltılmaya çalışılmıştır (Kaya vd, 2003.). Borçlanma politikasında değişiklik 1986 yılında yapılmış olmakla birlikte halen (o dönemde) devletin (iç) borçlanma politikasının alt yapısını oluşturan tek bir çerçeve yasal düzenleme yoktur. Dış borçlanma açısından Kamu kesimi borçlanmasında 244 sayılı Kanun yıllık bütçe kanunları 1211 sayılı TCMB kanunun söz konusu iken, özel sektör açısından 1667 sayılı kanun ve buna 32 sayılı karar ve tebliğleri ile 6224 sayılı yabancı sermayeyi teşvik kanunu uygulamaya yön vermektedir (Derdiyok, 2001). 1989 yılında alınan 32 sayılı karar ile Türk finansal sistemi kambiyo kontrolleri kaldırılarak dünya ekonomisine entegre edilmek istenmiştir. Amaç finans piyasasını da serbest piyasa koşullarına uygun hale getirmektir.

Döviz kurunu sabite yakın, faizleri ise yüksek tutan bir yaklaşımla, adına sıcak para denilen kısa vadeli kredi girişi, finansal liberalleşmeye gidilen 1989 sonrasında hızla teşvik edildi ve ekonomi bu borçlanmayla çarklarını döndürüp yüksek büyüme hızlarına ulaştı. 1988'e kadar baskı altında tutulan emek ve tarım gelirleri 1989'dan itibaren yeniden yükseltildi. Bu bir yandan, kamu cari harcamalarını arttırırken iç pazara da ivme kazandırdı. Harcamaların vergi yerine iç borçlanmaya ağırlık vererek karşılamayı tercih eden iktidarlar, Güneydoğu savunma harcamalarının da itmesiyle daha çok kaynağa ve bunun için daha çok faiz ödemeye mecbur kaldılar (Sönmez, 2003; 169).

Tablo 11.1980-1990 Dönemi İç Borçların Genel Görünümü

Bin YTL	1980	1981	1982	1983	1984	1985	1986	1987	1988	1989	1990
İç Borç Stoku	721	991	1.341	3.173	4.634	6.972	10.514	17.218	28.458	42.934	57.180
Tahvil	141	160	186	360	531	1.032	1.511	2.407	4.880	10.863	18.801
Konsolide Borçlar	336	509	736	2.418	2.235	4.656	7.129	11.481	18.954	24.995	30.040
Kısa Vadeli Avans	195	234	266	339	528	795	1.052	1.407	2.082	2.539	2.870
BorçKon.Bütçe/GSMH	71	55	39	38	40	37	49	56	63	62	69
İçborçstoku/GSMH	..	..	..	..	..	15	15	17	16	14	11

Kaynak: Hazine Müsteşarlığı, 2009

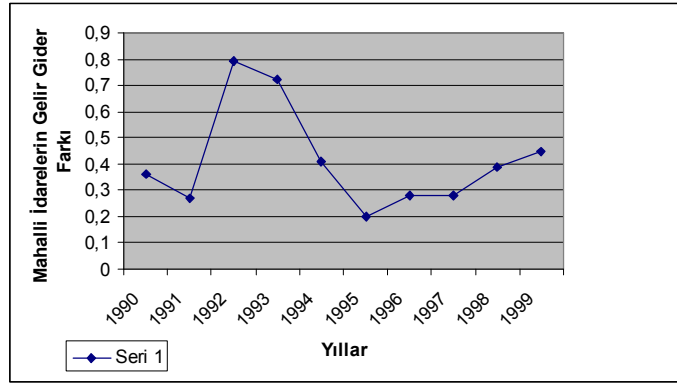
Tablo 11' de yaşanan ekonomik gelişmelere bağlı ve iç borç stokundaki hızlı artış açıkça görülmektedir. İç borçlanmanın Merkez Bankası kaynakları yerine tercih edildiği 1985 yılından itibaren iç borç stokunun büyüme hızının ivme kazandığı görülmektedir. İç borç servisinin konsolide bütçe içerisinde yüksek rakamlardan düşüşe geçmesinde dönem başında uygulanan arz yanlı iktisat politikalarının etkisi görülmektedir. Fakat 1980'lerin ikinci yarısından itibaren tekrar yükseliş trendine girmesinde kamu sektörü içerisinde KİT'lerin yapısal sorunlarının çözülememiş olması ve bu kurumları kurtarmak adına yapılan harcamaların artışı bu süreçte önemli nedenler olmuştur. 1989 yılından itibaren ise iç borç stokunun GSMH oranının düştüğü gözlemlenmektedir. Bu durumda sıcak para girişlerinin etkisi de göz önünde bulundurulmalıdır.

3.1.3. 1990-1999 Dönemi

Türkiye ekonomisinde özellikle 1980'li yılların ikinci yarısından itibaren özelleştirme dahil pek çok alanda gerekli reformların yapılmaması, ekonomi-politik düzlemdeki istikrarsızlık, kamu açıklarının sürekli iç ve dış borçlarla finanse edilmesi ve bütün bunların sonucunda/bunlara bağlı olarak bütçe açıklarının ve tabii ki

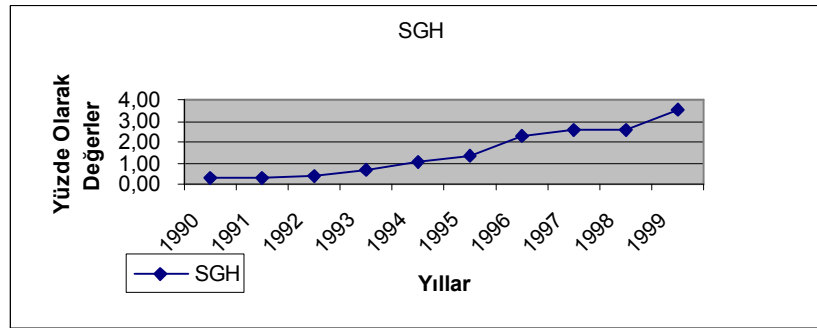
KKBG'nin hızla artması 1990'lı yıllara girerken önemli problem alanları olarak göze çarpmaktaydı. Nitekim Türkiye ekonomisi açısından 1990'lı yıllar iç ve dış şokların fazlasıyla hissedildiği ve buna bağlı olarak çeşitli ekonomik krizlerin etkilerinin görüldüğü/yaşandığı bir dönem olmuştur (Dikkaya ve Özyakışır, 2008b; 148). Emil ve Yılmaz (2005); 1990'lı yıllar da bütçe açıklarının artmaya devam etmesinin. bütçe gelirleri ile giderleri arasındaki farkın giderler lehine büyümesinden kaynaklandığını belirtmiştir. KKBG arttıkça devlet daha çok borçlanmak zorunda kalmış, dış borçlanma olanakları azaldıkça iç borçlanma artmıştır. İç borçlanma artışı faiz oranlarını arttırmış ve bankalar açısından devlete borç vermek düşük riskli yüksek karlı bir iş haline gelmiştir. 1990'lı yılların başında devletin borçlanma yetkisinin genişletilmesinin kanuni yönden de alt yapısı oluşturulmuştur. Tahkim kanunu bu çalışmalara örnek olarak verilebilir. Evgin (1993) bu kanunu şu şekilde açıklamaktadır; kanuna göre kamu kurumlarının borçları silinerek hazine tarafından ödenmesi sağlanmıştır. Ayrıca bu kanuna eklenen bir eklenen bir madde ile de Hazine'nin Merkez Bankası'na olan borçlarının da silinmesi kabul edilmiştir. Böylece, Hazine'nin Merkez Bankasından kullanacağı avans miktarı %15'in üzerine çıkarılmıştır.

1993 yılına gelindiğinde gelirlerde artış sağlanması bir yana, sosyal güvenlik kuruluşları bütçelerinin açık vermeye başlaması ve kurumlara aktarılan kaynakların faiz dışı harcamaların büyük bir yüzdesine sahip olması önemli bir finansman sorunu haline gelmiştir. Yılmaz ve Şeker (2005), 1992 yılı itibariyle sosyal güvenlik kurumlarının açık vermeye başladığını, 1994 yılından itibaren bu sürecin hız kazandığını belirtmektedir. Sosyal güvenlik harcamalarının bütçe içindeki payı 1995-1996 döneminde %8, 1997'den sonra ise % 10'lara çıkmıştır. Yılmaz (2004); bütçe içerisinde sosyal güvenlik kurumlarının ardından mahalli idareler harcamalarının geldiğini ve 1990'lı yılların başından itibaren mahalli idareler harcamalarının da ivme kazandığını göstermektedir. Aynı dönem içerisinde zarar eden KİT'lerin borçlanma gereği ve iç borçlarında da artış sürmektedir. Grafik 3, 1991-1999 yılları arasında mahalli idareler ve sosyal güvenlik kurumlarının harcamalarının GSMH'dan aldığı payı göstermektedir. Grafikte özellikle sosyal güvenlik kurumlarının 90'lı yılların sonuna doğru dikkate değer bir harcama kalemi olduğu görülmektedir. Sayın (2007), KİT'lere devletin sermaye veya görev zararları nedeniyle aktardığı kaynakların dan görev zararlarının da aynı yıllar içerisinde artış seyrine girdiğini belirtmektedir. Tablo 12 KİT'lerin borçlanma gereğindeki artışa bağlı olarak iç borçlarının artışını, Tablo 13 ise konsolide bütçe üzerinde KİT'lerin görev zararlarının ağırlığını göstermektedir.



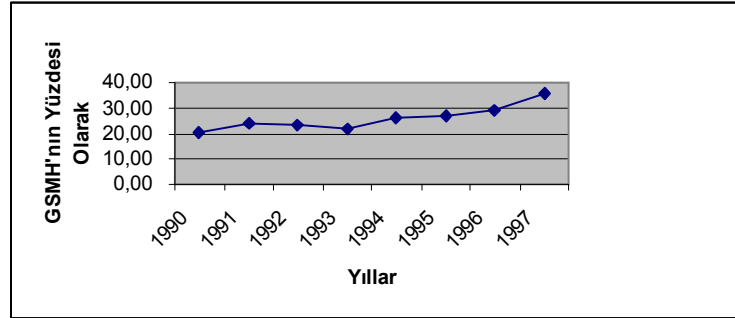
Grafik 3. Mahalli İdareler Gelir-Gider Farkının GSMH'ya Oranı: 1990-1999
(Gider>Gelir)

Kaynak: DPT, 2009



Grafik 4. Sosyal Güvenlik Harcamalarının GSMH'ya Oranı

Kaynak: DPT, 2009



Grafik 5. Konsolide Bütçe Harcamalarının GSMH'ya Oranı

Kaynak: DPT, 2009

Tablo 12. KİT'lerin 1990-1999 Dönemi Durumu

Yıllar	1990	1991	1992	1993	1994	1995	1996	1997	1998	1999
KİT'lerin Borçlanma Gereği	16.728	-23.584	-49.242	-69.311	-73.394	58.476	-5.296	-173.494	-654.194	-1.760.095
KİT'lerin İç Borçları	14.846	25.769	53.526	77.713	96.247	11.725	41.664	303.406	628.928	1.429.257

Kaynak: DPT, 2009

Tablo13.1995-1999 KİT'lere Aktarılan Kaynakların Bileşimi

Yıl	Sermaye	Görev zararı	Toplam	Sermaye	Görev zararı
1995	45.440	...	5.440	100	0
1996	41.463	8.572	0.245	83	17
1997	121.400	2.050	23.450	98	2
1998	145.000	14.960	59.960	91	9
1999	323.000	93.000	16.800	78	22

Kaynak: Sayın, 2007

Bu gelişmelerin makro değişkenlere yansımaları ise şöyledir; 1987-1999 döneminde bankalardan yapılan iç borçlanma toplam iç borçlanmanın %72-93'ü arasında değişmiştir. En düşük değer %72 ile 1994 de en yüksek değer ise %93 ile 1991 de gerçekleşmiştir. DİBS'nin mevduat banlarının toplam aktifleri içindeki payı 1990 da %10'ken 1999'da %23'e çıkmıştır. Aynı dönemde özel sektöre açılan kredilerin toplam aktifler içindeki payı ise %36'dan %24'e inmiştir (Toprak ve Demir, 2002). Kamu sektörünün iç borçlanma gereksinimindeki artışa bağlı olarak yaşanan bu düşüşte yükselen faiz oranlarının etkisi de büyüktür. Artan faizler iç borç servisinin de yükselmesine neden olmuştur. İki yönlü olarak açıklar faizleri, faizler kamu açıklarını büyütülmüştür.

Parasız (1995), 1993'ün ikinci yarısından itibaren yüksek faizlerden dolayı özel sektörün dışlama etkisini ortadan kaldırmak üzere faiz oranları düşürülmeye çalışıldığını belirtmektedir. Kaya vd. (2003) de iç borç faiz oranlarını düşürmek için ihale iptalleri ya da borçlanma miktarlarına sınırlar getirilmesi gibi borçlanma politikaları izlendiğini belirtmektedir. Yapılan ihale iptalleri piyasalarda tedirginlik yaratmış ve iç borçlanma piyasasını olumsuz yönde etkilemiştir. İç borçlanma miktarına kamu açıklarında önlem almadan bu şekilde sınırlamalar getirilmesi açıkların Merkez Bankası kaynakları ile finansmanına neden olmuştur. Daha önceki dönemlerin kısa vadeli avans kullanımından doğan borçları silinmekle kalmamış, ek bütçe ile ilave harcamaların %15'i kadar daha kısa vadeli avans kullanım imkanı yaratılmıştır. Önder (2004)'e göre, 1990'lı yıllarda yüksek enflasyonun önlenmesi uygulanan para politikalarının temel hedefi olmasına rağmen finansal istikrarın sağlanması ve devlet borçlanmasını desteklemek amaçlarıyla, kurlar ile faizlerdeki dalgalanmaları azaltmak için bu hedeften sapılmıştır.

1994 başlarına gelindiğinde enflasyon %114'ü buluyor, yüksek kamu açıklarına rağmen faizlerin düşük tutulması sonucu iç borç senetlerine olan talep düşüyor ve dövize hücum yaşıyordu. Bunun sonucunda döviz rezervlerinde büyük bir azalma oluyor ve döviz bankalar sistemi dışına çıkıyordu. Darboğazdaki ekonominin dış kredi muslukları kapanınca, Hazine açıkları Merkez Bankası kaynaklarından karşılanıyor ve kredilerle büyük artış yaşıyordu. İstikrarsızlık sonucu dövize yönelen tasarruflar döviz kurunu yükseltiyor ve 15 Ocak 1994'te TL, %100'ün üzerinde değer kaybediyor, döviz bastırmak için faizlerin yükseltilmesiyle aynı tarihte gecelik faizler %1000'in üzerine çıkıyordu. Ekonomi dolarlaşma tehdidi ile yüksek faiz arasına sıkışmıştı (Sönmez, 2003; 169).

Siyasi otorite dövize olan talebi yüksek döviz rezervlerini satarak sınırlamanın mümkün olacağını bu şekilde piyasa da dolaşan paranın İMKB'ye yönlendirebileceği varsayımı ile hareket etmekteydi. Bu varsayımlar iki nedenle geçerli olmadı. Bunlardan birincisi, büyük bankalar yüksek devalüasyon olacağı beklentisi ile hareket etmektedir. Dolayısıyla piyasaya sürülen döviz talebi kırma işlevini yerine getirmekten uzak kalmakta ve piyasaya sürülen döviz giderek artan fiyattan alıcı bulmaktaydı. Diğer yandan İMKB o dönem için 52 milyon dolar gibi dar bir işlem hacmine sahipti ve piyasa da dolaşan spekülasyon sermayeyi mas etme kapasitesine sahip olmaktan çok uzaktı (Kepenek ve Yentürk, 2004; 484). Sistemde yaşanan bu tıkanma 1994 krizini ve bu krize reçete olarak sunulan 5 Nisan Kararlarını da beraberinde getirmiştir. 5 Nisan 1994 tarihli ekonomik istikrar programının başlıca hedefleri şunlardır (Eğilmez, 2009; 71):

- 1-Ek vergi alınarak kamu gelirlerinin artırılması
- 2-Kamu giderlerinin; ücret artışlarının enflasyonun altında tutulması da dahil olmak üzere, çeşitli bütçe kısıntıları yoluyla düşürülmesi,
- 3-(1) ve (2)'de konu edilen önlemler sonucunda konsolide bütçe açığının ve dolayısı ile kamu kesimi harcama gereğinin düşürülmesi,
- 4-TL'nin dolar karşısında değer kazanmasının önlenmesi,
- 5-Hazine borçlanmasını çekici hale getirebilmek için başlangıçta enflasyonun çok üstünde bir faizle kağıt satılması ve zaman içinde bu faizin düşürülmesidir.

Parasız (1995)'e göre; 5 Nisan Kararları para, döviz, sermaye, mal ve emek piyasasında baş gösteren dengesizlikleri gidermek için alınmış kararlardır. Sönmez (2003)'e göre; alınan kararlar yanında IMF ile 16. stand by antlaşması yapılması ve ek kredi temin edilmesi, şok faiz uygulamasıyla mali piyasalara istikrar getirilmesi,

ithalatta hızlı düşüşle ödemeler dengesi açığının kapanması ve sıkı maliye politikası uygulanmaya konulması kamu açıklarının azalması gibi getiriler sağlamıştır. Diğer yandan ekonomide durgunluk, işsizlik ve gelir dağılımında adaletsizliğe neden olmuştur.

Eğilmez (2009)'a göre; 5 Nisan Kararları'nın istenen sonuca ulaşmamasının temel nedeni para ve maliye politikası koordinasyonsuzluğudur. Maliye politikası araçları tek başına kullanılmış, piyasa da oluşan aşırı likidite için para politikası araçlarına başvurulmamıştır. Merkez Bankası hem Hazine'yi hem de bankaları finanse etmiştir. Bankalar Merkez Bankası'ndan temin ettikleri kredilerle Hazine'nin kısa vadeli yüksek faizli kağıtlarını almışlardır. Siyasi iktidara duyulan güven sorunu ve belirsizlikler birlikte Hazine yüksek faizle borçlanmaya devam etmek zorunda kalmıştır.

1992-1999 döneminde yıllık ortalama GSMH büyüme hızı %4'ün altında kalmışken iç borçlanmada reel faiz oranı %32 olmuştur. Yüksek reel faiz ödemeleri KKBG'ni daha çok arttırmış ve gün geçtikçe ağırlaşan uzun dönemde sürdürülme olasılığı olmayan borç faiz borç kısır döngüsü doğmuştur. Ayrıca 1994'den beri devletin net dış borç ödeyicisi durumunda olması ve 2000 yılında iç piyasadan düşük faizle borçlanmanın başarılması yeterince derin olmayan yurt içi mali piyasalar üzerinde baskı doğurmuştur (Toprak vd., 2002). Balıbek (2001) de net iç borçlanmanın GSMH'ya oranının 1990 yılında %2.5 iken, 1999 yılında 12.4 olduğunu belirtmektedir. 1998 yılının Ağustos ayının ortalarında başlayan Rusya krizi, sermaye çıkışını hızlandırmış, dış borçlanma iç kaynaklarla ikame edilmeye çalışılmıştır. Bir kez daha kamu kesimi finansmanını desteklemek durumunda kalan TCMB tarafından yüksek faiz politikası uygulanmıştır 1998 yılının Ağustos ayının ortalarında başlayan Rusya krizi, sermaye çıkışını hızlandırmış, dış borçlanma iç kaynaklarla ikame edilmeye çalışılmıştır (Vardar, 2007).

Enflasyonu düşürmek ve kamu borçlarını kontrol altına almak amacıyla Aralık 1999 da IMF'nin de desteği ile 2000 Enflasyonu Düşürme Programı hazırlanmıştır. Program üç yıllık bir uygulama evresine sahiptir. Temel amaçları ise mali disiplinin sağlanması, sosyal güvenlik ve özelleştirme alanında çalışmalara ivme kazandırılması ve döviz kurunun nominal çapa olarak kullanılmasıdır. Eğilmez (2001) ise bu çerçevenin temel amacının enflasyonun düşürülmesi ve sürdürülebilir bir büyüme oranının sağlanması olduğunu belirtmektedir. Programın bütçe dayanağı ise vergi gelirlerinin artırılması yoluyla faiz dışı fazlalarının yükseltilmesi ve Hazine'nin iç

borçlanma yükünün dolayısı ile faizlerin düşürülmesidir. Bu yaklaşımı desteklemek amacıyla dış borçlanma arttırılarak iç borçlanmanın yerine ikame edilecek ve ortaya çıkacak finansman boşluğu artan vergi gelirlerinin yanı sıra dış borçlanma artışıyla doldurulacaktır. Bu çerçevede, uygulanan sıkı maliye politikaları, elde edilen özelleştirme gelirleri ve dış piyasalardan uygun koşullarda sağlanan kaynaklar ile iç borçlanma ihtiyacının azaltılması ve kamu borç stokunun GSMH'ya oranının uluslararası kabul görmüş seviyelere indirilmesi hedeflenmiştir (Hazine Müsteşarlığı, 2003). Fakat programa duyulan güvenle ilgili çekinceler mevcuttu, Bu çekincelerin temel nedeni ise Uygur (2001a) şu şekil de sıralamaktadır:

- 1-Geçmişte uygulanan IMF destekli programların hedeflerine ulaşamaması,
- 2-Bir başka olumsuz görüş, dövizci çıpa yapan benzer programların 1990'larda birçok ülkede başarısız olması.
- 3-Bankacılık sisteminin açık pozisyonları üzerinde denetimin yetersiz olmasının yarattığı risk,
- 4-Programın makro hedefleri arasında çelişkiler olması yani yüksek büyüme ve düşük enflasyonun aynı anda başarılmaya çalışılması,
- 5-Bu dönemde hızla düşen faizlerin ithalat talebi üzerinde yaratacağı etkilerin göz ardı edilmesi,
- 6-Enflasyon beklentisinin yüksekliği yanında, bu tür olayların da katkısıyla, enflasyonun kendisi de 2000 başlarında oldukça yüksek çıktı ve programın sürdürülebilirliği tartışıldı.
- 7-Program, enflasyon hedefiyle uyumlu bir gelirler politikası da öngörülmesine rağmen kira artışlarının önüne geçilememesi..
- 8-KİT zararlarından kaynaklanan kamu açıklarının sürekli artışının ve finansman ihtiyacının önüne geçilememesidir.

Tablo 14.1990-2000 Dönemi İç Borçların Genel Görünümü

Bin YTL	1990	1991	1992	1993	1994	1995	1996	1997	1998	1999
Borç Stoku	97.647	194.236	357.347	799.309	1.361.007	3.148.985	6.283.425	612.885	2.920.145	920.145
Tahvil	24.678	86.387	190.505	239.385	511.769	1.250.154	3.570.812	771.980	9.683.392	683.392
Bono	18.258	42.247	64.488	304.230	631.298	1.527.838	2.374.990	840.905	3.236.753	236.753
Konsolide Borçlar	41.122	34.602	31.933	133.417	25.940	40	0	0	0	0
Kısa Vadeli Avans	13.589	31.000	70.421	122.278	192.000	370.953	337.623	0	0	0
İç borç stoku/GSYİH	%11	%12	%13	%13	%15	%13	%16	%16	%17	%22

Kaynak: Hazine Müsteşarlığı, 2009

Yaşanan ekonomik gelişmeler ile birlikte yapılan iç borçlanmaların genel seyri Tablo 14 de görülmektedir. 1990-2000 dönemine iç borç artışının bu on yıllık süre için de sürdürdüğü görmekteyiz. 1992-1994 yılları arasında kısa vadeli borçlanmaların mali sistemin tıkanmaya paralel olarak arttığı görülmektedir. 1994'ü takip eden yıllar da ise iç borç stoku/GSYİH oranı büyümeye devam etmiştir Aynı dönem içerisinde kısa vadeli avans kullanımı da sürmüştür. 1997 yılından itibaren kısa vadeli avans kullanımına son bulmuştur.

3.1.4. 2000-2009 Dönemi

1999'da ilan edilen Enflasyonla Mücadele Programı mali sistemin yapısal problemlerini çözüme başarılı olamamıştır. Programın başarısızlığı 2000 ve 2001 krizlerinin yaşanmasına zemin hazırlamıştır. Kasım 2000 ve Şubat 2001 krizlerinin yaşanması mali sistemdeki tıkanmanın ekonomi üzerindeki etkilerinin daha açık bir şekilde görülmesini de sağlamıştır. 2000 yılından itibaren cari açığın sürdürülemeyeceği kaygısı sıcak para çıkışını tetiklemiştir. Piyasa da döviz talebi artmıştır. Merkez Bankası'nın bu türden bir spekülasyon atak karşısında hiçbir savunma mekanizmasının olmaması döviz rezervinin hızla erimesine neden olmuştur ve mevcut para programı uygulanamaz hale gelmiştir.

Aynı dönemde bankacılık kesimine yönelik yeni düzenlemeler birden hız kazanmaya başladı. Bu yeni gelişme, bankaların açık pozisyonlarını kapatma yolunda çok daha hızlı ve ani davranışlar içine soktu. Bu durumda bankalar döviz alabilmek için likiditelerini daha fazla arttırmaya yöneldiler. Daha fazla likidite talebi ise doğal olarak faizlerin çok daha hızlı olarak yukarı hareketlenmesi sonucunu getirdi. Faizler de başlayan bu tırmanma yüksek miktar da Hazine kağıdı taşıyan ve bunları repo işlemlerinde kullanan bankaları hızla sıkıntıya soktu. Likidite sıkıntısı çeken ve ellerindeki Hazine kağıtlarını fonlamak zorunda olan bu bankaların büyük kayıplarla karşılaştılar. Bu nokta da bazı bankaların Tasarruf Mevduatı Sigorta Fonu'na (TMSF) alınacağına ilişkin söylentilerin çıkması bankaların birbirine olan kredi hatlarını iptal etmelerine ya da minimum düzeye düşürmelerine yol açtı. Bu gelişmenin yarattığı ek likidite daralması, bankaların daha yüksek faizle fon bulmaya razı olmalarını sonucunu getirdi. Faizler de ortaya çıkan hızlı yükselme Hazine kağıtlarının ikinci el piyasasında işlem hacminin hızla düşmesine neden oldu (Eğilmez, 2009; 77).

Döviz hücumu, kırılmalı bankacılık sistemini sarstı ve ilk şok Kasım 2000 de yaşandı. Finans sektörünü derinden yaralayan bu kriz, sermaye kaçışlarını hızlandırırken, güven bunalımını arttırdı ve döviz yönelişi hızlandırdı (Sönmez, 2003; 174). Kasım krizi aşıldı derken, tam üç ay sonra 19 Şubat 2001'de Başbakan ile Cumhurbaşkanı arasındaki bir tartışma ikinci bir spekülasyon saldırısını başlattı ve bu kez döviz krizi başladı. 21 Şubat'ta bankalar arası para piyasasında gecelik faiz %6200'e kadar çıktı ve ortalama %4018.6 oldu. 16 Şubatta 27.94 milyar dolar olan Merkez Bankası döviz rezervi 23 Şubat'ta 22.58 milyar dolara indi ve rezerv kaybı 5.36 milyar dolar oldu. Kasım krizinde döviz saldırı yabancılarla sınırlı kalmıştı, Şubat krizinde yerlilerin de, özellikle bankaların döviz saldırı gördü. Döviz yapılan saldırıya dayanma gücü kalmayınca TCMB 21 Şubat gecesi kurun dalgalanmaya bırakıldığını açıkladı. 19 Şubatta 1 doların piyasa satış kuru 686 500 iken, 23 Şubatta 920 000, 28 Şubatta 960 000 oldu, yani kur artışı on gün içinde %40'a ulaştı. Kasım krizinde çok yükseldiğini söylediğimiz Finansal Baskı Endeksi daha da büyük bir sıçrama yaptı. Kasım ayında yara alan enflasyonu düşürme programının da sonu gelmiş oldu. Şubattaki artık bir döviz kriziydi ve ateşlenmesi farklı bir olayla da olabilirdi. Faizin neredeyse göklere çıkması döviz talebi engelleyemedi (Uygur, 2001a: 23).

Mali sistemin tıkanmasının başlıca nedenleri olarak ise bankacılık kesiminin açık pozisyonu ve bütçe açıklarının finansman problemi görülmüştür. Kamu kesimi borçlanma gereğindeki artış yurt içi faiz oranlarına yükselme yönünde baskı yapmıştır. Bankacılık kesimi yurtdışından düşük faizlerle borçlanarak kamu sektörünü finanse etmiştir. Kriz öncesi ve kriz sonrası döneme ait bazı veriler aşağıdaki gibidir:

Tablo 15.2000 Krizine Ait Bazı Göstergeler

Kriz Öncesi Yılında	
Banka Sayısı	80
Kamu Açığı \GSYİH%	14,97
Kamu Borcu \GSYİH%	51,31
Enflasyon	68,79
İleriki Aşamalar	
Kamu Müdahalesi	Evet
Krizden 3 yıl Sonra Banka Sayısı	54
Krizin Maliyeti	
GSYİH Kaybı%	32

Kaynak:Eğilmez, 2009; 79

Bu bağlamda sürdürülen politikalarının 2001 krizi üzerindeki etki ve sonuçlarını da şöyle görebiliriz: Kamu banklarından görev zararı tanımı ile kullanılan kaynaklar

Hazine tarafından bu bankalara zamanında ödenmemiştir. Bu nedenle likiditesi zayıflayan kamu bankalarının kısa vadeli borçlanma gereksinimi artmıştır. Bankaların rolü ve fonksiyonları hükümetlere son derece bağlı hale gelmiştir. Bu yakın ilişki sadece kamunun daha fazla sayıda ve payda banka sahibi olmasından kaynaklanmamıştır, aynı zamanda doğrudan krediler, fonlama karışık ve sistem bozan vergi düzenlemeleri ve uygulamaları içermiştir. Bu koşullarda bankalar bütçe finansman kurumları olarak görev yapmışlar, hükümetler tarafından belirlenmiş sektörlere kişilere veya kuruluşlara kaynak kullanırmışlardır. Ancak, bankaların faaliyetleri ve bu faaliyetlerinden doğan zararları kamunun bilançosunda yer almamış, bütçe dışında yer almıştır (TBB, 2004). Kamu bankalarının likidite ihtiyaçlarının karşılanamaması neticesinde ödemeler sistemi kilitlenme noktasına gelmiştir.

Bu çerçevede, 2001 yılı sonu toplam borç stoku; bankaların görev zararları ve Tasarruf Mevduatı Sigorta Fonu için ihraç edilen nakit dışı senetler sebebiyle; 2000 yılı sonunda 36,4 katrilyon TL iken %235 oranında artarak 122,2 katrilyon TL'ye ulaşmıştır. Buna göre iç borç stokunun alıcılara göre kompozisyonu büyük değişikliğe uğramış ve 2001 yılı sonunda kamu sektöründe olan iç borçların toplam stok içerisindeki payı, 2000 yılı sonundaki %34 seviyesinden 2001 yıl sonu itibariyle %62'ye yükselmiştir (Kaya vd., 2003).

Kamu bankalarının yüksek likidite ihtiyacının yanı sıra önemli sayıda özel bankanın krizler sonrasında TMSF kapsamında alınması ve bu nedenle TMSF'den artan likidite ihtiyacı, mali sistemde yaşanan problemlerin en kısa süre de ve en etkin bir şekilde üstesinden gelinebilmesi için çözümler arayışlarını da beraberinde getirmiştir. Kısa vade de ödemeler sisteminin sağlıklı bir şekilde işlemeye başlaması ve krizin reel ekonomi üzerindeki olumsuz etkilerinin asgari seviyede tutulması için, bankaların yüksek likidite ihtiyacı, Hazine Müsteşarlığı, Bankacılık Düzenleme ve Denetleme Kurulu ve TCMB'nin koordinasyonu ile kontrollü bir şekilde sağlanmıştır. Bunun yanında bankaların döviz pozisyon açıklarının kalıcı olarak giderilmesi ve bilançolarının sağlıklı bir yapıya ve risk yönetimine kavuşması amacıyla, Hazine tarafından 16 Haziran 2001 tarihinde iç borç takas işlemleri gerçekleştirilmiştir. Böylelikle iç borç stokunun, ortalama vadesinin uzatılması, ortalama vadenin uzaması ile faiz oranları üzerindeki baskının daha da azaltılması, bankacılık sisteminin açık pozisyon sorununun giderilmesi ile ekonomi politikalarının dalgalı kur rejimi altında daha etkin sürdürülmesi sağlanmıştır. Takas işleminde, ortalama 37,5 ay vadeli dövize

endeksli DİBS'lerle değişimi sağlanmış, işlemler öncesinde mevcut bulunan 7,6 milyar USD tutarında açık pozisyon önemli ölçüde azaltmıştır (Vardar, 2007).

Hazine Müsteşarlığınca kamu bankaları ve TMSF'ye ihraç edilen özel tertip iç borçlanma senetleri 2001 yılında iç borç stokundaki artışın en önemli belirleyicileri olmuşlardır (Hazine Müsteşarlığı, 2003). Esen (2005) bu dönem içerisinde bankaların yeniden yapılandırma maliyetleri GSYİH'nın %30'unu bulduğunu belirtmektedir. Tablo 16 bankacılık sektörünün yeniden yapılandırılması için yapılan harcamaları göstermektedir.

Tablo 16.Bankaların Yeniden Yapılandırılma Maliyetleri

Tarih	TMSF Hazine Borcu
Ara.01	21,6milyar dolar
Ağu.02	16,9milyar dolar =27,489 katrilyon TL
Oca.03	22,4 milyar dolar= 35 katrilyon TL
Tem.03	28,2 milyar dolar =40 katrilyon TL

Kaynak: Esen, 2005

2001 krizi, Türkiye yakın tarihinin en derin krizi olmasının yanı sıra, bir çok açıdan da yeniden yapılanmanın ve kalıcı bir yapısal dönüşümün gerekliliğini ortaya koyma özelliği taşımıştır. Bu çerçevede, temel amaçları bankacılık sektörüne ilişkin tedbirlerin en kısa sürede alınması, faiz oranları ve döviz kurlarında istikrarın sağlanmasına yönelik yapısal reformların gerçekleştirilmesi ve sürdürülebilir büyüme ortamının temin edilmesi olarak belirlenen Güçlü Ekonomiye Geçiş Programı 2001 yılı Mayıs ayında uygulanmaya konulmuştur (Öztürk, 2007).

Mayıs 2001 tarihli Güçlü Ekonomiye Geçiş Programı ve sonrasında taahhüt edilen niyet mektuplarının makroekonomik hedefleri söz konusu borçlanma dinamiğini kırmak için 2003 sonuna değin kamu birincil bütçe dengesinde milli gelire oran olarak 6.5 düzeyinde bir fazla yaratmayı öngörmektedir. Fakat 2002 yılında faiz dış fazla hedefi tutturulamayarak %4,5 da kalmıştır. 2002 yılında yapılan genel seçimlerden sonra hükümet değişmiş ve yeni bir ekonomik program uygulamaya konulmuştur. 2002 yılında uygulamaya konan yeni programın adı Acil Eylem Planıdır.

Tokucu (2008); Maliye politikalarındaki kötü durumun, 2002 sonrası sıkı maliye politikalarının uygulanmasıyla göstergelerin iyiye dönmeye başladığını belirtmektedir. Bu dönem içerisinde vergi gelirlerinin yanında özelleştirmelerden elde edilen gelirler sayesinde kamu borç stokunun artış hızı yavaşlamıştır. Bunlara paralel olarak kamu

kesimi borçlanma gereğinin milli gelir içindeki oranının düşmesine ve faiz ödemelerin vergi gelirleri içindeki oranının azalmasına neden olmuştur.

Bu uygulama ve düzenlemeler 2002-2005 döneminde para ve maliye politikasının başarılı olarak yorumlanmasını sağlamıştır. Fakat yapılan özelleştirmelerden elde edilen gelirlerin geçici nitelikte olması KKBG'deki düşüşlerin uzun vadede nasıl şekilleneceğini belirsizleştiren bir unsurdur. Erkan (2008)' e göre, 2003 ile 2006 yılları arasında ise kamu sektörünün borçlanması yanında dikkat edilmesi gereken nokta özel sektörün dış borçlarının artışı ekonomiyi kırılgan hale getirmiş olmasıdır.

Bu durumun iç borçlanma rakamlarına yansımaları ise şu şekilde olmuştur: 2005 yılında iç borç stoku cari fiyatlarla 2004 yılına göre yüzde 9 oranında artarak 244,7 milyar TL olmuştur. 2006 yılı Ağustos sonu itibariyle iç borç stoku 237,7 milyar TL'si tahvil , 14.2 milyar TL'si bono olmak üzere toplam 251, 9 milyar TL olup 2005 yılı sonuna kadar yaklaşık %3 artmıştır. İç borç stoku 2006 yılında ise bir önceki yıla göre yaklaşık %2 artış göstererek 244, 782 TL'den 251.470 TL'ye çıkmış, iç borç/GSMH oranı 33,6 2006 yılından 2007 gelindiğinde ise iç borç stokunun artışı yaklaşık olarak %1.6, iç borç/GSMH oranı 29,6 olmuş, 255.310 YTL olarak gerçekleşmiştir (Maliye Bakanlığı, 2007).

Maliye Bakanlığı 2008 Yılı Merkezi Yönetim Bütçe Gerçekleşmeleri ve Beklentiler Raporuna göre sadece merkezi yönetim için faiz giderleri, 2008 yılı Ocak-Haziran döneminde 2007 yılının aynı dönemine göre yüzde 22,9 oranında azalarak 20 milyar 740 milyon TL olarak gerçekleşmiştir. Bu tutarın 17milyar 377 milyon TL'si iç borç faiz ödemesi, 3 milyar 180 milyon TL'si dış borç faiz ödemesi ve 182 milyon TL'si ise iskonto giderlerinden oluşmaktadır. Bu dönemde faiz giderleri için bütçede öngörülmüş olan 56 milyar YTL ödeneğin yüzde 37'si kullanılmıştır. Geçen yıl bu oran yüzde 55,2 olarak gerçekleşmiştir. Çanakçı (2009), 23.7.2008 tarihinde TMSF'nin 2001 krizi nedeniyle Hazine'ye olan borçların terkin edildiğini belirtmektedir. Bu kapsam da 53,1 milyar TL'si vadesi geçmiş olmak üzere toplam 93,3 milyar TL'si anapara, 26,6 milyar TL'si faiz ve 16 milyar TL'si gecikme cezasından oluşmaktadır (Çanakçı, Röportaj, 2009).

Ekonomimizde görülen olumlu performans, 2007 yılı Ağustos ayının ardından ABD'de yaşanan konut piyasası kredi krizlerinin etkilerinin görülmesi sebebiyle .yılın son çeyreğinde durağan bir hal almıştır. ABD'deki kredi krizinin etkisinin 2008 yılında daha da artacağı beklentisiyle küresel likiditede önemli bir azalma olmuş ve gelişmekte olan ülke piyasalarından fon çıkışı gerçekleşmiştir. Bu sebeplerle 2008 yılı bütün dünya

ekonomileri açısından zorlu bir yıl olmaktadır. Uluslar arası finans piyasalarında likiditenin azalması, petrol emtia ve gıda fiyatlarındaki yükselişlerle tüm dünya da enflasyon oranları artmış ve ülkemizdeki faiz ve enflasyon seviyeleri bu gelişmelerden etkilenmiştir (Hazine Müsteşarlığı, 2009). Piyasalarda likiditenin daralması faizlerin artmasına neden olmuştur. Faizler iç borçlanma da %22 seviyesine çıkmıştır. Faiz artışı borçlanmanın maliyetinin artacağı anlamına da gelmektedir. Tablo 17, 2000-2009 döneminde gerçekleşen iç borçlanmanın seyrini özetlemektedir. 2000 ve 2001 yıllarında yaşanan likidite krizi iç borç stoku/ GSYİH oranının %51'e ulaştığını yani iç borç yükünün arttığını görmekteyiz. Bu dönemde uygulanan Güçlü Ekonomiye Geçiş Planı ve 2002 yılından itibaren uygulanmaya başlanan Acil Eylem Planı mali disiplinin sağlanmasında önemli adımlar olmuşlardır. 2002-2009 dönemi içerisinde iç borç yükü azalma trendi içerisine girmiş ve %30'a kadar düşmüştür. Keyder (2008) özelleştirme gelirlerinin de borç stokunun düşmesinde önemli bir etken olduğunu belirtmektedir. 1985-2002 döneminde 8 milyar dolar özelleştirme geliri elde edilirken, 2003-2007 'de 30 milyar dolar özelleştirme geliri elde edilmiştir.

Tablo 17.2000-2009 Dönemi İç Borçları

Bin YTL	2000	2001	2002	2003	2004
Borç Stoku	36.420.620	122.157.260	149.869.691	94.386.700	224.482.922
Tahvil	34.362.937	102.127.926	112.849.835	68.973.626	194.210.700
Bono	2.057.683	20.029.334	37.019.856	25.413.074	30.272.223
Konsolide Borçlar	0	0	0	0	0
Kısa Vadeli Avans	0	0	0	0	0
İç Borç Stoku/GSYİH	22%	51%	43%	43%	40%
Bin YTL	2005	2006	2007	2008	2009 Ocak
Borç Stoku	244.781.857	251.470.054	255.309.982	274.827.000	279.236.000
Tahvil	226.964.261	241.876.473	249.175.982	60.849.000	266.784.000
Bono	17.817.596	9.593.581	6.134.000	3.978.000	11.451.000
Konsolide Borçlar	0	0	0	0	0
Kısa Vadeli Avans	0	0	0	0	0
İç Borç Stoku/GSYİH	38%	33%	30%	...	....

Kaynak:Hazine Müsteşarlığı, 2009

3.2. Türkiye de İç Borçların Yapısı

Türkiye de iç borçların yapısı ele alınırken, iç borç stoku, iç borç servisi, iç borçlanmanın vade , faiz yapısı ile birlikte iç borçlanma da kullanılan borçlanma senetlerinin çeşitleri ve iç borçlanma senetlerinin alıcı profili irdelenecektir.

3.2.1. İç Borç Stoku

İç borçların GSYİH ile karşılaştırılması borçların nihai tediyesi bakımından büyük önem taşımaktadır. Borçların sonuç olarak ödemek zorunda olduğu düşünülürse bu oranın önemi ortaya çıkar (Özsoylu 2006;147). Bu amaçla iç borç stokuna ve iç borçların GSYİH'ya oranını gösteren iç borç yükünün büyüklüğüne bakmak gerekmektedir.

Tablo 18.1990-2009 Dönemi İç Borç Stoku ve İç Borç Yükü

Yıllar	İç Borç Stoku	İ.B \GSYİH	Yıllar	İç Borç Stoku	İ.B \GSYİH
1990	57.2	10.8	2001	122,157.3	50.9
1991	97.6	11.5	2002	149,869.7	42.8
1992	194.2	13.2	2003	194,386.7	42.7
1993	357.3	13.4	2004	224,482.9	40.2
1994	799.3	15.4	2005	244,781.9	37.7
1995	1,361.0	13	2006	251,470.1	33.1
1996	3,149.0	15.9	2007	251,470.1	29.8
1997	6,283.4	16.2	2008	274.827.	29
1998	11,612.9	16.5	2009 Ocak	279.236	
1999	22,920.1	21.9			
2000	36,420.1	21.9			

Kaynak: Hazine Müsteşarlığı, 2009

Tablo 18 de görüldüğü gibi 1991 yılından itibaren iç borç stoku nominal değeri ve GSYİH'ya oranı itibariyle ivme kazanmıştır. Tokucu (2008), 1991 yılından itibaren yaşanan bu artışın temel nedenleri olarak vergi gelirlerinin kamu harcamalarını karşılayamaması birlikte 3836 sayılı Tahkim kanunu görmektedir. Bu kanuna göre; Ziraat Bankası, Halk Bankası ve Merkez Bankasının 1991 ve 1992 yıllarında özel tertip iç borçlanma senetleri ihraç etmişlerdir. 1994 yılındaki krizden dolayı senetler yeniden yapılandırılmıştır. Fakat bu senetlere ait borçlar ödenememiş ve yeniden senet ihraç edilmiştir. Sönmez (2003) ise bu artışın temel nedeni 1989 yılındaki finansal serbestleşmeyle gelen ve yüksek faizlerden faydalanmak isteyen kısa vadeli sıcak para hareketleridir.

Tablo 18'den 2001 yılında iç borç yükünün %51'e ulaştığı görülmektedir. İç borç yükündeki bu artış bu dönem de yaşanan ekonomik krizin yarattığı birçok nedene bağlanmaktadır. Ulusoy ve Cural (2006) ise 2001 yılından itibaren iç borç stokunun hızlı artışının nedeni "ekonomik faaliyet düzeyinin daralmasına bağlı olarak vergi gelirlerinin azalması" olarak görmektedir. Bu dönem de kamu bankalarının görev zararları yanında TMSF'ye devredilen bankalardan kaynaklanan maliyet ise bir diğer önemli neden olarak ifade edilmektedir. Diğer bir neden ise 2001 krizi ile birlikte iç borçlanma senetlerinin birincil alıcıları pozisyonundaki bankaların likidite sıkıntısı

içerisine girmesidir. Bankaların likidite sıkıntısı faiz oranlarına yükselme yönünde baskı yapmıştır. Dolayısıyla iç borçlanmanın maliyeti de artmıştır.

2002 yılından itibaren iç borç stokunda ve iç borç yükünde düşüş trendi yakalanmıştır. Tabloda 2002 yılında % 42,8 olan iç borç yükünün 2007 yılında % 29,9 düzeyine indiği görülmektedir. Bu düşüş trendinin yakalanmasında IMF destekli Güçlü Ekonomiye Geçiş Programı ve 18. stand-by antlaşmasıyla sağlanan kredinin etkisi de göz ardı edilmemelidir. Program bir dezenflasyon programıdır ve mali disiplinin yakalanmasını hedeflemektedir. Mali disiplin ölçütü olarak faiz dışı fazla hedefi (%6,5) belirlenmiştir. Erdinç (2006); bu dönem içerisinde faiz dışı fazla verilmesinin mali piyasalarda güveni arttırarak (2002-2006 döneminde ortalama %5) faiz oranlarının düşmesinde etkili olduğunu söylemektedir. 2002-2006 dönemi özelleştirmelerin de hız kazandığı bir dönem olmuştur.. Buna tek parti iktidarının yarattığı olumlu beklentiler ve Acil Eylem Planı ile birlikte mali disiplinin sürdürülmesi de iç borç yükünü hafifletmiştir. İç borç stoku ile ilgili diğer bir tabloda da tahvil, bono ve kısa vadeli avansların GSYİH oranları görülmektedir. İç borçlanma da kullanılan DİBS'nin oransal değeri devletin borçlanmadan doğan yükümlülüklerini ifade etmektedir.

Tablo 19. İç Borç Stoku İle İlgili Diğer Göstergeler

Yıllar	Tahvil Stoku\GSYİH	Bono Stoku\GSYİH	Tahvil+Bono Stoku\GSYH	Kısa Vadeli Avans\GSYH
1985	7,8	1,0	8,8	1,7
1986	6,3	1,2	7,5	1,5
1987	5,3	1,9	7,3	1,4
1988	4,6	1,5	6	1,2
1989	4,9	1,2	6	0,8
1990	4,3	1	5,3	0,5
1991	3,9	2,2	6,1	1,6
1992	5,9	2,9	8,8	2,1
1993	7,2	2,4	9,6	2,6
1994	4,6	5,9	10,5	2,4
1995	4,9	6,1	11,0	1,8
1996	6,3	7,7	14,0	1,9
1997	9,2	6,1	15,3	0,0
1998	8,2	8,3	16,5	0,0
1999	19,8	3,1	21,9	0,0
2000	20,6	1,2	21,9	0,0
2001	42,5	8,3	50,9	0,0
2002	32,2	10,6	42,8	0,0
2003	37,2	5,6	42,7	0,0
2004	34,7	5,4	40,2	0,0
2005	35	2,7	37,7	0,0
2006	31,9	1,3	33,2	0,0
2007	29,1	0,7	29,8	0,0

Kaynak:TÜİK İstatistik Göstergeler, 2008

Tablodan görüldüğü gibi kriz yılları ile birlikte tahvil ve bonoların GSYİH'ya oranları artış göstermektedir. 1994 yılı ile birlikte artış seyrine giren bu oran 2001 yılında en yüksek değerine ulaşmıştır. Bu oran (50.9) ile Türkiye GSYİH'sının yarısı kadar devletin borçlanmadan doğan yükümlülüğü olduğu anlamına gelmektedir. Aynı şekilde Merkez Bankası Hazine protokolüne bağlı olarak 1997 yılından itibaren kısa vadeli avans kullanımının da kesildiği görülmektedir.

3.2.2. İç Borç Servisi

İç borç servisi, iç borçların ana para ve faiz ödemelerini gösterir. Tablo 20 de faiz ödemelerinin vergi gelirleri içindeki payı görülmektedir. Borç servisinin her geçen yıl artması, devletin vergi gelirlerinin her yıl daha büyük bir payının borç servisine gitmesi anlamına gelmektedir. Dolayısıyla artan faiz ödemeleriyle birlikte yapılan iç borçlanmalar kamu hizmeti veya yatırım amaçlı değil bütçe açıklarını kapatmak için kullanılır hale gelmiştir. 1994 yılı ile birlikte iç borç faiz ödemelerinin vergi gelirleri içindeki payı ivme kazanmıştır. 2001 krizi ile birlikte hem ekonominin küçülmesi ve vergi gelirlerinin azalması hem de likidite krizinden dolayı iç borçlanmanın maliyetinin artması ile vergi gelirleri faiz harcamalarını karşılayamaz duruma gelmiştir.

Tablo 20. İç Borç Faiz Harcamaları/Vergi Gelirleri (%)

Yıllar	Faiz harcamaları	Vergi Gelirleri	FH\VG
1983	116.000	1.934.492	0,06
1984	156.000	2.178.137	0,07
1985	257.000	3.178.137	0,08
1986	717.000	5.972.034	0,12
1987	1.676.000	9.051.003	0,18
1988	2.488.000	14.231.761	0,17
1989	4.803.000	25.550.320	0,19
1990	10.036.000	45.399.534	0,22
1991	16.914.000	78.642.770	0,22
1992	34.087.000	141.602.000	0,24
1993	85.418.000	264.273.000	0,32
1994	231.035.000	587.760.000	0,39
1995	472.805.000	1.084.350.000	0,44
1996	1.325.417.000	2.244.094.000	0,59
1997	1.977.163.000	4.745.484.000	0,42
1998	5.626.676.000	9.228.596.000	0,61
1999	9.888.623.000	14.802.280.000	0,67
2000	18.609.423.000	26.503.698.000	0,70
2001	40.484.248.000	39.735.928.000	1,02
2002	43.468.540.000	59.631.868.000	0,73
2003	52.636.979.000	84.316.169.000	0,62

Tablo 20 (Devam)

2004	50.052.872.000	101.038.904.000	0,50
2005	39.289.560.000	119.250.807.000	0,33
2006	38.658.718.000	137.480.292.000	0,25
2007	41.539.680.000	152.831.736.000	0,27

Kaynak: TÜİK, 2008

Tablo 21’de ise 1980-2009 dönemi iç borç servisi ana para ve faiz ödemelerini ayrıntılı bir şekilde göstermektedir. 2000 yılı sonrası yaşanan ekonomik gelişmelerle birlikte iç borç stokunda ani bir yükseliş yaşanmıştır. İç borç servisi de aynı dönem de yükselmeye başlamıştır. 2002 yılından itibaren mali disiplinin sağlanması için yapılan çalışmalar yanında piyasa yapıcılığı sistemiyle Hazine’nin borçlanması da kolaylaşmıştır. İç borç servisinin ana para ve faiz ödemelerinin yapılmasında daha sorunsuz hale gelmiştir.

Tablo 21. İç Borç Servisi Ana para ve Faiz Ödemeleri(TL)

Yıllar	İç borç servisi	Anapara	Faiz	Yıllar	İç Borç Servisi	Anapara	Faiz
1980	216	195	21	1995	1,744,208	1.271.404	472.805
1981	655	614	41	1996	4.911.403	3.585.966	1.325.417
1982	761	727	34	1997	5,264,585	3,267,422	1.977.163
1983	1,819	1.703	116	1998	14,471,510	8.844.833	5.626.676
1984	1,132	976	156	1999	25,477,788	15.579.146	9,888,623
1985	2,578	2.321	257	2000	37,577,493	189.688.070	18,609,423
1986	5,755	5.038	717	2001	164.360.842	123.876.596	40,484.246
1987	10.280	8.604	1,676	2002	141.059.233	97.590.694	43.468.540
1988	14,634	12.146	2.488	2003	166.357.352	113,721,373	52,636,979
1989	26,073	21.270	4.803	2004	183.553.146	133,500,274	50.052.872
1990	42,454	32.418	10.036	2005	174.491.083	136,221,521	39.269,56
1991	91,822	74.908	16.914	2006	157,551.600	118.892.883	38,658,718
1992	221,423	187.366	34.087	2007	155,732,667	114.193.187	41.539.680
1993	523,676	438.460	85.418	2008	135.460.655	94.030.166	44.516.089
1994	1.092.620	861.585	231.035	2009	135.100.000	85.100.000	49.100.000

Kaynak Hazine Müsteşarlığı, 2009

3.2.3. Türkiye de İç Borçların Vade Yapısı

Türkiye’de bir yıl ve daha uzun süreli kağıtlar tahvil bir yıldan kısa süreli kağıtlar ise bono olarak tanımlanmaktadır. Kısa vadeli borçlara, bütçe dönemi içinde ortaya çıkan geçici açıkların kapatılması için başvurulurken, uzun vadeli borçlarda amaç yürürlükteki bütçenin gelir bakımından yetersizliğin borçlanma yolu ile gidermektedir

(Özsoylu, 2006;146). Aşağıdaki tabloda 1989-2008 iç borçların vade yapıları görülmektedir:

Tablo 22.İç borçların Vade Yapısı

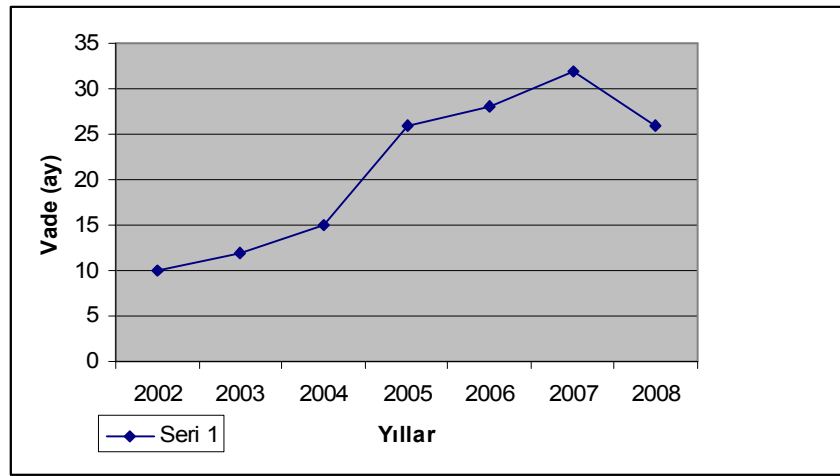
	Nakit %		Naki
	Tahvil	Bono	tDışı%
1990	51.5	34.9	13.6
1991	20.7	61.4	17.9
1992	21.9	50.7	27.4
1993	19.6	51.9	28.5
1994	2.5	74.1	23.4
1995	12.8	68.9	18.3
1996	13.2	70.6	16.2
1997	32.5	47.9	19.5
1998	18.7	64.4	17
1999	63.7	25.5	10.8
2000	60.7	17.8	21.6
2001	18.3	20.5	61.2
2002	27.4	52.9	19.6
2003	55.3	36.2	9.6
2004	58.5	37.6	3.8
2005	73.4	26.4	0.2
2006	84.1	15.9	0
2007	85.5	13.7	0.9
2008	79.9	17.9	2.2

Kaynak : Hazine Müsteşarlığı, 2009

İç borçlanmasında esas sorunun, borcun büyüklüğünden ziyade ortalama vadesinin kısalığı ve maliyeti olduğu görülmektedir. Birçok gelişmiş ülkeye bakıldığında, iç borç\GSMH oranının yüzde 100'ün üstündedir. Bu derece bir borç yükünün sorun yaratmamasındaki en büyük sebep ortalama vadesinin oldukça uzun, maliyetinin de oldukça düşük olmasıdır (Aydın, 2002). Borçlanmanın vadesi iki nedenden dolayı borç yönetiminde kilit noktadır. Birincisi borçlanmanın vadesi güven krizlerinin ortaya çıkmasında hayati bir role sahiptir. İkinci ise nominal borç stoku ve enflasyon arasındaki ilişkiden kaynaklanmaktadır (Guodotti ve Kumar, 1991). Bu durumda denilebilir ki iç borçlanmanın vadesi iç borç stokundan daha önemli bir göstergedir. Çünkü borçların vadesinin uzaması borcu çevirme riskinin azalması anlamına gelmektedir. Vade kısaldıkça iç borç, bir stok değişkenden çok bir akım değişken (Eğilmez, 2006) haline gelmektedir. Borçlanmanın bir stok değişkenden alık değişkene dönüşmesi, borç geri ödemelerinin zorlaşmasını sağlamaktadır. Çünkü kısa vadeli borçların, uzun vadeli borçlara oranı arttıkça borç servisi sıklığı ve kaynak yaratma zorunluluğu da artmaktadır. Bu yüzden aktif borç yönetim stratejileri uygulanırken kısa vadeli borçları uzun vadeli borçlarla değiştiren değişim ihaleleri

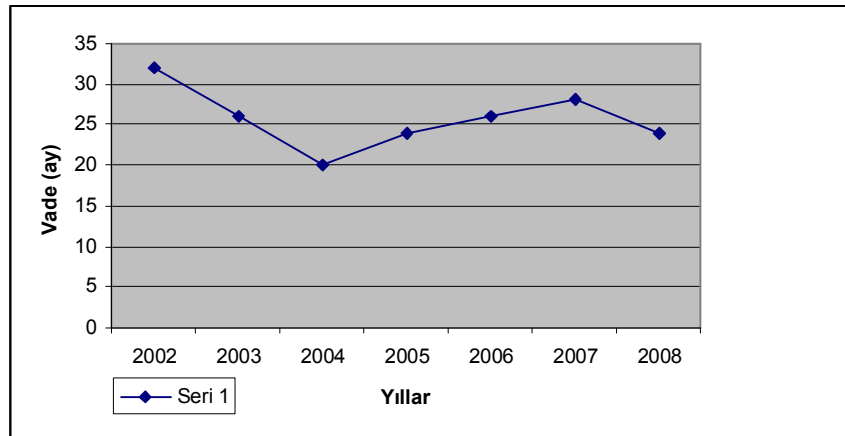
yapılmaktadır. Aşağıdaki grafik nakit borçlanmaların vade yapısını daha açık bir şekilde göstermektedir

1990 yılından başlayarak incelendiğinde 1999 yılına kadar borçların vadelerinin kısaldığı, iç borçlanmada kısa vadeli borçlanma araçları olan bonoların ağırlığının her geçen yıl arttığı görülmektedir. Özellikle 1994 yılında bu oranının %74,1'e çıktığı görülmektedir. 2000-2008 dönemi ise 2001 yılı hariç yine ağırlık kısa vadeli borçlarda olmakla birlikte ay bazında ele alındığında nakit borçlanmaların ve toplam iç borç stokunun vadelerinin uzamaya başladığı görülmektedir.



Grafik5. Nakit İç Borçlanmanın Ortalama Vadesi

Kaynak:Hazine Müsteşarlığı, 2009



Grafik 6. Toplam İç Borç Stokunun Ortalama Vadesi

Kaynak: Kaynak:Hazine Müsteşarlığı, 2009

Nakit iç borçlanmanın ve toplam iç borç stokunun vadesinin uzaması iç borç servisini kolaylaştıran bir unsurdur. Toplam iç borçlanma da vadenin iki yıla kadar

(2009 yılı için 23,3 ay) uzamış olması, borcu çevirmek için mali piyasalara daha az başvurulması ve faize artış yönünde baskının da azalması anlamına gelmektedir. Bu aynı zamanda likidite riskinin de önüne geçmek demektir.

3.2.4. İç Borçların Faiz Yapısı

İç borç yönetiminin temel amacı borçlanma senetlerinin ez az maliyet ve kabul edilebilir risk düzeyine getirmektir. İç borçlanma faizinin yüksek olması maliyetleri etkilerken piyasa riski de yaratmaktadır. Bu yüzden borç stokunun çevrilmesinde vadesi gibi faizleri de kontrol altında tutulması gereken önemli bir değişkendir. Sönmez (2003). İç borçlanmanın yüksek reel faizi iç borç yükünün artması yanında kaynakların reel sektörden finansal sektöre aktarımına ve üretim eşliğinin aşınmasına neden olduğunu belirtmektedir. Aşağıdaki tablo da 1989 yılı sonrası iç borçların nominal faiz oranları görülmektedir. 1994 -2000 dönemi yaşanan likidite krizinden dolayı faiz oranlarının hızla yükseldiği ve iç borç stokunda da büyük artış gösterdiği bir dönem olmuştur. 1994 yılı öncesinde iç borç faizlerini indirmek için uygulanan politikaların yarattığı tersi etki 1994 sonrası faizlerin mevcut durumundan daha hızla tırmanmasına neden olmuştur. 2000 yılında düşen faizler 2001 yılında piyasa da yaşanan likidite sıkıntısından dolayı artmıştır. 2002 yılından itibaren ise faizler düşmeye başlamıştır.

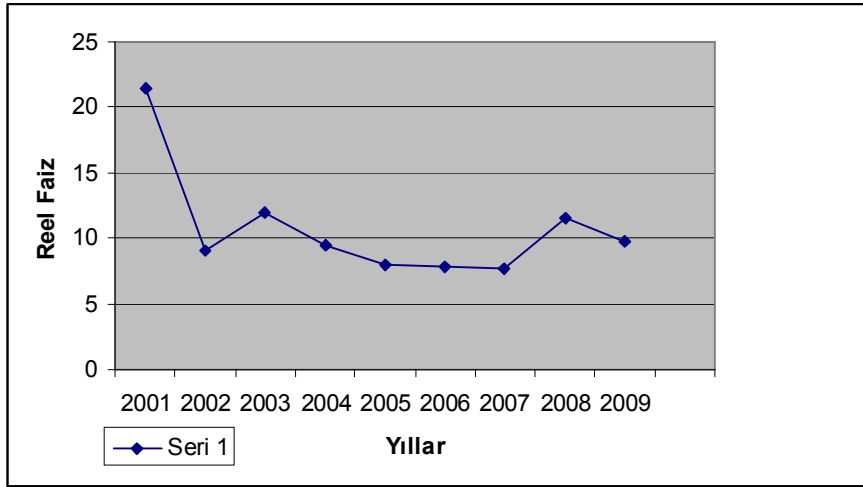
Tablo23.1989-2008 İç Borçların Nominal ve Reel Faizleri

Yıllar	Nominal İç Borçlanma Faiz	Enflasyon	Reel Faiz	Yıllar	Nominal İç Borçlanma Faizi	Enflasyon	Reel Faiz
1990	54	60,3	1,16	2000	38	54,3	-8,87
1991	80,5	65,9	16,11	2001	96,2	53,9	21,41
1992	87,7	70,1	15,19	2002	63,8	44,8	9,13
1993	87,6	66,1	18,24	2003	45	29,3	11,91
1994	164,4	106,3	50,18	2004	25,7	10	9,49
1995	121,9	93,6	18,1	2005	16,9	10,7	7,96
1996	135,2	79,4	34,72	2006	18,2	11,2	7,79
1997	127,2	85,0	22,71	2007	18,46	12,1	7,64
1998	122,5	83,6	70,2	2008	21,4		11,6
1999	109,5	63,5	53,94	2009 Ağustos			9,75

Kaynak: Süslü, 2001; Devlet Planlama Teşkilatı ve Hazine Müsteşarlığı, 2009

Grafikte 7 de 2002 sonrası kamu sektörü reel faizleri görülmektedir. Ceyhan (2004); iç borç stokunun düşürülmesinde yüksek büyüme veya düşük reel faizin önemli olduğunu belirtmektedir. Fakat büyümenin itici gücü olan yatırımlar yüksek faizlerden

dolayı dışlanmaktadır. 2002 yılından bu yana mali disiplini sağlamak amacıyla kamu harcamalarını kısılması da büyüme için olumsuz bir gelişmektedir.



Kaynak: Hazine Müsteşarlığı, 2009

Grafik 7. 2002-2009 İç Borçların Reel Faiz

Diğer yandan uygulanan dezenfasyonist politikalar ve düşük reel faiz de çelişkili bir durum yaratmaktadır. Bu duruma rağmen önemli bir risk unsuru olan faizlerin düşüşü iç borçların çevirebilmesini kolaylaştırmaktadır.

3.2.5. İç Borçlanma Araçları

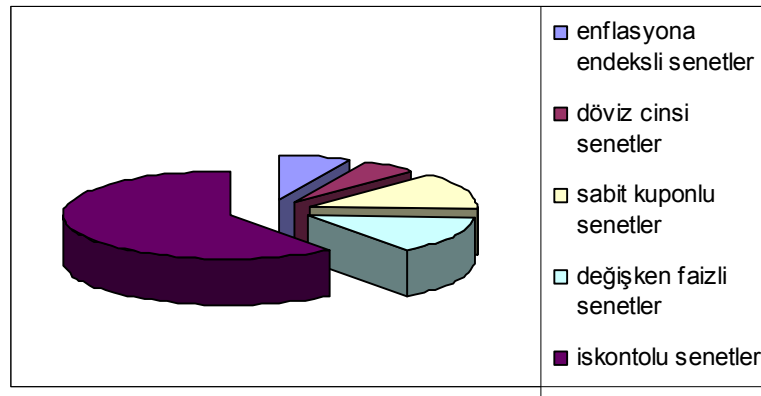
Tablo 24, kullanılmakta olan iç borçlanma araçlarının temel de nakit ve nakit dışı olmak üzere ikiye ayırmaktadır. Nakit ve nakit dışı borçlanmalar da kullanılan araçların sabit getirili ve değişken getirili olarak bileşimi hem YTL hem de döviz bazında ele alınmaktadır. Tablo da görüldüğü üzere yıllar itibariyle nakit borçlanma araçlarının nakit dışı borçlanmalara göre ağırlığı artmıştır.

Tablo 24. İç Borçlanma Araçlarının Durumu

Yıllar	1998	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008
Nakit Borçlanma	85%	89%	81%	48%	60%	67%	74%	79%	83%	86%	90,5
Sabit getirili	58%	67%	53%	15%	25%	35%	42%	41%	44%	46%	45,8
Değişken Faizli	20%	17%	25%	9%	12%	15%	16%	24%	25%	31%	36,6
Döviz Cinsi Borçlanma	7%	5%	3%	6%	11%	9%	12%	13%	13%	10%	8,1
Döviz Endekli	0%	0%	0%	18%	12%	8%	3%	2%	0%	0%	-
Nakit Dışı Borçlanma	15%	11%	19%	52%	40%	33%	26%	21%	17%	14%	9,5
Sabit getirili	4%	2%	3%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0,2
Değişken Faizli	11%	9%	11%	41%	31%	28%	24%	19%	16%	13%	9,1
Döviz Cinsi Borçlanma	0%	0%	5%	10%	8%	4%	2%	1%	0%	0%	-
Döviz Endekli	0%	0%	0%	2%	1%	1%	1%	1%	1%	0%	0,3

Kaynak: Hazine Müsteşarlığı, 2009

Nakit yapılan borçlanmalar iskontolu yapılan borçlanmaları içermektedir. Kuponsuz yapılan bu borçlanmalarda anapara ve faiz vade sonunda ödenmektedir. Değişken faizli borçlanmalar ise kuponlu ve kuponsuz yapılabilmektedir. Yatırımcıyı faiz riskinden korumak amacıyla yapılan değişken faizli borçlanmaların toplam iç borçlanma senetleri içinde yüzdesi son yıllarda yükselmektedir. Bu durum yatırımcı için olumlu bir gelişmedir. Faiz oranlarının önceki dönemlere göre düştüğü ve reel faizlerin değişkenliğinin azaldığı da düşünüldüğünde yatırımcı tabanını genişletmek isteyen borç yönetimi içinde makul bir çözümdür. İç borçlanma da kullanılan araçların yüzde ile ağırlıkları bu çalışmaların neticesini göstermektedir. Aşağıdaki grafik borçlanma araçlarının 2008 yılı itibariyle durumunu göstermektedir.



Kaynak: Hazine Müsteşarlığı, 2009

Grafik 8. İç Borçlanma Araçlarının Genel Durumu

Grafik, iç borçlanma araçlarının genel olarak kompozisyonunu ortaya koymaktadır. Grafikte açıkça görüldüğü üzere iskontolu senetler en çok %61,2 ile en çok kullanılan iç borçlanma araçlarıdır. Daha sonra sırasıyla sabit kuponlu senetler (%13,8), değişken faizli senetler (%13,8), enflasyona endekli senetler (%7,0) ve döviz cinsi senetler (%5,8) bu kompozisyon içinde yer almaktadır.

Nakit dışı borçlanmalar ise Hazine'ye doğrudan nakit girişi sağlamayan bütçe finansmanı için kullanılan özel tertip iç borçlanma senetleri ve ikrazen yapılan senetlerdir. Bu senetler Hazine ile verildikleri kurum arasında borç alacak ilişkisi sağlamaktadır. Nakit dışı borçlanma kriz dönemi olarak anılan 2001 yılında nakit borçlanmaya tercih edilmiştir. Fakat 2001'den 2008'e uzanan süreçte daha az tercih edildiği görülmektedir.

Hem nakit hem nakit dışı borçlanmalar da kur değişimlerinden kaynaklanan piyasa riskinden korunmak amacıyla döviz cinsi borçlanma araçlarının arttığı

görülmektedir. Keyder (2004) bu durumun borcun döviz kuruna olan duyarlılığını azalttığını söylemektedir. Türk Lirasının aşırı değerli olduğu dönemler de dövize cinsi borçlanmalar çok düşük reel faiz sağlamakta ve Türkiye için avantaj sağlamaktadır.

3.2.6. İç Borç Senetlerinin Alıcılara Göre Dağılım

İç borçlanma senetleri, alıcılarının kompozisyonu mali piyasalar üzerinde yarattığı etkiler bakımından önem taşımaktadır. İç borçlanma piyasası derinleşmemiş ülkelerde yatırımcı tabanı geniş değildir. Bu nedenle iç borçlanma senetlerinin birincil alıcıları bankalardır. Bankaların iç borçlanma senetlerinin birincil alıcısı olması özel sektörün borçlanma imkanını kısıtlamaktadır. Çünkü piyasanın likiditesi azalmakta ve reel faizler artmaktadır. Böylelikle özel sektörün yatırım maliyetleri de yükselmektedir. Ülkemizde de aynı durum gözlenmektedir ve aşağıdaki tablolardan da görülmektedir. İç borçlanmaların alıcılarını ülkemizde yaşanan ekonomik gelişmelere paralel olarak değiştiği Tablo 25'den izlenebilir. 2001 krizinin hemen ertesi döneminde kamu piyasadan daha çok iç borçlanma senedi almıştır. Keyder (2008), bu durumun nedenini şöyle açıklamaktadır: kriz sonrası görev zararları ve banka rehabilitasyonu nedeniyle kamu bankalarının büyük miktarlarda DİBS verilmiş ve bu uygulama toplam iç borç içinde kamunun payı düzelmiştir. Bu durum düzeldikçe bu oran tedricen düşmüştür (Keyder, 2004; 23). Aynı dönemler içerisinde ağırlık Merkez Bankası ve kamu bankalarında. Bu yıllardan 2009 dönemine gelen süreçte TMSF kaynaklarının toplam içerisinde payı da azalmaktadır. 2003 yılında itibaren ise kamunun ağırlığı azalmakta ve iç borçlanma da piyasaya kaynaklarına başvurulmaktadır.

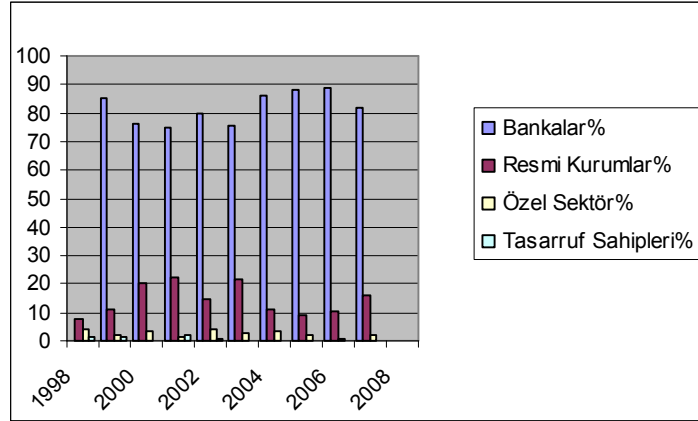
Tablo 25. İç Borçların Alıcılara Göre Dağılımı

Yıllar	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009 Ocak
Kamu	66,0	52,8	47,7	37,1	30,8	28,4	26,2	23,9	23,7
MerkezBankaları	26,6	18,8	13,8	9,9	7,5	7,1	6,3	4,7	4,7
Kamu Bankaları	18,6	16,2	14,0	12,2	10,2	7,9	6,2	3,7	3,6
TMSF	12,3	7,4	7,7	3,7	1,8	1,8	1,5	1,1	1,1
Diğer Kamu	8,4	10,5	12,1	11,3	11,2	11,6	12,3	14,4	14,3
Piyasa	34,0	47,2	52,3	62,9	69,2	71,6	73,8	76,1	76,3

Kaynak: Hazine Müsteşarlığı, 2009

Grafik 7 ise alıcıların dağılımını farklı bir şekilde sunmaktadır. Kamu ve özel bankalar ayrımı yapılmaksızın iç borçlanma senetlerinin alıcılarını ele alındığı grafikte bu kurumların ağırlığı açıkça görülmektedir. Türkiye de reel faizlerin yüksek

olmasında da iç borçlanma piyasasında yatırımcı tabanının genişlememiş olması yatmaktadır. İç borçlanma senedinin özel sektör ve tasarruf sahiplerince tercih edilmediği görülmektedir. Hazine tarafından yatırımcı tabanını genişletmek amacıyla yeni borçlanma senetleri ihraç edilmekte ve bu konuda seçenekler arttırılmaya çalışılmaktadır.



Kaynak: Hazine Müsteşarlığı, 2009

Grafik 9. İç Borçların Alıcıları

Aşağıdaki tablo da da bankalar, resmi kurumlar, özel sektör ve tasarruf sahiplerinin yüzde olarak ağırlıkları ayrıntılı bir şekilde izlenebilmektedir

Tablo 26. İç Borçların Alıcı Yapısı

	1990	1991	1992	1993	1994	1995	1996	1997	1998
Bankalar	85,9	92,8	79,1	77,8	71,8	81,8	84,6	89,9	6,8
Resmi Kurumlar	12,9	3,2	14	6,1	9,8	8,8	9,9	7,2	8
Özel sektör	1,1	4,1	4	2,7	2,7	3,6	2,9	3,3	3,8
Tasarruf Sahipleri	0	0	3	13,4	16	6	2,9	0,1	1,3
	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007
Bankalar	85,4	75,9	74,8	79,8	75,5	85,8	88,3	88,5	4,6
Resmi Kurumlar	11,2	20,3	22,1	14,9	21,8	11,1	9,3	10,5	6,1
Özel sektör	2,1	3,8	0,1	4,3	2,7	3,2	2,4	1	1,9
Tasarruf Sahipleri	1,3	0	1,9	1	0,1	0	0		0

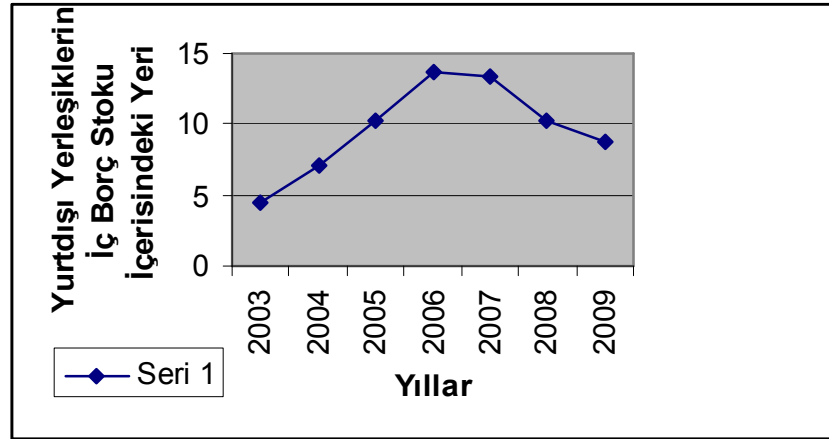
Kaynak: Hazine Müsteşarlığı, 2009

Bankaların kamu kağıtlarına yoğun olarak yönelmesinin altında bireysel tasarrufçunun iç borçlanma senetlerine düşük olan talebinin yanında diğer sebepler şöyle sıralanabilir:

- Kamu kağıtlarının likiditesinin yüksek olması,
- Vergiden muaf tutulması veya vergi oranının çok düşük olması,
- Riskinin sıfır olması,

- Karşılık ayrılmaması yüzünden toplam karşılık giderlerinin düşmesi ve bunun kara olumlu yansımaları ,
- Kamu kuruluşlarının ihale ve sözleşmelerinde teminat olarak kullanılabilmesi,
- Sermaye yeterliliği standart rasyosunun hesaplanmasında, kamu kağıtlarının risk ağırlığı sıfır olan varlıklar içinde yer alması (Aydın, 2002) olarak görülmektedir.

Özel kesim ve tasarruf sahiplerinin payı toplam iç borçlanma senetleri içindeki payı düşük olmakla birlikte son dönemler de yurtdışı yerleşiklerinde iç borç stoku içinde payının arttığı görülmektedir. Bu durum yurt dışındaki vatandaşların da yatırımlarının çekildiğini göstermektedir.



Grafik 10. Yurt Dışı Yerleşiklerin İç Borç Stoku İçindeki Payı

Kaynak: Hazine Müsteşarlığı, 2009

Grafikte yıllar itibariyle iç borç stoku içerisinde yurt dışı yerleşiklerin durumunu göstermektedir. İç borçlanma piyasasını genişletmek üzere başvuru alan yeni araçlar ve piyasa riskinde ki azalma bu gelişmede önemli rol oynamış görünmektedir. Tablo 27 de ise 2008 ve 2009 yılı itibariyle kısa vadeli yabancı sermayenin yani sıcsk paranın DİBS'lerine yaptığı yatırımlar görülmektedir. Yabancı yatırımcıların özel sektöre ait hisse senetlerini DİBS'ne tercih ettiği görülmektedir. Yabancı yatırımcının portföyünde TL cinsi borçlanma senetlerinin ağırlığı ise dikkati çekmektedir. Bu durum dövize endeksli veya döviz cinsi senetlerin yaratacağı piyasa riskinin kısmen azaldığı anlamına gelmektedir.

Tablo 27. Sıcak Para Hareketleri ve İç Borçların Yeri

(Milyon Dolar)	2008	2008	2009	Fark	
	Ocak	Aralık	Ocak	Son 12 ay	Son 1 Ay
YABANCI KAYNAKLI SICAK PARA	93.734	54.612	49.840	-43.894	-4.773
Hisse Senetleri	55.484	27.331	24.692	-30.792	-2.639
İç Borç Kağ.	31.852	19.589	18.173	-13.679	-1.686
-YTL DİBS	30.416	19.300	17.582	-12.834	-1.718
-Yabancı Para DİBS	1.436	560	591	-845	31
Mevduat Toplamı	6.398	7.422	6.974	576	-448
-Döviz Mevduatı	3.895	5.142	5.096	1.201	-48
-YTL Mevduatı	2.503	2.280	1.878	-625	-402

Kaynak: Ankara Ticaret Odası, 2009 <http://www.atonet.org.tr/yeni/> (Erişim: 06.07.2009)

3.3. İç Borçların Rasyo Analizi

İç borçlanmaların sürdürülebilir düzeyde olup olmadığını ölçmek için dinamik ve statik analiz yöntemleri kullanılmaktadır. Rasyo analizi statik bir yöntemdir. İç borçların genel durumu rasyo analizi ile incelenirken iç borç yükünün değişkenliğinin az olması veya GSYİH'nın büyüme hızının reel faizlerden büyük olması olumlu göstergeler olarak kabul edilmektedir. İç borç yükünün makul kabul edildiği bir dönemin baz alınarak bu değerin korunması ile borçların sürdürülebilir bir düzeyde kabul edilmektedir. Reel faiz ve büyüme arasındaki ilişki ise yüksek büyüme ile devlet gelirlerinin artacağından hareketle kurulmuştur (bkz. Ulusoy ve Cural, 2006; Jha ve Sharma, 2004; Pasinetti, 1997). Tablo 28 de 1990-2008 dönemine ait veriler ile sözü geçen değişkenlerin durumu ele alınacaktır.

Tablo 28. İç Borçlanma İle İlgili Rasyolar

Yıllar	GSYİH Büyüme Hızı %	İç Borçların Reel Faiz %	Ortalama Vade (ay)	İç Borç Yüğü%
1990	9,40	1,16	7,90	10,8
1991	0,30	16,11	7,01	11,50
1992	6,40	15,19	7,01	13,20
1993	8,10	18,24	8,6	13,40
1994	6,10	50,18	4,00	15,40
1995	8,00	18,1	6,9	13,00
1996	7,10	34,72	6,50	15,90
1997	8,30	22,71	11,6	16,20
1998	3,90	70,2	7,70	16,5
1999	6,10	53,94	15,96	21,90
2000	6,30	-8,87	13,60	21,90
2001	9,50	21,41	4,9	50,9
2002	7,90	9,13	8,40	42,80
2003	5,90	11,91	9,96	42,70

Tablo 28. (Devam)

2004	9,90	9,49	9,30	40,20
2005	7,60	7,96	12,4	37,70
2006	6,00	7,79	25,20	33,10
2007	4,50	7,64	32	29,80
2008	1,1	11,6	26	29

Kaynak: 1990-1999 Dönemi Süslü, 2001

2000-2002 Dönemi Öner.2003

2003-2008 Dönemi Hazine Müsteşarlığı, 2009

1990-2008 dönemi büyüme ve reel faiz rakamlarını ele aldığımızda 1990, 1994, 1999, 2001, 2004 yıllarına ait büyüklüklerin dikkat çekici olduğu görülmektedir. 1990 yılında büyüme %9,4 iken reel faizler %1,16 düzeyindedir yani büyüme reel faizlerin çok üzerindedir. 1994, 1999 ve 2001 yıllarında ise ekonomi büyümemiş sırasıyla %6,1, %6,1 ve %9,5 küçülmüştür. Aynı zamanda likidite krizinin yaşandığı bu yıllarda reel faizler tırmanmış sırasıyla %50,18, %53,94 ve %21,41 olmuştur. 2002 yılından itibaren reel faizler düşmeye başlamıştır. 2004 yılında ise büyüme oranı reel faizlerin üzerinde olmuştur. Büyüme %9,9 reel faizler ise %9,49 olmuştur. 2008 yılında ise yine faiz büyüme arasındaki fark büyümeye başlamıştır.

Bu dönem içerisinde iç borç yükü rakamlarını ele aldığımızda ekonominin en çok küçüldüğü 2001 yılında iç borç stoku\GSYİH oranının en yüksek değerine ulaştığı görülmektedir. Ekonominin küçülmesi devlet gelirlerinin azalması ve bütçe finansmanın olağan gelir kaynağı olan vergi gelirlerinin de düşmesi anlamına gelmektedir. Diğer yandan yaşanan kriz ekonomik kısa vadeli yabancı sermaye yatırımlarının da ülkeden çıkışına neden olmuştur. Dolayısıyla aynı yıl içerisinde kamu harcamalarının finansmanı için yapılan iç borçlanma artmıştır. İç borç stoku bir önceki yıldan %30 daha fazla gerçekleşmiş %21,9'dan %51,9'a ulaşmıştır. Aynı yıl içerisinde (1994 krizinden sonra) iç borçların vadesi de hızla kısalmıştır. İç borçlanmanın reel faizlerinin düştüğü ve büyümenin hız kazandığı 2002-2007 döneminde ise iç borç yükünün azalarak %29,9 değerini aldığı ve borçlanmanın ortalama vadesinin 32 aya kadar yükseldiği görülmektedir. 2008 yılında ise dünya genelinde yaşanan ekonomik durgunluk ülkemize de yansımış ve ekonomi küçülmeye başlamıştır. 2008 de büyümenin %2 olacağı tahmin edilmektedir. Reel faizler %11,6 olarak gerçekleşmiştir. İç borçlanmanın ortalama vadesi ise bir önceki yılı göre kısalmıştır.

3.4. İç Borçların Makroekonomik Etkileri

Kamu iç borçlanmasının makroekonomik etkisi Ricardo Denklik Kuramı'ndan bu yana tartışılmaktadır. Teorik olarak ortaya konan varsayımlar Barro (1974), Diamond (1965), Eisner (1994) gibi birçok iktisatçı tarafından sınanmış ve farklı bulgular elde edilmiştir. Elde edilen bulguların farklılığı kullanılan modellerin ve modellere ait varsayımların değişmesinden kaynaklanmaktadır. Son dönemler de ülkemiz de iç borçların etkileri üzerine çalışmalar yapılmıştır. Kamu iç borçlanmalarının makroekonomik değişkenler üzerindeki etkisi üzerine yapılan bu ekonometrik analizler ile önemli bulgulara varılmıştır. Yapılan analizlerde iç borçlanmalar ve ekonomik büyüme, faiz, üretim, yatırım arasındaki ilişki sınanmıştır.

Çoban vd.(2007), Barro(1979) tarafından literatüre kazandırılan bütçe kısıtı denkleminde yola çıkarak iç borçlanmanın enflasyon, büyüme ve faiz oranı üzerindeki etkilerini 1987-2007 dönemi için analiz etmişlerdir. Analiz yöntemi olarak koentegrasyon ve Granger nedensellik testleri kullanılmıştır. Koentegrasyon zaman içerisinde değişkenlerin birlikte hareket edip etmediğini sınavarken Granger nedensellik testi ile değişkenler arasındaki ilişkinin yönü belirlenmektedir. Uygulama neticesinde büyüme ve iç borçlanmanın aynı yönlü hareket ettiği görülmüştür. Granger nedensellik testi ise nedenselliğin iç borçlardan büyümeye doğru olduğunu göstermiştir. Buradan hareketle Türkiye ekonomisinin borçlanarak büyüdüğü sonucuna ulaşılmış, olası bir likidite sıkışıklığının büyüme hedeflerine ulaşmada önemli bir risk unsuru olduğu görülmüştür. Kamu harcamalarının kritik değerlere ulaşmadığı sürece sermaye, çıktı ve kamu borçlarının sabit bir oranda büyüyeceği aksi takdirde ekonominin küçüleceği de elde edilen bulgular arasındadır.

Çetin (2005); kamu borçlanmasının faiz oranı, üretim ve fiyat gibi makroekonomik değişkenler üzerindeki etkisini 1989-2004 dönemi için analiz edilerek 48 aylık bir periyot için bir tahmin yapıştı. Analizde VAR (Vector Auto Regressive) metodundan elde edilen varyans ayrıştırma ve etki-tepki fonksiyonunu kullanılmıştır. Varyans ayrıştırma, varyansdaki değişimin yüzde kaçının dışsal değişkenin kendi gecikmesinden ve diğer değişkenlerden kaynaklandığını göstermektedir. Etki tepki fonksiyonu ile de bu değişkenlerin herhangi bir ekonomik şok karşısında verdiği tepki ölçülmektedir. Çalışmada ki temel varsayım ise faiz, fiyat ve üretim düzeyinin varyansları borçlanmadan etkileniyorsa kamu borçlanmasının makroekonomik

etkilerinin olduğudur. Yapılan analiz neticesinde kamu borçlanmasının fiyatlar üzerindeki etkisinin borçlanmanın yapıldığı ilk dönemlerle sınırlı kaldığını sekizinci aydan sonra bu etkinin azaldığı sonucuna ulaşılmıştır. Kamu borçlarının faiz üzerindeki etkisinin gecikmeli olarak ortaya çıktığı görülmüştür. Borçlanma ve üretim düzeyi arasında ise istatikselsel olarak anlamlı bir sonuca ulaşılamamıştır. Etki tepki analiziyle kamu borçlarındaki herhangi bir pozitif şokun fiyatlar ve faiz üzerinde olumsuz etki yarattığı bulunmuştur.

Taban ve Kara (2006); kamu iç borçlanmanın yatırımlar üzerindeki etkisini koentegrasyon yöntemini kullanarak ekonometrik olarak test etmiştir. Analiz 1989-2004 dönemini kapsamaktadır. Uygulama Türkiye de kamu iç borçlanmasının özel yatırımlar üzerinde olumsuz etkisinin olduğunu göstermiştir. Bu sonucun kamunun tahviller yada hazine bonusu vasıtasıyla yaptığı iç borçlanmanın özel kesimin kullanacağı fonları azaltmasından dolayı ortaya çıktığı sonucuna ulaşılmıştır.

Yapılan nicel analizler yanında Çoban vd. (2007), Türkiye de yapılan iç borçlanmaların popülist amaçlarla kullanıldığı da vurgulamaktadır. İç borçlanmanın makroekonomik değişkenler üzerindeki etkisinin minimize edilmesi ise iyi bir borç yönetiminin sağlanmasına bağlanmaktadır.

3.5. Türkiye de İç Borç Yönetimi

Türkiye de iç borç yönetimi kapsamında hukuki ve kurumsal gelişimi yanında borç yönetimini iyileştirme çalışmaları da ele alınarak incelenecektir.

3.5.1. İç Borç Yönetiminin Hukuki Ve Kurumsal Alt Yapısı

Kamu finansman aracı olarak İç borçlanma 1933 yılında kullanılmaya başlanmıştır. Fakat 1980'lerin sonuna kadar nadiren başvurulmuş bir kaynak olmuştur. Dolayısıyla borç yönetimi için yasal bir çerçevenin oluşturularak kurumsal yapısının düzenlenmesi çalışmaları da kısa bir geçmişe sahiptir.

Profesyonel anlam borç yönetiminin hukuki alt yapısının oluşturulması kısa bir geçmişe sahip olmakla birlikte borçlanma yetkisinin düzenlenmesi Cumhuriyetin kurulduğu yıllara kadar uzanmaktadır. Karakoç (2003)'e göre borçlanma yetkisinin yasal gelişim süreci şu şekilde olmuştur: devletin borçlanması 1924 ve 1961 Anayasası'na göre bir kanuna dayanmak zorundadır. 1982 Anayasası ise borçlanmanın

kanun konusu olacağını olağan görmüş ve bu konuda herhangi bir hüküm koymaya gerek görmemiştir. Borçlanma konusunda birincil yetkilinin yasama organıdır. Yasama kanun veya kanunlarla hükümete ve bakanlığa borçlanma yetkisi vermektedir. Yapılacak borçlanma bütçe görüşmelerinde ele alınmaktadır. Devlet iç borçlanma senetlerinin özellikleri de yasama organınca belirlenmektedir. Borç senetlerinin vergi istisnası, erken itfası, devlet ihalelerinde teminat olarak kullanılabilmesi vb. özellikler de borçlanma yetkisi veren kanunlarda belirtilmektedir. Fakat 1984 sonrasında başlayarak iç borçlanmanın kamu maliyesinde alternatif bir finansman kaynağı haline gelmesi Cumhuriyet Anayasaları'nın meclise verdiği Bütçe Yetkisi'nin yasal zorunluluğa rağmen yürütmeye devrine ve sorumsuz bir kamu harcamasına yol açmıştır. Bugünde kamu ekonomisi içinde konsolide bütçenin harcama yetkisi yasama organına aittir. Buna karşılık bütün kamu ekonomisinin finansmanından Hazine sorumlu kılınmıştır. Kamu finansmanının Hazine tarafından yürütülmesi ise bütçeye harcama yükü olarak yansımıştır. Bunun anlamı yasama organının yetki vermediği bir harcama yükümlülüğünün yürütme tarafından Anayasa'ya aykırı bir şekilde kullanılması ve borç harcamalarının bütçeye kayıt edilmesidir. 1985 yılından itibaren kamu açığı kadar borçlanılmasına izin veren kanun değiştirilmiş ve kamu açığının iki katına kadar borçlanma yetkisi getirilmiştir. Borçlanmanın para ve sermaye piyasasından yapılmasına izin verilmiştir. Ayrıca Maliye Bakanlığı ve Hazine ayrılmış ve kamu borç idaresi Hazine'ye devredilmiştir.

Ülkemizde borç yönetiminde ilişkin işlemleri 2003 yılına kadar değişik kanunlara konulan hükümlerle yürütülmeye çalışılmıştır. Borç yönetimi ve borçlanma işlemlerinden sorumlu kurum görünürde Hazine Müsteşarlığı olmasına rağmen, yapılan düzenlemelerle borç yönetimini ilgilendiren hususlarda farklı kanunlar çıkartılmıştır, borçlanma yetkisi ise Büyükşehir Belediyesi, Belediyeler gibi farklı otoritelere bırakılmıştır. Bu durum borçlanmaya ilişkin hukuki yapısı karmaşık ve çok başlı bir hale getirmiştir (Saatçi, 2007).

Avrupa Birliği ülkelerindeki kurumsal düzenlemeler de göz önünde bulundurularak atılan en önemli adım 28 Mart 2002 tarihinde çıkarılan 4749 Sayılı Kamu Finansmanı ve Borç Yönetimini Düzenlenmesi Hakkında Kanun olmuştur. Ardından hazırlanan Borç ve Risk Yönetiminin Koordinasyonu ve Yürütülmesine İlişkin Esas ve Usulleri Hakkında Yönetmelik ile birlikte borç yönetimini temel ilkeleri somutlaştırılmıştır.

Bu Yasa'nın amacı; ülkenin kalkınma hedeflerini dikkate alarak piyasalarda güven istikrarı koruyarak ve makro ekonomik dengeleri gözeterek, devletin iç ve dış borçlanmasına, hibe almasına, borç ve hibe vermesine, nakit yönetiminin maliye ve para politikaları ile koordineli bir şekilde yürütülmesine, verilecek garantilerin, bu borçlanma ve garantilerden doğan finansal alacaklar ile devlet iç ve devlet dış borcunun etkin bir şekilde yönetimine ve izlenmesine, Hazine Müsteşarlığı tarafından üstlenilen her türlü mali yükümlülüğün geri ödenmesine, ilgili bütçe hesaplarına kaydedilmesine ve raporlanmasına ilişkin usul ve esasları düzenlemektedir. Yasanın getirdiği başlıca düzenlemeler şu şekilde sıralanmaktadır:

a-Dağınık yasal düzenlemeler tek bir yasa altında toplanmıştır.

b-İç ve dış borç kullanımını kapsayan borçlanma limiti, bütçe yasasında belirtilen başlangıç ödenekleri toplamı ile tahmin edilen gelirler arasındaki fark olarak belirlenmiş olup, özel tertip iç borçlanma senetleri bu limite dahil edilmiştir. Ancak borç yönetiminin gerektirdiği ihtiyaçlar çerçevesinde Hazine'nin bağlı olduğu Bakan bu limiti %5 oranında arttırma yetkisi verilmiştir. Bunun yetkili olmadığı durumda %5'lik ilave artırım yetkisi Bakanlar Kuruluna tanınmıştır. İkrazen ihraç edilen özel tertip iç borçlanma senetleri limite dahil değildir. Ancak ilgili yıl bütçe yasasında belirlenmektedir.

c- Hazine garantileri kapsamında ödenen bütün tutarlar ile risk yönetimi kapsamında önceden ön görülmesi mümkün olmayan ödemeler için Merkez Bankası nezdinde Hazine Müsteşarlığına ait bir risk hesabı oluşturulmuştur.

d- Hazine tarafından kamu borç yönetimi raporunun hazırlanarak ilgili kurumlara gönderilmesi hüküm altına alınmıştır.

e- 4651 sayılı yeni Merkez Bankası Yasası ile kamunun çok kısa vadeli nakit ihtiyaçları için Merkez Bankasından borçlanma imkanı ortadan kalkmıştır. Dolayısıyla Hazine'nin kısa vadeli nakit ihtiyacını karşılamak amacıyla 1 aydan daha kısa vadeli olmak üzere, DİBS ihraç etmeksizin, Merkez Bankası aracılığı ile para piyasalarından bütçenin başlangıç ödeneklerinin %1'ini geçmeyecek şekilde nakit işlem yapma yetkisi getirilmiştir (Karluk, 2007; 173-174).

Kanunun getirdiği diğer yenilikler şu şekilde sıralanmaktadır (Edizdoğan, 2007; 271-272):

a- Kamu borçlanmasında Hazine Müsteşarlığı'nın bağlı olduğu Bakan yetkili kılınmıştır.

b-Mahalli İdareler, KİT'ler ve Yap-İşlet-Devret kapsamındaki projelerde kullanılacak krediler için verilecek Hazine garantisi için üst limit saptanmıştır.

c- Dış kaynak ile gerçekleştirilecek projeler için dışarıdan gelen aynı ve nakdi kaynakların kullanılabilmesi için üst limit getirilmiştir.

d- Kamu kuruluşlarınca sağlanacak her türlü mali kaynak Hazine Müsteşarlığı'nın iznine bağlanmıştır.

Edizdoğan (2007); kanun ile birlikte iç borçlanma araçlarının vadelerine göre tanımlama getirildiğini, borçlanma ihtiyacını borç senedi çıkarmadan 30 güne kadar vadesi olan borçlanma da yapılabileceği, Hazine'nin ihale yöntemi ile doğrudan doğruya kurumlar ve piyasalardan borçlanabileceğini, Merkez Bankası'nın ikinci el Hazine kağıtlarını alarak Hazine'ye kaynak sağlayabileceğini belirtmiştir.

2008 yılı itibari ile bu kanun revize edilmişle birlikte; mahalli idarelerin borçlanmalarının Hazine denetimine tabi olması, üniversitelerin ve ileri teknoloji enstitülerine dış borçlanmaya başvurma hakkının tanınması, genel bütçe kapsamındaki kamu kuruluşlarının elde ettiği mali varlıkların Merkez Bankası veya muhabiri bir bankada toplanması, dış borçlanmalarda türev ürünlerin kullanımı konusunda Hazine den sorumlu bakanın yetkili kılınması, iç ve dış borçlanmadan kaynaklı finansal işlemlerde stratejik ölçütlerin kullanılması, borç geri ödemelerinde bütçede tahmin edilen rakamlara ek olarak %5 kadar ödenek artışı sağlanmasında Maliye Bakanın yetkili kılınması, Konut Edindirme Yardımı ödemelerine karşılık iç borçlanma senedi ihracı yapılması, TMSF'nin (31 Aralık 2007 tarihine kadar olan) Hazine'ye olan iç borçlarına karşılık verilen özel tertip DİBS'ten doğan Hazine alacaklarının bütçe hesaplarıyla ilişkilendirilmeden terkin edilmesi gibi yenilikler getirilmiştir.

İnce (1996), Hazine Müsteşarlığı'nın örgütsel yapısını şu şekilde açıklamaktadır: Hazine Müsteşarlığı Başbakan'a bağlı olup, Başbakan Müsteşarlığı'nı yönetimi ile ilgili yetkilerini bir devlet bakanı vasıtasıyla kullanabilir. Müsteşarlık merkez taşra ve yurtdışı teşkilat ile bağlı kuruluşlardan oluşur. Müsteşar, Müsteşarlık kuruluşunun en üst amiridir; müsteşarlık hizmetlerinin Başbakanın direktifleri yönünde mevzuat, hükümetin genel siyasetine, milli güvenlik siyasetine, kalkınma planlarına ve yıllık programlarına uygun olarak yürütülmesini ve müsteşarlığın faaliyet alanına giren konularda diğer kamu kurum ve kuruluşları ile işbirliği ile işbirliği ve koordinasyonu sağlamakla görevlidir. Müsteşara yardımcı olmak üzere üç müsteşar yardımcısı, görevlendirilmiştir. Merkez Teşkilatı ise ana hizmet birimleri, danışma ve denetim birimleri ile yardımcı birimlerden meydana gelmektedir.

Bu yapılanma içerisinde 1972 yılından günümüze kadar kullanılan muhasebe sistemi ise Tek Hazine Hesabı (THH) olarak adlandırılmaktadır. Bu sistem 2007 yılında modernize edilmiş ve Tek Hazine Cari Hesabı'na (THCH) dönüştürülmüştür. THH da sistem şu şekilde işlemektedir: taşra sistemi içerisindeki muhasebe birimlerinin tahsilat gelirleri ve ödemeleri Ziraat Bankası şubelerince gerçekleştirilmekteydi. Nakit ihtiyaçları Hazine devreye girmeden doğrudan Ziraat Bankası tarafından karşılanabiliyordu. Herhangi bir nakit fazlası da yine Hazine'ye gönderilmeden Ziraat Bankası ödemelerinde kullanılmaktaydı. THCH ile nakit eksiği durumunda Merkez Bankası'ndaki Hazine Hesabı kullanılmaktaydı. Nakit fazlası ise kısmı Ziraat Bankası'nda kalırken kalan kısmı Merkez Bankası Hazine Hesabı'na gönderilmektedir. Eski THH sistemi iki gün gecikmeli izlenebilirken yeni THCH ile tüm işlemler günlük takip edilebilmektedir (Hazine Müsteşarlığı, 2008)

1994 yılında Hazine Müsteşarlığının kurulmasına imkân veren 4059 sayılı Kanun ile Kamu Finansmanı Genel Müdürlüğüne yürütülen KİT yönetimine ilişkin fonksiyonlar ayrı bir Genel Müdürlük olarak yapılandırılmış, buna karşılık bütçe içi ve bütçe dışı fonların yönetimi görevi Kamu Finansmanı Genel Müdürlüğüne verilmiştir. 2002 yılında ise 4059 sayılı Kanunda yapılan değişikliklerle borçlanma stratejilerinin belirlenmesi ve risk yönetimi fonksiyonları KAF görevlerim arasına eklenmiştir (Hazine Müsteşarlığı, 2008). Diğer taraftan 4059 sayılı Hazine Müsteşarlığı Teşkilat ve Görevleri Hakkında Kanun uyarınca Hazine Müsteşarlığı Kamu Finansmanı Genel Müdürlüğü Hazine işlemlerini yürütmek devlet giderlerinin gerektirdiği nakdi sağlamak nakit yönetimini ile de görevlendirilmiştir (Bozkurt, 2007; 36).

2002 yılında kabul edilen 4749 sayılı kanunla birlikte Kamu Finansmanı Genel Müdürlüğü (KAF) ulular arası uygulamalara paralel olara borç ofisi şeklinde yeniden yapılandırılmıştır. Borç yönetim ofisi temelde üç birimden oluşup bunlar; ön ofis, orta ofis ve arka ofis olarak sıralanmaktadır. İç Borç ve Nakit Yönetimi ile Program Proje Finansmanı birimi ön ofis, Risk Yönetimi orta ofis, Alacak ve Borç İşlemleri birimi ise arka ofis olarak düzenlenmiştir.

Cangöz (2004), bu birimlerin faaliyet alanlarını şöyle sıralamaktadır; ön ofis, fonlama, finansman sağlama ve piyasa da alım satım yapmakla, orta ofis; borçlanma stratejilerinin ve risk limitlerinin belirlenmesi, borçlanmanın belirlenen strateji ve risk limitlerine uygun olarak gerçekleştirilip gerçekleştirilmediğinin izlenmesi, sürdürülebilirlik vb. analizlerinin yapılması fonksiyonlarını yürütür Arka ofis; istatistik ve muhasebe kayıtlarının tutulmasından, bilgi sistemleri yönetiminden, ödemelerin

yapılmasından sorumludur. Bu kapsam da, kamu borç yöneticileri borçlanma politikalarını belirlerken maliyet ve risk değerlerinin karşılaştırılmasına imkan tanıyan modelleme yaklaşımları kullanılmakta ve borç yönetiminin genel risk ve maliyet hedefleri çerçevesinde borçlanıcı durumlara birimlere yol gösterici olmak üzere geleceğe yönelik borç yönetimi politikalarını kapsayan stratejik ölçütler belirlenmektedir (Hazine Müsteşarlığı, 2009). Risk maliyet hedefleri kapsamındaki stratejik ölçütler vade yapısı, TL\döviz kompozisyonu ve borçlanma senetlerinin sabit/değişken faiz yapısıdır.

Kabul edilen ölçütler kapsamında likidite riski, faiz riski ve döviz kuru riskini minimize etmek için yapılan uygulamalar ise şu şekilde sıralanmaktadır: Likidite riski için vadenin piyasa koşulları el verdiği ölçüde uzatılarak 12 ay kalmış senetlerin payının azaltılması, nakit ve borç yönetiminde oluşabilecek likidite riskinin azaltılması için güçlü rezerv tutulması; faiz riski için:YTL cinsi borçlanmanın ağırlıklı olarak sabit faizli enstrümanlarla yapılarak gelecek 12 ayda faizi yenilenecek senetlerin payının azaltılması, kur riski için nakit borçlanmanın ağırlıklı olarak YTL üzerinden yapılmasıdır (Hazine Müsteşarlığı, 2009): 2003-2008 dönemi içerisinde bu ölçütler yalnızca doğrudan borçlanmalar da kullanılmıştır. Fakat 2008-2010 dönemini kapsayan dönem de doğrudan borçlanmalar yanında geri alım antlaşmaları, değişim ve türev enstrümanlar gibi aktif borç yönetimi işlemlerinde de bu ölçütlerin kullanılmasına karar verilmiştir. Bu esnada Borç ve Risk Yönetim Komitesinin belirlediği sayısal ölçütler alternatif simülasyon (CaR ve VaR) yöntemleri ile test edilmektedir.

Kamu Finansmanı Müdürlüğü Örgüt Yapısı ise şu şekildedir; buna göre genel müdüre bağlı olarak nakit ve iç borç yönetimi, risk yönetimi ve alacak ve borç işlemlerinden sorumlu üç genel müdür yardımcısı mevcuttur. Nakit ve İç borç Yönetimi birimi altında nakit yönetimi dairesi, iç finansman yönetimi dairesi, kapatılan fonlar dairesi, iç ödemeler muhasebe birimi, dış ödemeler muhasebe birimi yer almaktadır. Risk yönetimi birimi altında piyasa riski yönetimi dairesi, kredi riski yönetimi dairesi, İzleme ve Analiz dairesi yer almaktadır. Ayrıca iç ödemeler ve dış ödemeler muhasebe birimlerinde yer alan hesaplar TBMM adına Sayıştay Başkanlığına tarafından düzenli aralıklarla yürütülen denetimlere tabidir. Alacak ve borç işlemleri birimi altında dış borç ödemeleri dairesi iç borç işlemleri ve istatistik dairesi, alacak içi ve hazine garantileri dairesi, devlet borçları muhasebe birimi görev yapmaktadır. Birimin diğer görevleri:

- Devletin genel bütçe ile ilgili yurtdışı ödemelerini yapmak,

- İç ödemeler ve dış ödemeler muhasebe birimlerini kurmak ve yönetmek,
- Devlete ait para kıymetli maden ve değerleri muhafaza etmek, yönetmek ve nemalandırmak,
- kamu borç portfoyu, hazine garantileri ve hazine alacakları ile ilgili diğer müsteşarlık birimleriyle işbirliği içinde borçlanma politikalarını hazırlamak,
- Risk yönetimi kapsamında alınacak tedbirleri tespit etmek, uygulamayı değerlendirmek ve raporlamak,
- Devletin iç borçlanmasını yürütmek,
- Devlet tahvili, hazine bonusu ve diğer iç borçlanma senetleri çıkarmak,
- Devlet borçları yönetimine ilişkin olarak her türlü iç borçlanmanın hazırlık,
- Akit, ihraç ve dış borçlanma da dahil olmak üzere ödeme erken ödeme,
- Hazine'nin garanti verdiği konulara ilişkin olarak garantinin yerine getirilmesine yönelik ödemeleri borç idaresi altında yapmak,
- Muhtelif kanun ve diğer mevzuat çerçevesinde hazine garantisi verilmesi ile ilgili işlemleri yürütmek,
- Dış borcun ikrazı suretiyle ihraç edilmiş iç borçlanma senetleri ve hazine garantilerinden müsteşarlıkça üstlenmeler ile türkiye cumhuriyeti adına yabancı ülkelere verilen borçlar neticesinde doğan hazine alacaklarının takibini ve tahsilatını yapmak,
- Devlet borçları muhasebe birimini kurmak ve yönetmek,
- Borç yönetiminin hesabını tutmak, ülkenin finansman politikaları çerçevesinde yerli ve yabancı özel sektörün yatırım ve sermaye faaliyetlerinin planlamak ve yürütmek,
- Madeni para ve hatıra para basımını planlamak ve bu amaçla darphane ve damga matbaası genel müdürlüğü ile ilişkileri kurmak (Hazine Müsteşarlığı, 2007).

3.6. Türkiye de İç Borç Yönetimini İyileştirme Çalışmaları

İç borç yönetimini iyileştirme çabaları kapsamında ele alınacak uygulamalar şu şekilde sıralanmaktadır:

- a-Piyasa Yapıcılığı Sistemi
- b-Uygulamaya Konulan Yeni Borçlanma Araç ve Teknikleri
- c-Hazine Alacaklarının Tahsilatında Etkinliğin Arttırılması
- d-Risk Yönetiminde Simülasyon Modellerinin Kullanılması
- e- Borç Yönetimi Bilgi Sistemi Oluşturulması

3.6.1. Piyasa Yapıcılığı Sistemi

İç borç yönetiminin temel amacı borçlanmanın mümkün olan en düşük maliyet ve kabul edilebilir bir risk düzeyinde gerçekleştirilmesidir. Bu amaca ulaşılması için kamunun borçlanmasının sürekliliğinin sağlanması ve ikincil piyasaların geliştirilmesi gerekmektedir. Piyasa yapıcılığı sisteminin temel hedefi de hem kamu borçlanmasının sürekliliğini sağlamak hem de ikincil piyasaları geliştirmektir.. Piyasa yapıcılığı sistemi, yabancı literatürde birincil aracılık (primary dealer) olarak kullanılan uygulamaya karşılık gelmektedir.

Birincil araçlar finansal piyasalarda devlet borçlanma senetleri piyasasında faaliyet gösterme fonksiyonuna sahip veya özel yetkiler için değişim yapan, özel yükümlülüklerle uygulama yapmak için anlaşılan aracı kurumlardır. Bu tanımlamalardan, birincil aracının aşağıdaki rollere sahip olduğu görülmektedir (Arnonne vd. 2003);

- 1-Birincil piyasalarda borç yönetimi ve yatırımcının arasından kanal olmak (örneğin ihalelerde katılımcı olmak gibi)
- 2-DİBS konusunda teklifleri toplayan ve dağıtan olarak faaliyet göstermek; DİBS ihale öncesinden piyasaya ihraç edildiği zamana kadar yatırımcıların karlarını göz önünde bulundurmamak
- 3-Birincil ve ikincil piyasalara likidite sağlamak
- 4-Varlıkların transformasyonu ve piyasa yapıcı olarak görev yapmak, DİBS 'nın envanterini elinde bulundurarak ve yatırımcıların mevcut iç borçlanma senetleri arasında swap yapısını sağlayarak piyasanın likiditesini sürekli hale getirmek
- 5-Sürekli piyasaları teşvik eden ve verimli bir fiyatın bulunması, araçların piyasa yapısına uygun fiyat temin edilmesini sağlamak
- 6-Yatırımcıları devlet iç borçlanma senetlerinin çekiciliği konusunda eğiten bir ajan ve bağlantıları yöneten olmak

7-Kamu sektörüne danışmanlık yaparak ürünler ve piyasa konusunda uygun stratejilerim gelişmesini sağlamak.

Elmadağ (2007)'e göre; birincil aracılarda ihalelere ayrıcalıklı katılma hakkına sahip olmaları yönüyle rekabetçi olmayan teklif yöntemiyle ek alım hakkına sahip tek grup olmaktadır. DİBS'nin tap veya halka arz gibi yöntemlerle ihracında yalnız birincil araçlar katılabilmekte, birincil araçlar ihaleye teklif verirken yatırımları gereken teminattan da muaf tutunabilmektedirler. Birincil araçların Merkez Bankası tarafından da ayrıcalıklı bir statüsü vardır. Birincil araçlar daha uygun vade ve maliyette Merkez Bankasından kısa vadeli borçlanma imkanına sahiptir. Para ve veya menkul kıymet ödünç alabilme imkanının tanınması da sistemin işlerliliği açısından gerekli bir uygulamadır. Böylece piyasada finansman imkanları daraldığında birincil aracı Merkez Bankası'ndan güvenli bir şekilde kısa vadeli borçlanabileceğini bilerek piyasada daha rahat bir şekilde birincil aracılık faaliyetini yürütebilecektir.

Hazine Müsteşarlığı, 1999 yılında yapmış olduğu İç Borç Danışma Kurulu toplantısında 01.04.2000 tarihinde piyasa yapıcılığı sistemine geçmeye karar vermiştir. 2000 ve 2001 krizleriyle kesintiye uğrayan sistem, 2002'den itibaren tekrar kullanılmaya başlanmıştır. Mevcut sözleşme temel esasları ile günümüzde de kullanılmaktadır. Bu dönemler içerisinde Piyasa Yapıcı Bankalar ve sayıları değişiklik göstermiştir. Son dönemde (2008-2009 Dönemi) Piyasa Yapıcı Bankalar; Akbank, Finansbank, HSBC Bank, Fortis Bank, ING Bank T.C.Ziraat Bankası, Türkiye Halk Bankası, Türkiye Garanti Bankası, Türkiye İş Bankası, Türkiye Vakıflar Bankası, Yapı ve Kredi Bankası, Deutsch Bank'dır.

Tablo 29. Piyasa Yapıcıların Hak ve Hükümlülükleri

Haklar		Yükümlülükler
Türk DİBS Piyasa Yapıcısı ünvanını kullanır İhaleye ilişkin üst limitin %10'unu geç memek üzere rekabetçi olmayan teklif verebilir.İhale için üst limit ilan edilmişse Müsteşarlık uygun gördüğü miktarda satış yapabilir.	1-	İhale yoluyla ihracı programlanan veya ihtiyaç edilen DİBS'lerin aylık asgari %3 her üç aylık dönemde %5 ini almakla yükümlüdür
Müsteşarlık uygun gördüğü miktarda satış yapabilir.	2-	Müsteşarlık tarafından belirlenen tüm ihraçlar için,sürekli olarak, asgari no minal 3 trilyon TL büyüklüğünde olmak üzere alım satım kotasyonu vermek
Piyasa Yapısı ihale sonuçlarının açıklanacağı tarihe kadar valör günü saat 17.00' a kadar ihale sonrası teklif verebilir. Piyasa Yapıcı kazandığı net tutatın %5'ine kadar teklif verebilir.	3-	Yaptığı işlemleri ve piyasa yapıcılığı nedeniyle taşıdığı portföyü açıkça tanımlar ve talep edilecek raporları Müsteşarlığa aittir.

Tablo 29. (Devam)

<p>TAP satışlarından faydalanmak Halka Arz yoluyla yapılacak DİBS ihraçlarına Piyasa yapıcılar aracılık edebilir. Geri alım ve DİBS değiştirme ihalelerine katılabilmek Danışma Kurulu toplantılarına iki temsilcisi ile katılmak Piyasa yapıcı ihalelere teminatsız katılır TC. Merkez Bankası ile konsinye yapmak DİBS Ödünç İşlemleri piyasasında DİBS ödünç alma ve verme işlemlerine taraf olabilir</p>	4-	<p>Müşterarlığın genel ekonomi veya mali piyasalar hakkında talep edeceği araştırmak</p>
--	----	--

Kaynak:Elmadağ,2007

Piyasa yapıcısı olmak için başvuran adaylar aşağda öncelik sırasına göre verilen kıstaslara göre değerlendirilmiştir. Piyasa Yapıcıyı seçilebilmek için aday olan bankanın; Sermaye yeterliği rasyosu %8'in altında olmamalıdır. Yabancı Para Genel Net Pozisyon / Sermaye Tabanı standart rasyosu artı veya eksi %20'yi aşmamalıdır. Özkaynak Tutarı, kar hariç, değerleme farkları dahil, 10 trilyon TL'nin altında olmamalıdır. Takipteki Alacaklar (Net) / Özkaynaklar (kar hariç) rasyosu %25'i geçmemelidir. Takipteki Alacaklar (Brüt) / Krediler rasyosu %10'u geçmemelidir. İkincil piyasalardaki devlet iç borçlanma senetleri (DİBS) kesin alım satım işlemlerinin (İMKB Tahvil ve Bono Piyasasındaki kesin alım satım işlemleri ile İMKB'ye tescil ettirilen işlemlerin) yıllık toplam hacmi 1.2 katrilyon TL'nin üzerinde olmalıdır. Birincil piyasadaki DİBS alımlarının yıllık toplamı 200 trilyon TL'nin üzerinde olmalıdır (DPT, 2001;105-106).

Genel özelliklerini yukarıda sıralamış olduğumuz piyasa yapıcılığı sisteminin etkileri ise şöyle olmuştur: özkaynak artışı sağlamış, faizden kaynaklanan piyasa riski düşmüş, piyasanın likiditesi artmıştır. Fakat piyasa yapıcı bankaların açık pozisyonları devam etmekte ve,DİBS senetlerinin en büyük alıcısı durumundaki bu bankaların portföylerinde kısa vadeli borçlanma senetlerinin ağırlığı sürmektedir (Aydın, 2005; 101-113).

3.6.2. Uygulamaya Konulan Yeni Borçlanma Araç ve Borçlanma Teknikleri

Hazine Müsteşarlığı yatırımcı tabanını genişleterek borçlanma vadesini uzatmak amacıyla iç borçlanma araçlarını çeşitlendirmeye çalışmaktadır. Bu kapsam da 2007 yılından itibaren TÜFE'ye endeksli senetler kullanılmaktadır. Enflasyona karşı yatırımcıyı korumak ve elde edeceği getiriye garanti sağlamak bu senetlerin ana hedefidir.

2009 yılından itibaren kullanılmaya başlayan bir diğer iç borçlanma aracı ise Gelire Endeksli Senetler'dir. Bu senetlerin getirileri KİT statüsündeki Türkiye Petrolleri Anonim Ortaklığı, Devlet Malzeme Ofisi, Devlet Hava Meydanları İşletmesi, Devlet Hava Meydanları İşletmesi, Kıyı Emniyeti Müdürlüğü'nden bütçeye aktarılan Hasılat paylarına endekslenmiştir.

Hazine tarafından piyasa da oluşacak likidite riskini düşürmek içinse aktif borçlanma stratejileri kullanılmaya başlanmıştır. Bu stratejiler geri alım ve değişim ihaleleridir. Geri alım ihaleleri DİBS'lerinin tarihinden önce itfasını sağlamakta iken değişim ihaleleri vadesi gelen borçların süresini uzatmakta kullanılmaktadır. Böylece Hazine ödeme planlarını revize etme imkanı kazanmaktadır. Ayrıca geri alım yoluyla likiditesi azalan senetler de daha likit hale getirilmektedir.

3.6.3. Hazine Alacaklarında Etkinliğin Arttırılması

Hazine alacağı, herhangi bir dış finansman kaynağından temin edilen finansman imkanları için verilen Hazine garantileri veya bu imkanların ikrazı suretiyle kullandırılması yada bunlar dışında olmakla birlikte ilgili mevzuattan kaynaklanan işlemler nedeniyle doğan ve Hazine tarafından ikrazen ihraç edilen Devlet iç borçlanma senetlerine ilişkin alacağı ifade etmektedir (Hazine Müsteşarlığı, 2009). Bu kapsamda ki alacak stoku TMSF, KİT ve Mahalli İdareler'den kaynaklanmaktadır. 4749 sayılı Kanun ile birlikte tahsil ve idare de etkinlik arttırılmıştır. İlgili kanunla birlikte Hazine Müsteşarlığı konu ile ilgili görüş bildirerek Bakan ve Bakanlar Kurulunun kararlarını üzerinde etkili olabilme yetkisi açıklık kazanmıştır.

3.6.4. Risk Yönetiminde Simülasyon Modellerinin Kullanılması

Risk yönetiminde Riske Maruz Maliyet (Cost at Risk) modellemesi kullanılmaktadır. Kullanılan bu yöntem ile birlikte farklı makro ekonomik durumlarda kullanılabilir olası borçlanma stratejileri belirlenmektedir. Belirlenen stratejik ölçütlerle birlikte Borç Stoku Veri Tabanı, Makro Ekonomik Değişkenlerin Simülasyonu ve Borçlanma Stratejileri olmak üzere üç modül kullanılmaktadır. Bu modüller ile Hazine'nin portföyündeki borçlanma senetleri ilgili bilgiler, faiz, döviz kuru gibi temel değişkenlerin dönemler içindeki gelişimi ve borçlanma portföyüne ait simülasyonlar elde edilebilmektedir. Bu modellemeler ile minimize edilmeye çalışılan maliyet unsurları ise nakit bazlı faiz ödemeleri, borç stokunun nominal değeri baz

alınmaktadır. Olası bir makro ekonomik değişiklikte risk yaratacak unsurların tesbiti için ise beklenen maliyetlerin ortalaması alınarak uç durumlarda ortaya çıkacak ani değişiklikler Koşulsal Riske Maruz Maliyet yöntemiyle yapılmaktadır.

2003 yılından bu yana likidite, faiz oranı ve döviz kuru riski yönetimi amacıyla belirlenen stratejik ölçütler doğrudan borçlanmalar üzerindeki göstergeleri esas alınmıştır. 2008-2010 dönemine yönelik stratejik ölçütler ise doğrudan borçlanma işlemlerini de kapsayacak bütüncül bir yaklaşım çerçevesinde stok göstergeleri alınarak yeniden tasarlanmıştır. Alternatif borçlanma stratejilerinin test edildiği simülasyon modelinin de yardımı ile elde edilen stratejik ölçütlerin her biri için Borç Yönetim Komitesi tarafında sayısal hedefler belirlenmiştir (Hazine Müsteşarlığı, 2009).

3.6.5. Borç Yönetimi Bilgi Sistemi Oluşturulması

Türkiye’de Hazine Müsteşarlığı bünyesinde yeni bir düzenlemeye gidilerek Borç Yönetimi Bilgi Sistemi oluşturulmuştur. Sistem, dış finansman, iç finansman ve alacak yönetimi ana birimlerini kapsamaktadır. Sistemde temel olarak bir borcun doğmasından, kapatılmasına kadar geçen süreçteki bütün işlemler (şartlar, vadeler, ödemeler) kayıt altına girmektedir. Geri ödeme projeksiyonları dönemlerine göre otomatik olarak sistem tarafından yapılmaktadır. Sistem, uluslar arası piyasalar ile online bağlantılı olduğu için faiz oranlarındaki dalgalanma ve kurdaki değişikliklerin, borçlanma maliyetine nasıl yansıdığı, otomatik olarak yapılmakta ve her an kontrol edilmektedir (Karluk, 2007; 174).

3.7. Borç Yönetiminde Avrupa Birliğine Uyum Süreci ile Para Ve Maliye Politikası Koordinasyonu

Türkiye 1963 yılında imzaladığı Ankara Antlaşması ile birlikte Avrupa Birliği’nin (AB) üyesi olma hedefini ortaya koymuştur. Yaklaşık kırk beş yıldır, Birlik tarafından belirlenen siyasi, ekonomik ve mali kriterleri yakalamaya çalışan ülkemiz 2 Ekim 2005 tarihinden bu yana tam üyelik görüşmelerine başlamıştır. Tam üyelik görüşmelerinin başladığı bu süreç iktisadi ve sosyal alanda birçok değişimin yapılmasını da gerekli kılmaktadır. Çünkü Avrupa Birliği’ne katılmak isteyen ülkelerin Birlik tarafından hazırlanan antlaşmalarda belirlenen kuralları içeren müktesebatı kabul etmesi gerekmektedir (Sibert, 2007). Bu Parasal Birliğe katılmak isteyen ülkelerin Maastricht Antlaşması ile belirlenen şartlara sahip olmasını zorunlu kılmaktadır.

Avrupa Birliği'ni kuran antlaşma olarak da tanımlanan Maastricht Antlaşması birçok alanda düzenleme getirmesine rağmen benimsediği yakınsama kriterleri ile öne çıkmaktadır. Bu kriterlerle Ekonomik ve Parasal Birlikte para ve maliye politikası koordinasyonunu sağlanarak tek paranın geleceği garanti altına alınmaya çalışılmaktadır. Ülkemiz de hem ekonomik istikrarın sağlanması hem de Birlik'e üye olma çabası bu kriterleri iktisat politikalarının belirlenmesinde önemli bir ölçüt haline getirmiştir.

Temel de Maastricht Antlaşması ile belirlenen kriterler ülkeler arasında yakınsamayı sağlamak için konulmuştur. yakınsama kavramı ile yapısal ve kurumsal anlamda geri kalmış ülkelerin teknolojik ve rekabetçi olmayan alanlarda kendilerinden önde giden ülkelere yetişmesi olarak tanımlarken iken Maastricht de hedeflenen temelde fiyat istikrarı ve maliye alanında istikrardır (Afxentiou, 2000). Dolayısıyla yakınsama kavramı ile ifade edilmek istenen kavramın çıkış noktasından daha farklı olmaktadır. Creel ve Cacheux (2003)'a göre yüksek borçlu ülkelerin mali disiplini düşük borç oranına sahip ülkelerde kaygı yaratmaktadır ve ampirik çalışmalar parasal birlikteki gibi entegre olmuş ekonomilerin makroekonomik değişkenlerinin birbirine bağlı olduğunu göstermektedir. Bu amaca dönük olarak Maastricht Antlaşması entegre olmuş bir piyasa yapısını ve buna bağlı olarak parasal birliğin istikrarını sağlayacak homojen bir ekonomik çevre yaratmaya çalışmaktadır.

Bu amaca dönük olarak Maastricht Antlaşması ile belirlenen kriterler şu şekilde sıralanmaktadır:

- i-Herhangi bir üye ülkenin son on iki aylık ortalama enflasyon oranı, Avrupa
- ii-Birliği'ne üye ülkelerden en düşük enflasyon oranına sahip üç ülkenin ortalamasının 1,5 puandan fazla geçmemelidir.
- iii-Herhangi bir üye ülkenin faiz oranı en düşük enflasyon oranına sahip üç ülkenin faiz ortalamasını 2 puandan fazla aşılmamalıdır.
- iv-Üye ülke paraları Avrupa Para Sistemi döviz kuru mekanizmasına dahil olmalı ve son iki yılda normal dalgalanma marjı içinde bulunmaktadır.
- v-Kamu mali pozisyonunun sürdürülebilirliği açısından normal üye ülkede bütçe açıkları GSYİH'nin %3'nü geçmemelidir
- vi- Kamu borçları ise GSYİH'nin %60'ını geçmemelidir (Aytaç, 2006).

Böylece döviz kuru birliği, ortak fon mekanizmasının oluşturulması, ekonomi politikalarının koordinasyonu (eşgüdümü / uyumlaştırılması), ortak rezerv yönetimi ve tek merkez bankası, tek para kullanımı sağlanacaktır (Utkulu, 2003). Borçlanmaya

ancak sermaye harcamaları sınırları içinde izin verilebilmektedir. Buna göre, Maastricht kriteri cari harcamalar bazında "denk bütçe kuralı" olarak yorumlanabilir. Dolayısıyla Maastricht Antlaşması'nda yer alan ve Bütçe Açığı'nın GSYİH'ya oranının %3 olması gerektiğini belirten bu kriteri, Anayasal bir hüküm olarak ifade edilmese de, bir Ekonomik Anayasa Kuralı (Denk Bütçe Anayasası) olarak değerlendirebiliriz. Bununla birlikte, üye ülkelerin "aşırı" bütçe açıklarından kaçınması konusu da, Maastricht Antlaşmasının 109e maddesinin 4. paragrafında açıklanmıştır. Bu maddeye göre, kamu kesimi açıklarının GSYİH'ya oranı %3'ü geçemez ve söz konusu kriterler için belirli bir esneklik payı da bırakılmıştır. Bütçe açığının sürekli ve önemli ölçüde düşerek referans noktasına yaklaşması ve hedefi aşmasının geçici olması ve belirlenen kıstastan çok sapmaması durumunda bütçe açığının aşırı olmadığı kabul edilmektedir. Konjonktürel durgunluk ise, böyle durumlar için geçerli bir neden sayılmaktadır (Günay ve Özen, 2002). Sibert (2007)' e göre ise ;Maastricht'deki bu giriş kriterlerinin amacı aday ülkelerin birlik içindeki düşük enflasyon konusunda politik isteğini arttırmaktır. Örneğin, eğer birliğe katılmak isteyen ülkeler, genelde uygulanandan daha verimsiz bir vergi sistemine sahipse Birliğin ortalamasından daha yüksek bir enflasyona sahip olacaklardır. Aynı şekilde piyasa kurallarına göre çalışmayan emek piyasası da yüksek enflasyon tehlikesi yaratabilmektedir. Bu ve benzer nedenlerle Birlik ortalamasından farklı enflasyon oranına sahip ülkeler diğer ülkelerdeki istikrarı da tehdit edebilecektir. Eğer vergi sisteminin işleyişini bozan yüksek kayıt dışına sahipse, vergi yönetimi verimsizse veya karışık prosedürler uygulanmaya konması zorsa bu "acı verici" kriterlerin uygulanması düşünülür hale gelecektir. Çünkü kayıt dışını, vergi yönetiminin yetersizliğini ve vergi sisteminin karışıklığını ölçmek zordur. Bunu yerine kamu borçlarına ve kamu açıklarına ulaşılabilir tavanlar koymak aday ülkelerin Birliğin maliye politikasını tehdit etmesi riskini azaltabilme şansı yakalayacaktır. Farklı bir şekilde ifade etmek gerekirse; vergi toplamadaki etkinlik düzeylerinin farkı, kayıt dışı ekonominin her ülkede farklı büyüklükte oluşu her ülke için farklı optimal bir enflasyon oranı yaratacaktır. Bu durumda söz konusu ülke enflasyon vergisi veya senyoraj gelirlerini de kullanabilir. Bu durumda da vergi reformu kaçınılmaz olacaktır. Fakat reformları rakamsallaştırmakta zor olacaktır. Pasinetti'ye (1998) göre referans değerlerin belirlenmesi ile ülkelerin birbirini yakınsama hızı belirlemek de daha kolay olacaktır.

Ülkemiz de sözü geçen kriterlerin yakalanabilmesi etkin bir borç yönetimine bağlıdır. Borç yönetiminin etkinlik kazanmasında para ve maliye politikasının uyumu

büyük önem taşımaktadır. Para ve maliye politikasının uyumu ise Hazine ve Merkez Bankası arasındaki koordinasyona bağlıdır. Koordinasyonun sağlanması para ve maliye politikasında belirlenen hedeflerin birbiri ile çelişmemesi ile mümkündür.

Finansman piyasasının gelişme düzeyi, Merkez Bankası'nın bağımsızlık derecesi, hükümet yetkililerinin hesap verebilme düzeyi ve mali kurumların şeffaflığı koordinasyon düzenlemelerini nispi olarak etkiler. Bu nedenle işbirliği için resmi ve resmi olmayan düzenlemeler yapılabilir ve kurumlar arası bilgi alışverişi zorunlu hale gelir. Mali sistem baskı altında tutulduğunda para politikası ve kamu borç yönetimi koordinasyonu daha zordur. Böyle bir durumda hükümetin kullanabileceği finansal araçlar oldukça sınırlıdır (Yılmazcan, 2003; 237).

Fakat borç yönetimi ve parasal politika yöneticilerinin hedef ve öncelikleri farklı olabilmesine rağmen her iki konuyu yapısı gereği ortak amaçları da azımsanamayacak kadar çoktur. Borç yönetiminden sorumlu birim olan Hazine, piyasa enstrümanlarını kullanarak kamu açığının finansman maliyetini en aza indirmeye çalışırken, politikalarının uygulanmasından sorumlu birim olan Merkez Bankası yerli paranın istikrarını korumayı amaçlamaktadır. Hazine, borçlanma vadesini uzatmak suretiyle büyük miktarda borç çevirmelerinin piyasalar üzerindeki olumsuz etkisini azaltmaya çalışırken, Merkez Bankası ikincil piyasaların gelişmesine yönelik müdahaleler ilgili amaçlara sahip olabilmektedir. İkincil piyasaların gelişmesinden Hazine'nin de önemli ölçüde yararlar sağlayacağı ve daha etkin borç yönetimi yapma olanağına kavuşacağı açıktır. Merkez Bankası ise ikincil piyasaların gelişmesi için yapacağı açık piyasa işlemlerinde kullanılmak üzere Hazine'nin sağlayacağı enstrümanlara ihtiyaç duymaktadır (Emil ve Gelberi, 1996).

Yıllar itibariyle, iç borçlanmanın yönü ve büyüklüğü ile beraber, Hazine ve Merkez Bankası ilişkileri de farklı boyutlar kazanmıştır. Düzenli bir ihale sistemine geçilmesi, halka satış gibi tekniklerin kullanılmaya başlanması ile Merkez Bankası'nın da yükümlülükleri artmış, finans sektörünün genişlemesi, iç borçlanma senetlerinin açık piyasa işlemlerinde kullanılması Merkez Bankası ile Hazine arasında belli ölçüde koordinasyonun oluşturulmasını sağlamıştır (Çakır, 1994; 36-37' den Aktaran: Kalay, 2006; 53). Hazine Müsteşarlığı'nın borç yönetimi konusundaki görev ve yetkilerinin çerçevesi ise 4749 sayılı Kamu Finansmanı ve Borç Yönetiminin Düzenlenmesi Hakkında Kanun'la belirlenmiştir. Para politikasının ana hedefi fiyat istikrarının sağlanması iken, borç yönetiminden beklenen minimum risk ve maliyet sağlamasıdır. Bu da etkin bir risk ve nakit yönetimi ile mümkündür. Bu kapsamda Hazine, gelirleri

nakit bazlı olarak tahmin etmekte, iç borç ve dış borç servisi de dahil olmak üzere harcamalarını programlamakta, oluşabilecek açıkları borçlanma ve rezerv kullanımları ile finanse etmektedir. Nakit açığının doğru izlenmesi ve tahmin edilmesi gerekli finansmanın sağlanması amacıyla yapılacak borçlanma miktarını belirlemesi açısından çok büyük önem taşımaktadır (Bozkurt, 2007; 44). 2001 yılındaki yasal düzenleme ile ülkemizde de TC: Merkez Bankası'nın temel görevi, kullanacağı para politikası aracını doğrudan kendisi belirleme yetkisini içerek şekilde, fiyat istikrarının sağlanması olarak tespit edilmiştir. Bu suretle Merkez Bankasının asli görevinin para politikası uygulamaları olduğunun altı çizilmiştir (Cangöz, 2004).

Merkez Bankası ise fiyat istikrarı hedefine ulaşabilmek için enflasyon hedeflemesi kullanmaktadır. Enflasyon hedeflemesine yönelik istikrar programlarında para politikası, doğrudan doğruya, belirli bir dönem için seçilen sayısal hedefe ya da hedef aralığına yönlendirmektedir. Belirlenen hedefe ulaşmak için faiz oranları önemli bir araç olarak kullanılmaktadır (Karahana, 2005). Enflasyon hedeflemesi Merkez Bankası özerkliğini de zorunlu kılmaktadır. Merkez Bankası Bağımsızlığı'nın sağlanması amacıyla Hazine ve kamu kurumlarına kredi verilmesinin ve borçlanma araçlarını birincil piyasadan alması yasaklanmıştır.

Merkez Bankası'nın fiyat istikrarını sağlamaya yönelik çalışmaları mali yönetimde ve borç yönetiminde kurumsal değişiklikleri frenler. Etkin bir bağımsız Merkez Bankası düşük enflasyonun sağlanmasında önemli bir faktördür. Merkez Bankası'nın bağımsızlığı mecburen kamu borç yönetiminde fırsatları sınırlar. Kamu bütçesinin ve mali kurumların şeffaflığı ve hesap verilebilirliğinin Merkez Bankası'nın fiyat istikrarını sağlamada bağımsızlığının daha önemli olduğu konusunda tartışmalar sürmektedir (Bloomstein ve Tbnboln, 1997; 589'dan Akt. Yılmazcan, 2003; 237).

Enflasyon hedeflemesi etkin bir şekilde uygulanmaya konduğu 2002-2004 yılından bu yana bir eleştiriye de maruz kalmıştır. Yönezer (2001) bu eleştirilerin iç borç faiz yükü konusunda radikal bir çözüm bulunmadan enflasyonun indirilemeyeceği yönünde olduğunu vurgulamaktadır

Bu amaca ulaşmak, AB'ye uyum amacıyla Maastricht Kriterlerini yakalama çabası ve IMF ile yapılan antlaşmalar gereğince kamu harcamalarının azaltılarak kamu borçlanma gereğinin azaltılması için sıkı maliye politikası uygulanmaktadır. Hazırlanan Ulusal Program da (2003) ile de maliye politikasının temel amaçları, kamu açıklarını kalıcı bir biçimde azaltarak işlevsel bir bütçe yapısına ulaşmak, kamu borç stokunu sürdürülebilir bir düzeye indirmek ve böylece sürdürülebilir bir büyüme ortamının

oluşmasına katkıda bulunmak ve enflasyonla mücadeleyi desteklemek olarak belirlenmiştir. Bu temel amaçlar doğrultusunda, sıkı maliye politikası uygulamalarına devam edilmesi ve mali disiplinin korunması hedeflenmektedir. Bu çerçevede, vergi tabanının genişletilmesi suretiyle vergi gelirleri artırılabilecek ve kamu harcama reformu kapsamında, harcamalarda tasarruf ve etkinlik sağlanması hedeflenmektedir.

Fakat düşük iç borçlanma reel faizi iç borç servisinin yapılması ve yüksek iç borç çevirme oranları için gerekli iken düşük faiz oranları enflasyon hedefini tehdit etmektedir. Çünkü düşük faiz toplam talebi arttırıcı ve enflasyonu arttırıcı özellik kazanmaktadır. Tüm bu etkenler bir arada düşünüldüğünde etkin borç yönetimini iktisat politikası ile araçları da önem kazanmaktadır.

4. BÖLÜM

TÜRKİYE EKONOMİSİ ÜZERİNE BİR MODEL DENEMESİ:İÇ BORÇLARIN SÜRDÜRÜLEBİLİRLİĞİ ANALİZİ

Türkiye ekonomisi, özellikle 1990'lı yıllardan sonra yaşadığı büyük krizlerin ardından hızlı bir borç birikim sürecinin içerisine girmiştir. Genel hatlarını dönemler itibariyle çizdiğimiz gibi iç borçlanmalar ilk önce alt yapı çalışmaları için kullanılırken daha sonraki yıllarda bütçe açıklarını kapatmak için kullanılır hale gelmiştir.

Yüksek kamu borçlanması, borç alan veren ilişkisini bozarak parasal ekonominin tüm fonksiyonlarını yerine getirmesini engellemektedir (Collignon, 2006). Kamu iç borç stokunun büyüklüğü, yüksek enflasyon ve gelir dağılımı dengesizliği başta olmak üzere birçok ekonomik sorunun oluşumu üzerine etkili olmaktadır. Yüksek iç borç düzeyi fiyat istikrarını bozmakta, ekonomik büyümeyi engellemekte ve uzun dönemli makro ekonomik politikaların uygulanmasını zorlaştırmaktadır. İç borç stokundaki artışın bu etkilerinin yanı sıra iç borç stokunun vadesinin kısa olması ve faiz yükünün yüksekliği de borçların sürdürülebilirliği tartışmasını gündeme taşımaktadır (Ulusoy ve Cural, 2006). Tari (2004), kamu borçlarının sürdürülebilirliğinin bütün dünya ülkeleri için önemli bir problem olmakla birlikte gelişmekte olan ülkelerin borç yönetim politikalarının 1997 finansal kriziyle tükendiğini belirtmektedir. Bu bağlamda iç borçların yönetimi içerisinde sürdürülebilirlik kavramı önem kazandırmaktadır. Çünkü iç borç yönetiminde maliyet, risk ve vade yapısı gibi değişkenler ele alınırken ulaşılmak istenen hedeflerden biri de kuşkusuz kamu sektörünün borçlanabilmesinin sürekliliğinin sağlanmasıdır.

Öte yandan ülkemizde merkez bankası kaynaklarının kamu finansmanında kullanılmasının önüne yasal engeller getirildiği için olağan gelirlerin önemi daha da arttırmıştır. Dolayısıyla borç geri ödemelerinin yapılabilmesi, kamu sektörünün herhangi bir kredibilite problemi ile karşılaşmaması sürdürülebilirlik analizlerinin yapılmasını gerekli kılmaktadır. Sürdürülebilirlik üzerine getirilen tanımlamalarla birlikte bir çok analiz yöntemi de gelişmiştir. Fakat iç borçların sürdürülebilirliği üzerine geliştirilen farklı analiz yöntemlerini incelemeye önce "borçların sürdürülebilirliği" kavramını somutlaştırmak faydalı olacaktır.

4.1. Sürdürülebilirlik Kavramı ve Analiz Yöntemleri

Borçların sürdürülebilirliği kavramını ilk kez kullanan ve bu konuda genel bir çerçeve ortaya koyan iktisatçı Keynes'dir. 1920'li yılların başında Fransa'nın karşılaştığı kamu borcu problemi için Keynes (1923), Fransız hükümetinin bütçe kısıtını sağlaması için sürdürülebilir politikaları uygulamaya başlaması gerektiğini vurgulayarak şöyle der: kamunun yükümlülükleri ulusal gelire oranı aşırı yüksek değerlere ulaşmıştır. Bütçe gelirleri yeni borcun finansman maliyetini karşılayamıyorsa sürdürülebilirlik problemi oluşmuştur (Keynes, 1923'den Akt. Ergün, 2005; 4).

Günümüz literatüründe kamu borç stokunun sürdürülebilirliği tanımlanırken borç stokunun milli gelire oranının uzun dönemde sabit kalmasından hareket edilmektedir. İnan (2003) tanımı biraz daha açarak kamu borç stokunun milli gelire oranının makul kabul edilen bir dönem baz alındığında kamu borç stoku\milli gelir oranının bu düzeyde kalması gerektiğini belirtmektedir. Bu durum uzun dönemde bu düzeyin korunmasını sağlayacak şekilde kamu borç senetlerine arz ve talebin eşit olması gerektiğini vurgulamaktadır. Blanchard vd. (1990)'a göre de sürdürülebilirlik için en açık gösterge borç stoku\GSYİH oranıdır ve kavramsal olarak belirlenmesi de kolaydır.

Hamilton ve Flavin (1986) devletin borçlandığı faiz oranı büyüme oranını aşması durumunda, sürekli hale gelen ve finanse edilemeyen açığın borcun GSYİH'ya oranının kat ve kat üstünde seyretmesi tehlikesinin ortaya çıkacağını söylemektedir. Wilcox (1989)'e göre devlet, kamu açıklarını finanse ederken borçlarının faiz ödemelerinin yarattığı yükten kaynaklı sorunlar yaşamamış olsaydı borçlarını sürdürememek gibi bir problemle karşılaşmazdı. Dolayısıyla sürdürülebilirlik probleminin ortaya çıkmasının temel nedeni devletlin borcun maliyetini geri ödeyememesidir. Borçlar sürdürülemez hale geldiğinde vergilerin büyük kısmı borç geri ödemelerine transferine neden olmaktadır. Bu durum kamu hizmetlerinin olumsuz etkilenmesi yanında gelecek nesiller üzerine yük bırakmaktadır. Bunun yanında kredilerin devletçe kullanılması özel sermaye birikimini olumsuz etkilemekte ve ekonomik büyüme yavaşlamaktadır. Bu durum sürdürülebilirliğin reel ekonomi için de büyük önem arz ettiğini göstermektedir. Agernor ve Montvel (1996)'e göre gelecekte elde edilebilecek kaynakların beklenen cari değeri borç servisinde kullanılırken en azından borç stokunun faiz dışı nominal değerine eşit olmalıdır. Bu durumda devlet piyasa şartlarında borç servisi yapabilir. (Akt. Rocha, 2002). Ergün (2005) ise mevcut maliye

politikalarının kamunun gelecek dönemlerdeki ödeme gücünü tehlikeye sokmayacak şekilde olması şeklinde bu durumu özetlemektedir.

Bu ilişkileri ortaya koymak için bir çok yöntem geliştirilmiştir. Doi (2004) bu amaçla geliştirilen yöntemleri şu şekilde ele almaktadır:

a-Domar Modeli: Domar (1944) sürdürülebilirlik analizlerinde temel olarak alınan çalışmalardan birini ortaya koymuştur. Buna göre mali sürdürülebilirlik için nominal GSYİH büyüme oranı cari dönemdeki kamu borçlanmasından büyük olmalıdır. Böylelikle kamu borçlanmasının\GSYİH oranının kabul edilebilir bir düzeyde kalacağı kabul edilmiştir. Bütçe kısıtından hareket edilerek kurulan modelde birincil dengenin sağlanması da nominal GSYİH'nın büyüme oranının nominal oranından yüksek olması şartına bağlanmıştır.

b-Yonogita ve Hutohan Mali Sürdürülebilirlik Endeksi: Yonigita ve Hutohan (2002), Domar modeline dayanarak bir indeks geliştirmişlerdir. IFS (Index for Fiscal Sustainability) cari dönemdeki borcun nominal değişim oranından, aynı döneme ait yıllık nominal GSYİH büyüme oranı çıkartılarak oluşturulmuştur. Böylelikle kamu borcu\GSYİH oranındaki değişimin kolaylıkla takip edilebileceği kabul edilmiştir.

c-Hamilton ve Flavin Modeli: Hamilton ve Flavin (1986), bütçe kısıtından hareket ederek zamanlar arası bir denge modeli geliştirmiştir. Bu modele göre cari dönem ihraç edilen bonoların değeri birincil fazlaya eşit olduğunda kamu borçlarının sürdürülebilir olduğu kabul edilmektedir.İndirgeme faktörü olarak beklenen faiz oranlarını kullanmışlardır. Wilcox (1989) ise reel faiz oranını indirgeme faktörü olarak kabul ederek modeli yeniden düzenlemiştir.

d-Koentegrasyon Testi: Yapılan ekonometrik çalışmalarda kullanılan seriler (kamu harcamaları, reel faiz oranları vb) durağan olmayan serilerdir. Bu nedenle mali sürdürülebilirliğin sınanmasında bir çok iktisatçı (Trehan ve Walsh, 1988; Hokkio ve Rush, 1991; Hong, 1991, Ahemd ve Roger, 1995) koentegrasyon testlerini kullanmışlardır.

Jha ve Sharma (2004); Reddy (2006); Enhart ve Llorca (2008) de kamu iç borçlarının sürdürülebilirliğini koentegrasyon yöntemi ile analiz eden iktisatçılardır.

a-Bohn Mali Sürdürülebilirlik Analizi: Bohn (1998), Hazırladığı modelde zamanlar arası bütçe kısıtından hareket ederek kamu borçlarının sürdürülebilirliğini test etmekte kullanmıştır. Yapılan bu çalışmaya göre birincil fazla\GSYİH oranı kamu borç stoku\GSYİH oranı ile birlikte yükseliyorsa borçlar sürdürülebilir kabul edilmiştir.

Kamu borçlarının sürdürülebilirliği ile ilgili olarak 2001 yılına kadar Türkiye üzerine yapılan belli başlı çalışmalar Özgen (2006) tarafından şekilde sıralanmaktadır:

a-Anand ve Winjbergen (1988): Bütçe kısıtından hareket edilmiş, Türkiye’de mali politikaların tutarlılığı üzerine teorik ve uygulama çerçeve sunulmuş, cari faiz oranının hükümetin mali pozisyonunu zayıflattığı bulunmuştur.

b-Özatay(1996): Birim kök testleri kullanılmış, Türkiye de mali politikaların 1994 krizinden çok önce sürdürülebilir olmaktan çıktığı bulunmuştur.

c- TÜSİAD (1996): Bütçe kısıtından hareket ederek, 1995-2000 yılları için simülasyon yapılmış, mali politika sürdürülemez bulunmuştur.

d- Utkulu (1998): 1950-1996 yılları için dış borçların sürdürülebilirliği birim kök testleri ve koentegrasyon kullanılarak sınanmış, dış borçlar sürdürülemez bulunmuştur.

e- Akçay, Alper, Özmucur (2001): 1970-2000 yılları bütçe kısıtı denkleminde hareket edilerek birim kök testi ve koentegrasyon kullanılmış, borçlar sürdürülemez bulunmuştur.

2001 yılından sonra öne çıkan çalışmalar ise:

a.Keyder (2004) ve Keyder (2008): Dünya Bankasının kullanmış olduğu regresyon modeli kullanılarak, farklı enflasyon, büyüme ve faiz oranları için olası senaryolar değerlendirilmiştir.

b- Ulusoy ve Cural (2006): İç borçlanma konusunda farklı rasyo analiz teknikleri kullanılarak 2001 sonrası için iç borçlar sürdürülemez bulunmuştur.

c-Özgen ve Karakaya (2006): 1981-2006 için bütçe kısıtından hareket ederek mali tutarlılık yaklaşımı kullanılmış, işlevsel açıktan daha fazla borç bulunduğu saptanmış, maliye politikasının sürdürülebilmesi için mali tutarlılığın sağlanması gerektiği saptanmıştır.

İç borç sürdürülebilirliği incelendiğinde ise de ise göz önünde bulundurulması gereken en önemli nokta iç borçların kapsamıdır. Johnson (2001), mali derinliğin yüksek olduğu gelişmiş ülkelerde özel sektöründe iç borçlanmaya başvurarak, bono ve tahvil ihraç ederek faaliyetlerini finanse edebildiğini vurgulamaktadır. Fakat mali sürdürülebilirlik analiz edildiğinde bunları dışarıda tutmak gerekmektedir. İç borçların mali sürdürülebilirliğinin sağlanması için iç borçların bütçesel yükünün ve her çeşit borçlanma enstrümanının kamu girişimleri gelirlerinden geri ödenmesi gerekmektedir.

İç borçlarda sınır genellikle olumsuz etkilerle tespit edilmeye çalışılır. Tartışmalar iç borç enflasyon, iç borç büyüme, iç borç faiz oranları, iç borç özel sektör dışlanması ilişkileri ve bu göstergelerin olumsuz etkiler şeklinde gelişmektedir. Bu

konuda yapılan çalışmalarda en büyük güçlük araştırılan ilişkilerin yalnızca iç borçlardan kaynaklanmadığını ,anılan faktörleri başka göstergelerin de etkilediğidir. Ayrıca bu ilişkiler incelenerek ekonomi ye olumsuz etkilerini tespit etmek de oldukça güçtür (Kalyoncu, 2005; 33). Kalyoncu (2005)'e göre, birincil bütçe düzeyinin fazla verdiği, nominal büyüme oranının nominal faiz oranına eşit olduğu ve bu eşitliğin korunduğu durumda borç yükü giderek azalacaktır. Reel büyüme oranına koşul olarak reel bütçe geliri artışı, reel borç oranını karşılıyor ise borçlanmayı sürdürmek mümkündür.

Bu noktadan hareketle Jha ve Sharma, (2004), Reddy (2006) Enhart ve Llorca (2008), tarafından bütçe kısıtı denklemi kullanılarak kamu gelirleri ve kamu harcamaları arasındaki ilişki birincil açığa (fazla) dayalı olarak türetilen sürdürülebilirlik koşulu ile Türkiye için sınıanacaktır. Öncelikle model ayrıntılı bir şekilde incelenecek ve kullanılacak yöntem hakkında bilgi verilecektir. Daha sonra Türkiye için yapılan sınıama sonuçları açıklanacaktır.

4.2.Model

Jha ve Sharma (2004), Reddy (2006), Enhart ve Llorca (2008) tarafından sırasıyla Hindistan, Fiji ve Akdeniz Ülkelerinin iç borç sürdürülebilirliğini sınamak için kullanılan ekonometrik model, borçların sürdürülebilirliğine zamanlar arası bir problem olarak yaklaşmaktadır. Modelin temel argümanı, borçların sürdürülebilirliğinin devletin zamanlar arası bütçe kısıtı ile borç stokunun tutarlı olmasına bağlı olduğudur. Devletin bütçe kısıtından hareket eden modelin temel varsayımı monetizasyonu sıfır olarak kabul etmesidir. Bütçe kısıtı nominal değerleriyle şu şekilde ifade edilmektedir.

$$G_t - T_t + r_t B_{t-1} = B_t - B_{t-1} \quad (1)$$

G_t = kamu harcamalarının büyüklüğü

T_t =kamu gelirleri

$G_t - T_t$ =birincil bütçe açığı

r_t =devlet borçlarının üzerine ödenebilir bir dönemlik faiz oranı

B_t = t dönemi sonundaki kamu borç stoku

B_{t-1} = t-1 dönem sonundaki kamu borç stoku

Birinci denklem bütçe kısıtının parasal finansmanın olmadığı ve faizlerin yeni iç borçlanma senetleri ile finanse edildiği anlamına gelmektedir.

Birinci (1) denklemdeki her terim nominal GSYİH'ya bölünerek bütçe kısıtı GSYİH'nın bir oranı olarak ifade edilmektedir. Yani;

$$G_t - T_t + r_t B_{t-1} + B_{t-1} = B_t$$

$$G_t - T_t + B_{t-1}(r_t + 1) = B_t$$

haline getirildikten sonra denklemin her yanı nominal GSYİH yani Y_t 'ye bölünerek denklem aşağıdaki şekle dönüştürülmüştür.

$$b_t = (1 + r_t)(1 + \eta)^{-1} b_{t-1} + (g_t - \tau_t) \quad (2)$$

Burada küçük harfle belirtilen notasyonlar üstte büyük harfle belirtilen notasyonların nominal GSYİH Y_t ile bölünmüş hallerini göstermektedir. Burada $b_t = B_t / Y_t$, $g_t = G_t / Y_t$, $\tau_t = T_t / Y_t$, $\eta = (Y_t - Y_{t-1}) / Y_{t-1}$ de t ve t-1 döneminde nominal GSYİH'nın büyüme oranıdır. $(1 + r_t)(1 + \eta)^{-1} = 1 + r_t - \eta_t$ olarak kabul edilip denklem yeniden düzenlenmektedir. (Bu noktada yapılan değişiklik büyüme oranı ve reel faiz arasındaki ilişkinin iktisadi mantığa uygun olarak yeniden yazılmasıdır. Yani borç birikim süreci içinde borç stokunda reel faiz oranı kadar artış ve büyüme oranı kadar azalma olduğu varsayılmaktadır. Aksi takdirde salt matematiksel anlamda böyle bir eşitlik türetmek olası görünmemektedir).

$$b_t = (1 + r_t - \eta_t) b_{t-1} + (g_t - \tau_t) \quad (3)$$

Yeniden değişken değiştirerek $\theta = r_t - \eta_t$ olarak sembolize edilmektedir 3 nolu eşitlik şu şekli almaktadır.

$$b_t = (1 + \theta) b_{t-1} + (g_t - \tau_t) \quad (4)$$

Kullandığımız 4 nolu eşitlik t döneminde gerçekleşen (ex post) durumu ifade etmektedir. Zamanlar arası bir bütçe kısıtı tanımlamak için denklem t+1 dönem için ex ante olarak yeniden yazmak gerekmektedir.

$$b_t = E_t[(\theta_{t+1} + 1)^{-1}] E_t[(1 + \theta_{t+1})^{-1} (g_{t+1} - \tau_{t+1})] \quad (5)$$

b_t , t dönemindeki borcu ifade etmektedir. E_t ise beklenen değeri ifade eden operatördür ve t+1 dönemindeki bilgiyi sunmaktadır. 5 nolu eşitliği daha sonra gelen dönemler için yeniden yazmak gerekmektedir. Yani t+1, t+2,, t+s şeklinde bütçe kısıtını s döneminde zamanlar arasına taşımak için denklem yeniden yazılmaktadır.

$$b_t = E_t \sum_{s=0}^{\infty} \prod_{i=1}^s (1 + \theta_{t+i})^{-1} (\tau_{t+s} - g_{t+s}) + E_t \prod_{i=1}^s [(1 + \theta_{t+i})^{-1} b_{t+s}] \quad (6)$$

$\prod_{i=1}^s (1 + \theta_{t+i})$ değişen zamana karşı indirgeme faktörüdür.

Burada maliye politikasının sürdürülebilirliği için gerekli ve yeterli şart $s \rightarrow \infty$ sağlayan borç stoku GSYİH oranının sifıra yakınsayan değerdir. (Dolayısıyla sürdürülebilir maliye politikası borç stokunun GSYİH'ya oranını küçülmesini sağlıyorsa her dönem için birincil açık da küçülüyor ve iç borçlarda sürdürülebilir hale geliyordur demektir). Değişimi sağlayan şart şöyle ifade edilebilir.

$$\lim_{s \rightarrow \infty} E_t \prod_{i=1}^s (1 + \theta_{t+i})^{-1} b_{t+s} = 0 \quad (7)$$

Bu eşitlik aynı zamanda borçların faiz ödemelerini yapmak için devletin yeni borçlanmalara başvurmaması anlamına gelmektedir. Diğer bir değişle devletin sürekli birincil açık vermek gibi bir seçeneği yoktur.

Eğer bu geçiş şartı gerçekleştirilirse cari dönemdeki borç ve GSYİH oranı, cari ve beklenen dönemdeki indirgenmiş birincil fazla ile dengeye gelmektedir. Bu da şu anlama gelmektedir GSYİH'nın oranı olarak devletin zamanlar arası bütçe kısıtı bugünkü değerle birlikte şu şekle dönüşmektedir.

$$b_t = \lim_{s \rightarrow \infty} E_t \sum_{s=0}^{\infty} \prod_{i=1}^s (1 + \theta_{t+i})^{-1} (\tau_{t+s} - g_{t+s}) \quad (8)$$

Daha ileri matematiksel manipülasyonlarla denklem 6 şu şekilde yazılmaktadır. (Yapılan matematiksel manipülasyon ile birincil açık yeniden tanımlanmaktadır)

$$g_t^* = \sum_{s=0}^{\infty} (1+\theta)^{s+1} (\Delta\tau_{t+s} - \Delta g_{t+s} + \theta \Delta b_{t+s-1}) \quad (9)$$

burada $g_t^* = g_t + \theta b_t$ toplam kamu harcamaları anlamına gelmektedir. Bunlar mal ve hizmetler için yapılan harcamalar, transfer harcamaları ve borç faizlerini de kapsamaktadır. Δ birinci derece fark operatörüdür. (Denklemin birinci farkı olarak bu değişkenler durağanlaştırılmış ve herhangi bir şok durumunda da olağan seyrini korur hale getirilmiştir. Ayrıca eşitliğin sağ tarafının koentegre hale getirilmesi ile birincil açığı tanımlayan sol tarafında koentegre olması gerektiği şartı getirilmektedir.

Denklemin 9'un sağ tarafındaki değişkenlerin I(1) yani durağan hale gelmesi denklemin 9'un sol tarafındaki değişkenlerinde şu anki bütçe kısıtının sağlanması için durağan hale gelmesi anlamına gelmektedir. Eğer g_t^* ve τ (1) yani (durağan olamayan düzeyde ise koentegre olmak zorundadırlar, kamu açıklarının denklemin 9 da belirlenen şartlara göre durağan olması bu şekilde sağlanabilir. Böylelikle kamunun iç borcunun sürdürülebilir olması I(1) durumdaki kamu gelirleri ve kamu harcamalarının koentegre olması ile sağlanabilmektedir. Bu koentegrasyon regresyonu son olarak şu şekli alacaktır.

$$\tau_t = \alpha + \beta g_t^* + u_t \quad (10)$$

Dolayısıyla boş hipotez T ve g_t^* değişkenlerinin koentegre olması anlamına gelmektedir ve bu durumda $\beta = 1$. Eğer borcun sürdürülebilirliği isteniyorsa boş hipotez doğru olmalıdır.

4.3. Yöntem

Yukarıda açıkladığımız modeli sınamak için kullanacağımız ekonometrik yöntem koentegrasyondur. Modelin sonuçlarını değerlendirmeden önce genel hatlarıyla koentegrasyon metodunu açıklamakta faydalı olacaktır. En basit tanımıyla koentegrasyon durağan olamayan iki serinin lineer kombinasyonlarının durağan olması durumudur. Bu mantıkla bir grup zaman serisi değişkeninin birlikte hareketi uzun dönem ilişkisi ile açıklanabiliyorsa bu değişkenler koentegredir denir (Granger, 1981; Engle ve Granger, 1987'den Akt. Onyesao vd., 2006)

Buna rağmen, ekonometrik süreçlerde bir grup zaman serisinin koentegre olup olmadığından emin olmak kolay değildir. Çünkü ekonometrinin temel varsayımları durağanlığa dayanmaktadır. Burada durağanlıkla anlatılmak istenen değişkenlerin ortalama varyans ve ortalama kovaryansının zaman içinde değişmemesidir. Fakat ne yazık ki genelde bu varsayım değişkenlerin durağan olmadığı durumlarda geçersizdir ve bu büyüklükler zamana bağlı değişim gösterirler. Zamana bağlı bu değişimler de student t ve F istatistikleri geçersiz hale gelmektedir (Dickey ve Fuller, 1981'den Akt. Onyesao vd., 2006). Ayrıca bu durum da ekonomik değişkenler arasında $y_t = \alpha + \beta x_t + u_t$ şeklinde özelleştirilen ilişkiler genelde yüksek R^2 ve düşük Durbin Watson istatistiği de düşük sonuçlanmaktadır. Bu durum ekonomik serilere uzun dönemli trendlerin hakim olmasından kaynaklanmaktadır. Ayrıca değişkenler tekil olarak durağan olmayan rassal yürüyüşle hareket etmektedir. Bu şekilde iki değişken içeren modeller de elde edilen katsayılar durağan gibi görünebilir. Fakat bu çeşit ampirik sınamalar y ve x arasındaki kısa dönem ilişkisi hakkında çok az ey söylemektedir. (Erişim:

<http://isc.temple.edu/economics/notes/cointegration/cointegration>). Buradaki temel mantığı daha anlaşılır kılmak için serilerin durağanlığı kavramını daha yakından irdelemek gerekmektedir.

Teorik bakış açısından zaman serileri rassal değişkenlerin (X_t) toplamıdır. Bu şekilde rassal değişkenlerin toplanıp zamana bağlı olarak düzenlenmelerine stokastik süreç denir. Eğer bu sürekli bir değişken ise rassal değişkenleri $X(t)$ olarak ifade etmek de olağan hale gelmiştir Stokastik süreçleri tanımlamanın bir yolu $X(t)$ değişkenine bağlı dağılımları özelleştirmektir. Bu karışık ve pratikte başvurulmayan bir yoldur. Bunun yerine yapılsa X_t değişkenin birinci ve ikinci momentine bakmak olacaktır. Bunlar ise şöyledir:

1-Ortalama: $\mu(t)=E(X_t)$

2-Varyans $\sigma^2(t)=\text{var}(X_t)$

3-Otokovaryans $\gamma(t_1,t_2)=\text{cov}(X_{t_1}, X_{t_2})$

$t_1=t_2=t$ olduğu zaman otokovaryans sadece $\sigma^2(t)$ 'dir. Stokastik süreçlerin en önemli sınıfı durağan stokastik süreçtir. Bu süreçlere bağlı olarak durağan zaman serisi kavramına geliyoruz. Bir zaman serisine bağlı dağılım n gözlem de $x(t_1),x(t_2), \dots, X(t_n)$ iken aynı dağılımlar $X(t_1+k),X(t_2+k),\dots,X(t_n+k)$ iken tüm n ve k'lar için de aynı dağılımı veriyorsa tam durağandır denir. Katı durağanlık n'in tüm değerleri için

geçerlidir. $n=1$ olarak belirlediğimiz de $\mu(1)=\mu$ bit sabit ve $\sigma^2(1)=\sigma^2$ tüm t 'ler için sabittir. Daha fazlası eğer biz n yerine 2 yazarsak yani $n=2$ olarak ifade edersek bu duruma bağlı olarak elde ettiğimiz dağılımlar $X(t_1)$ ve $X(t_2)$ olduğu gibi $X(t_1+k)$ ve $X(t_2+k)$ de aynıdır. $t_1+k=t_2$ iken bu dağılımın $X(t_2)$ ve $X(t_2+k)$ ile de aynıdır. Böylelikle, bu sadece t_2-t_1 farkına bağlıdır ve bu farkı da gecikme olarak adlandırıyoruz. Otokovaryans fonksiyonu da $\gamma(t_1,t_2)$ ve $k=t_2-t_1$ gecikme de iken $\gamma(k)$ dir. $\gamma(k)=\text{cov}[X(t), X(t+k)]$ k gecikmesinde otokovaryans katsayıdır Fakat uygulama kullanılan seriler için bu çok katı bir varsayımdır. Bu yüzden durağanlı daha esnek varsayımlarla tanımlamak daha doğru olacaktır. Bir zaman serisi eğer ortalaması sabit ve otokovaryansı sadece gecikmeli değerlerine bağlı ise bu zaman serisi zayıf durağandır olarak adlandırılır, yani. $E[X(t)]=\mu$ ve $\text{cov}[X(t), X(t+k)]=\gamma(k)$ 'dir (Maddala, 1988, 527-528). Kısaca eğer bir zaman serisi durağan ise ortalaması, varyansı ve (çeşitli gecikmeleri) ortak varyansı, bunları ne zaman ölçersek ölçelim aynı kalır. Eğer bir zaman serisi yukarıdaki anlamda durağan değilse, durağan olmayan zaman serisi adını alır (zayıf durağanlıktan bahsettiğimizi unutmamalı, bazen durağan olmamanın nedeni ortalamadaki kayma olabilir)(Gujarati, 1999; 714). Bir zaman serisinin durağan olup olmadığı iki yolla sınanabilir. Bunlardan birincisi bağım çizime dayanan durağanlık sınaması diğeri ise birim köke dayanan durağanlık sınamasıdır. Uygulamada daha çok öne çıkan ve çalışmada kullanılan yöntem olmasından dolayı durağanlığın birim kökle sınanması tercih edilecektir.

Herhangi bir zaman serisi değişkeninin durağan olup olmadığının araştırılma süreci için geliştirilen yöntem olan Dickey Fuller Birim Kök Testi'dir. Uygur (2001b), Dickey Fuller Birim Kök Testi'ni şu şekilde açıklamaktadır. Diyelim ki, Y değişkeni trend içeren yani sürekli artan veya azalan bir zaman serisi değişkenidir. Bu değişkenin zaman içindeki hareketini,

$Y_t=\beta_1+\beta_2T+u_t$ trend denklemi ve hata terimini, içsel bağıntılı olduğunu düşünürsek,

$$u_t=\rho u_{t-1} + \epsilon_t$$

ile ifade edelim. Burada T her dönem t artan zaman değişkenidir. Hatırlayalım, $E(u_t)=0$ iken Y 'nin ve u 'nun varyanslar aynıdır ve bu bakımdan u 'yu durağanlık bakımından incelemek Y 'yi de incelemek anlamına gelmektedir.

Bu anlamda u ve Y için durağanlık, $H_0: \rho=1$, $H_1: \rho \neq 1$ hipotezinin test edilmesiyle araştırılabilir.

Şimdi $u_t = \rho u_{t-1} + \epsilon_t$ ilişkisini Y_t 'nin trend denklemine koyalım;

$$Y_t = \beta_1 + \beta_2 T + \rho u_{t-1} + \epsilon_t$$

Diğer yandan aynı trend denkleminde

$$u_t = Y_t - \beta_1 - \beta_2 T \text{ ve}$$

$$u_{t-1} = Y_{t-1} - \beta_1 - \beta_2 T(-1)$$

bulunabilir. u_{t-1} için elde ettiğimiz ifadeyi Y_t denklemine koyarsak;

$$\begin{aligned} Y_t &= \beta_1 + \beta_2 T + \rho (Y_{t-1} - \beta_1 - \beta_2 T(-1)) + \epsilon_t \\ &= \beta_1 + \beta_2 T + \rho Y_{t-1} - \rho \beta_1 + \rho \beta_2 T + \rho \beta_2 + \epsilon_t \\ &= [\beta_1 (1 - \rho) + \rho \beta_2] + \beta_2 (1 - \rho) T + \rho Y_{t-1} + \epsilon_t \end{aligned}$$

Şimdi her iki taraftan Y_{t-1} ifadesini çıkarırsak

$$Y_t - Y_{t-1} = [\beta_1 (1 - \rho) + \rho \beta_2] + \beta_2 (1 - \rho) T + \gamma Y_{t-1} + \epsilon_t$$

Burada $\gamma = \rho - 1$

Yukarıdaki denklemi önce tahmin etmek sonrada tahmin sonuçlarından test yapabilmek üzere şöyle ifade edebiliriz;

$$\Delta Y_t = \alpha + \beta T + \gamma Y_{t-1} + \epsilon_t$$

Şimdi denklem EKK yöntemi ile tahmin edilirse, $H_0: \gamma = 0$ hipotezi kolayca test edilebilir. $\gamma = \rho - 1$ olduğuna göre, eğer; $H_0: \gamma = 0$ kabul edilmiş ise, bu $\rho = 1$ anlamına gelir. Bu durumda durağanlık yoktur ve birim kök (unit root) vardır. Ancak bu hipotezin test edilmesi için kullanageldiğimiz t-istatistiği ve tablosu kullanılmaz. Bunu yerine Dickey-Fuller dağılımı ve tablosu kullanılır. Bu nedenle kullanılan test Dickey-Fuller testi olarak anılır.

Eğer bir zaman serisinin birincil farkları alınır da bunların serisi durağan çıkarsa başlangıçtaki (rassal yürüyüş) serisi I.dereceden bütünleşiktir deyip bunu I(1) ile gösteririz. Benzer biçimde, durağan bir seriye ulaşmadan önce ilk serinin iki kez farkının alınması ilk seri ikinci dereceden bütünleşik ya da I(2) olur. Genel olarak; bir zaman serisinin d kez farkının alınması gerekiyorsa, o seri d'inci dereceden bütünleşik ya da I(d) dir. Öyleyse, ne zaman 1. ya da daha yukarı dereceden bütünleşik bir zaman serimiz varsa, durağan olmayan bir zaman serimiz var demektir. Geleneksel olarak, d= 0 İse I(0) süreci durağan bir zaman serisini gösterir. Durağan süreç ve I(0) 'ı aynı anlamda kullanacağız (Gujarati, 1999; 719). Bu sürecin uygulandığı serilerde hata terimleri et ortalaması 0 varyansı değişmeyen ve ardışık bağımlılığı olmayan beyaz gürültü hata terimidir.

Dickey ve Fuller, Said ve Dickey (1984) , Philips (1987), Philips ve Peron (1988) et beyaz gürültü olmayan seriler için Dickey ve Fuller testini yeniden düzenlemişlerdir. Bu test genişletilmiş Dickey ve Fuller (augmented Dickey Fuller testi) olarak anılır ve şu denklemce $y_t = \gamma + \delta t + \alpha Y_{t-1} + \sum \theta \Delta y_{t-1} + \epsilon_t$ belirlenir. Burada bir gecikmeli dönem olan y_{t-1} eklenerek hareketli ortalama ve otoregressiv hata sürecine izin verir Koentegrasyon için sınıması şu şekilde yapılmaktadır. Öncelikle iki değişkenli durumu düşünelim, değişkenler x ve y'dir. Öncelikle birim kök testi yaparak hem X hem de Y'nin I(1) olup olmadığı test edilmektedir. Daha sonra y, x üzerine regress edilir ve $\hat{u} = y - \beta X$ 'dir. Sonra \hat{u} üzerine de birim kök testi yapılır Eğer x ve y koentegre ise, $\hat{u} = y - \beta X$ de I(0)'dır. Diğer taraftan, eğer bu değişkenler koentegre değilse, \hat{u} , I(1)'dir. Birim kök testini \hat{u} 'ya uygulandığında boş hipotez birikim kökün olduğunu göstermek üzere, alternatif hipotezi ile birlikte şu şekilde gösterilmektedir; (Maddala, 1988; 584-588).

$H_0 = \epsilon$ de birim kök vardır ve x ve y koentegre değildir.

$H_1 = x$ ve y koentegredir.

Bu konuda en iyi bilinen test, Engle ve Granger (1987) tarafından geliştirilen (ve çoğunlukla da EG testi olarak bilinen) ve $(x_1$ ve y_1 'in her ikisinin de I(1) olduğu) statik .regresyona varan

$$y_1 = \theta x_1 + \epsilon_t$$

x_1 'in bir veya daha yüksek düzeyde dimensional olduğu olduğu testtir. Θ 'nun asimtotik dağılımı standart normal dağılıma sahip değildir fakat Engle ve Granger tarafından ortaya konan modelde θ , EKK yöntemi ile belirlenmekte ve birim kök testi

$$e_t = y_t - \theta x_t$$

üzerine uygulanır (Sorensen,1999). Yani hata terimi e_t üzerine birim kök testi uygulanmaktadır. Eğer hata terimi birim kök içeriyorsa serinin durağan olmadığı ve x değişkeni ve y değişkeni arasında bir koentegrasyon ilişkisinin bulunmadığı sonucuna varılmaktadır. Diğer bir koentegrasyon testi Sims'in VAR modelinden hareketle değişkenlerin gecikmeli değerlerini de içeren Johansen koentegrasyon testidir

Okçu (2008), bu yönetimin temel farklılığını oluşturan VAR sürecinin özelliklerini şu şekilde açıklamaktadır: VAR, n sayıda değişkenin yer aldığı n adet denklemden oluşan bir sistemdir ve bu sistemdeki değişkenlerin her birinin cari ve gecikmeli değerleri sistemde yer almaktadır. VAR modeli birbiriyle bağlantılı oldukları düşünülen değişkenlerin birlikte nasıl hareket ettiğini göstermesi açısından önemlidir. Ayrıca bu modelde tüm içsel değişkenler kendi gecikmeli değerleri ve diğer değişkenlerin gecikmeli değerleri ile açıklanmaktadır. VAR modelinde gecikme sayısının belirlenmesi önem taşımaktadır. Çünkü değişkenler arasındaki nedensellik ilişkilerinin belirlenmesi VAR istikrar koşulunun sağlanmasına ve gecikme sayısının doğru belirlenmesine bağlıdır. Bu testin diğer önemli özellikleri ise şu şekildedir: Sorensen (1999), Johansen tahmin edicinin koentegre vektörlerini daha doğru bir şekilde belirlemede, ikiden fazla değişken için daha sağlam sonuçlar verdiğini belirtmektedir.

Kullanılacak modeli ve modelin uygulanmasında kullanılacak yöntemi yöntem açıkladıktan sonra Türkiye için kamu iç borçların sürdürülebilir olup olmadığı bu çerçevede için test edilecektir. Çalışmada kullanılan kamu harcamaları verileri Hazine Müsteşarlığı'ndan, kamu gelirleri ise Gelirler İdaresinden temin edilmiştir. Kullanılan veriler 1990-2008 dönemini kapsamaktadır. Sınamada kullanılacak bağımlı değişken (τ) kamu gelirleri bağımsız değişken ise kamu harcamaları (g)'dir.

Fakat çalışmada kullanılan veriler ile ilgili olarak bazı kısıtlar mevcuttur. Türkiye'de iç borçlanma, 1980 sonrasında hızlı bir birikim sürecine girmişti fakat bu duruma rağmen çalışma da 1990-2008 dönemine ait seriler kullanılacaktır. Çünkü kullanılacak model monetizasyonu sıfır kabul etmektedir. Dolayısıyla kamu açıklarının önemli bir kısmının parasal finansmanın söz konusu olduğu 1980-1990 yıllarının analiz dışı bırakılmasının daha tutarlı olacağı düşünülmüştür.

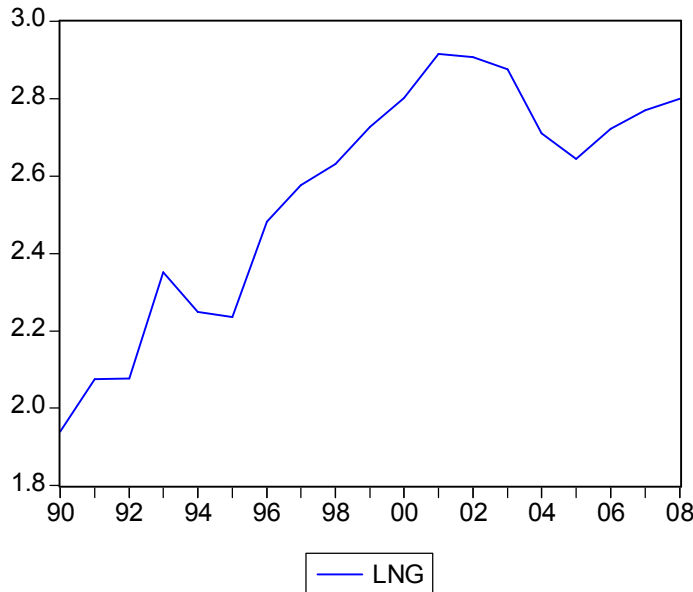
Diğer bir kısıtsa kamu gelir ve kamu harcaması serilerinin birlikte hareket edip etmediğine dayalı bir uygulama yöntemi kullanılacağından yıllık verilerin tercih edilmesidir. Çünkü yasal prosedürler gereği Bütçe kanununun onaylanmasının hemen ardından harcama yapılmakta, diğer yandan kamu gelirleri için düzenli bir periyot söz konusu olamamaktadır. Bu yüzden aylık veriler doğru ilişki yansıtmayacaktır. Veriler yıllık olarak ele alındığında ise incelenen zaman periyodu kısalmaktadır.

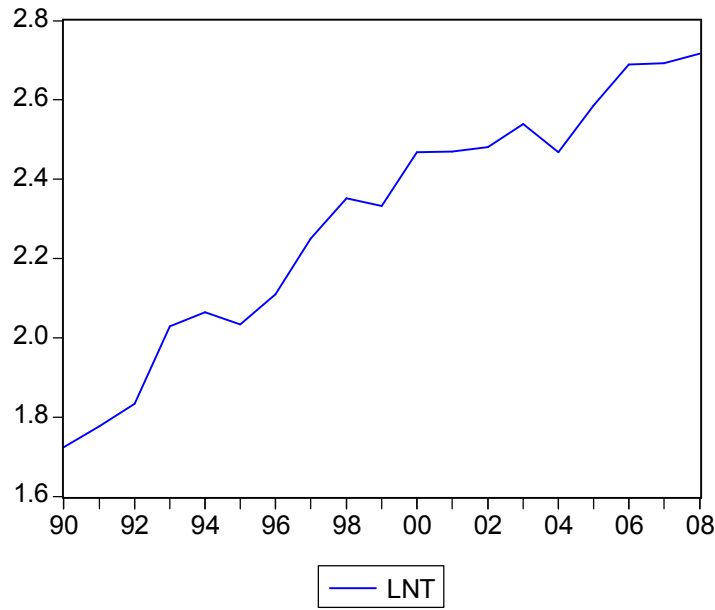
Öncelikle kullanılacak zaman serilerinin durağanlıkları sınanacaktır. Daha sonra ise koentegrasyon sınavında kullanılan Johansen Eşbütünleşme testinin gereği olarak VAR modeliyle gecikme sayısı elde edilerek serilerin koentegre olup olmadığı sınanacaktır.

4.4.Uygulama

Zaman serilerinin temel amacı; zamana bağlı olarak değişen verilerin geçmişteki değerleri kullanılarak gelecekte alabileceği değerler için bir projeksiyon ortaya koyabilmektir. Fakat seriler mevsimsel etki veya trend içerebilmektedir. Çalışmada yıllık veriler kullanıldığından mevsimsel etki söz konusu değildir. Kamu harcaması ve kamu gelirleri serilerinin birim kök testleri yapılmadan önce enflasyondan arındırmak amacıyla da tüketici fiyatları endeksine bölünmüş daha sonra ise logaritması alınmıştır.

Kamu harcaması ve kamu gelirleri serisinin bir tend içerip içermediğini görmek için ise öncelikle her iki seriye ait grafikler ele alınacaktır.



Grafik11. Kamu Harcaması Serisi**Grafik12. Kamu Gelirleri Serisi**

Grafikler den de izlendiği gibi hem kamu gelirleri serisi hem kamu harcaması serileri yukarı doğru trend içermektedir. Kamu harcamaları serisinde kriz yılları dikkat çekmektedir. Fakat grafik ile elde edilen sonuç serilerin yapısı hakkında yeterli görülemeyeceğinden Augmented Dickey Fuller (ADF) birim kök testine başvurulacaktır. Boş hipotezimiz zaman serilerinin birim kök içerdiği, karşıt hipotez ise içermediğini söylemektedir.

Tablo 30. ADF Birim Kök Testi Sonuçları

Değişkenler	Augmented Dickey Fuller Birim Kök Testi Sonuçları			
	Trend ve Sabit İçeren	Olasılık	Sabit İçeren Birim	Olasılık
	Birim Kök T.Sonuçları	Değerleri	Kök Testi Sonuçları	Değerleri
τ (kamu gelirleri)				
t istatistiği	-2,278084	0,4235	-1,402733	0,5576
%1 anlamlılık düzeyinde	-4,571559		-3,857386	
%5 anlamlılık düzeyinde	-3,690814		-3,040391	
%10 anlamlılık düzeyinde	-3,286909		-2,660551	
g (kamu harcamaları)				
t istatistiği	-1,423456	0,8174	-2,083867	0,2525
%1 anlamlılık düzeyinde	-4,571569		-3,857386	
%5 anlamlılık düzeyinde	-3,690814		-3,040391	
%10 anlamlılık düzeyinde	-3,286909		-2,660551	

Tablo 31'de de görüldüğü üzere ADF birim kök testi %1, %5 ve %10 anlamlılık düzeylerinde t istatistik değeri kritik değerlerin altında kalmaktadır. Dolayısı ile her iki değişkenin zaman serileri de birim kök içermektedir. Yani seriler durağan değildir ve I

(1) olarak nitelendirilmektedir. Seriler üzerinde analiz yapılabilmesi için ise serilerin durağanlaştırılarak trendlerden arındırılması gerekmektedir. Bu yüzden serilerin birinci farkları alınmıştır.

Tablo 31. Birinci Farkları Alınmış Değişkenler İçin Yapılan ADF Birim Kök Testi Sonuçları

Değişkenler	Trend ve Sabit İçermeyen Birim	
	Kök Testi Sonuçları	Olasılık
τ (vergi gelirleri)		
t istatistiği	-2,989.469	0,0083
%1 anlamlılık düzeyinde	-1,962.613	
%5 anlamlılık düzeyinde	-1,562.813	
%10 anlamlılık düzeyinde	-1,606.123	
g (kamu harcamaları)		
t istatistiği	-3,609.375	0,012
%1 anlamlılık düzeyinde	-2,708.094	
%5 anlamlılık düzeyinde	-1,962.813	
%10 anlamlılık düzeyinde	-1,606.129	

Tablodan görüldüğü gibi kamu gelirleri ve kamu harcamaları serisi, hem sabit içeren hem de trend ve sabit içeren değerleri için birinci farkının alınması durumunda durağanlaşmaktadır. Serilerin birim kök içerip içermediği Philips-Peron testi ile de sınanarak kesinlik kazandırılacaktır.

Tablo32. Philips Peron Birim Kök Testi

Değişkenler	Phillips Peron Birim Kök Testi Sonuçları			
	Trend ve Sabit İçeren	Olasılık	Sabit İçeren Birim	Olasılık
	Birim Kök T.Sonuçları	Değerleri	Kök Testi Sonuçları	Değerleri
τ (kamu gelirleri)				
t istatistiği	-1,939482	0,5131	-2,978493	0,0562
%1 anlamlılık düzeyinde	-4,571559		-3,857386	
%5 anlamlılık düzeyinde	-3,690814		-3,040391	
%10 anlamlılık düzeyinde	-3,286909		-2,660551	
g (kamu harcamaları)				
t istatistiği	-1,371303	0,8339	-2,175046	0,2209
%1 anlamlılık düzeyinde	-4,571559		-3,857386	
%5 anlamlılık düzeyinde	-3,690814		-3,040391	
%10 anlamlılık düzeyinde	-3,286909		-2,660551	

Phillips Peron Birim kök testi sonuçlarına göre her iki seri de hem trend ve sabit içeren değerleri için hem de sabit içeren değerleri için %1, %5 ve %10 anlamlılık düzeylerinde birim kök içermektedir. Tablodan izlendiği t istatistik değeri kritik değerlerin altında kalmaktadır.

Tablo33. Birinci Farkları Alınmış Seriler İçin Philips Peron Testi

Değişkenler	Trend ve Sabit İçermeyen Birim Kök	
	Testi Sonuçları	Olasılık
τ (kamu gelirleri)		
t istatistiği	-2,964.842	0,0056
%1 anlamlılık düzeyinde	-2,708.094	
%5 anlamlılık düzeyinde	-1,962.813	
%10 anlamlılık düzeyinde	-1,606.129	
g (kamu harcamaları)		
t istatistiği	-3,608.643	0,0012
%1 anlamlılık düzeyinde	-2.708.094	
%5 anlamlılık düzeyinde	-1,962.813	
%10 anlamlılık düzeyinde	-1,606.129	

Tablodan izlendiği gibi kamu gelirleri ve kamu harcamaları serisi %1,%5 ve %10 anlamlılık düzeylerinde birinci farkları alındığında durağanlaşmıştır. Dolayısıyla Philips-Peron Testi sonuçlarına göre de kamu harcamaları ve kamu gelirlerine ait zaman serileri %1, %5 ve %10 anlamlılık düzeylerinde I(1) yani birinci derece fark durağandır. Her iki seri de aynı derecede fark durağan olduğu için seriler arasında koenteegrasyon sınaması yapılabilecektir. Seriler arası koenteegrasyon ilişkisi sınanırken Johansen Koenteegrasyon testi kullanılacaktır. Johansen Koenteegrasyon Testinde ise H_0 hipotezi koenteegrasyon ilişkisinin belirli sayıda veya daha az eş bütünleşme olmadığını göstermektedir. Yani

$H_0 : r=0$ (koenteegrasyon denklemi oluşturulamaz)

$H_1 : r \leq 1$ (en az bir tane koenteegrasyon denklemi vardır)

Sınamada belirtilen r koenteegrasyon vektör sonucunu göstermektedir. Test sırasında Trace ve Max-Eigen İstatistiği %5'lik güven aralığı için kullanılmıştır. Bağımlı değişkenin gecikme sayısı bir olarak belirlenmiştir. Kamu gelirleri ve kamu harcamaları arasında yapılan koenteegrasyon sonuçları ise şu şekildedir:

Tablo34. Johansen Koenteegrasyon Testi Sonuçları

Trace Testi				
H_0	H_1	Test istatistiği	%5 Kritik Değer	Olasılık Değeri
$r=0$	$r \geq 1$	5,067193	1.549.471	0,8016
$r \leq 1$	$r \geq 2$	0,684892	3,841.466	0,4079

Sonuç:
Test istatistiği kritik değerden küçük olduğundan H_0 hipotezi kabul edilir. Yani değişkenler arasında koenteegrasyon ilişkisi yoktur.

Max-Eigen Testi				
H_0	H_1	Test istatistiği	%5KritikDeğer	OlasılıkDeğeri
$r=0$	$r \geq 1$	4,382300	1.426.46	0,8170
$r \leq 1$	$r \geq 2$	0,684892	3,841.45	0,4079

Sonuç:
Test istatistiği kritik değerden küçük olduğundan H_0 hipotezi kabul edilir. Yani değişkenler arasında koentegrasyon ilişkisi yoktur.

4.5. Model Analizine İlişkin Sonuçlar

1990-2008 yılları arasında, kamu gelirleri ve kamu harcamaları arasındaki koentegrasyon ilişkisini olup olmamasına bağlı olarak yapılan iç borçların sürdürülebilirliği analizi sonucunda bağımlı ve bağımsız değişkenler arasında uzun dönemli dengeye giden bir ilişki saptanamamıştır.

Koentegrasyon sınaması yapılmadan önce her iki seri içinde birim kök testi yapılmış, ADF testi, serilerin birim kök içerdiğini göstermiş, birinci farkları alınmış ve her iki seri de birinci derece de fark durağan çıkmıştır. Herhangi bir hatanın ortaya çıkmasını engellemek için seriler de birim kök olup olmadığı Philips Peron Testi ile de sınanmıştır. Yapılan birim kök testi değişkenlerin birinci derece fark durağan yani $I(1)$ olduğunu göstermiştir. Böylece kamu harcamaları ve kamu gelirleri serileri arasında bir koentegrasyon olup olmadığının sınanabileceği görülmüştür. $T_t = \alpha + \beta g_t + u_t$ denkleminin 1990-2008 yıllarına ait kamu gelirleri ve kamu harcamalarına ait zaman serilerinin koentegrasyon olmasına bağlı olarak sınanan sürdürülebilirlik koşulu sağlanamamış, seriler arası ilişki $I(1)$ sonucunu almıştır.

Hatırlanacak olursa iç borçlanmanın reel faizinin büyüme oranından büyük olması iç borç ana para ve faiz geri ödemelerinin yapılmasında bir risk sinyali olarak kabul edilmektedir. Çünkü, ekonomideki hasılanın yavaş büyümesi, toplam üretim ile birlikte toplam gelirinde yavaş büyümesi anlamına gelmektedir. Dolayısıyla faizlerden daha yavaş büyüyen ekonomi, kamu borçlarının ödenmesinde kamu gelirlerinin yetersiz kalabileceğinin bir işareti olarak görülmektedir. Türkiye ekonomisinde incelenen yıllarda reel faizlerin büyüme oranının üzerinde seyretmesi vergi ile birlikte büyük kısmının borç servisinde kullanılması anlamına gelmektedir.

Fakat, modeli uygulamaya koymadan önce belirtilen kısıtlarda göz ardı edilmemeli, bulgular ihtiyatlı değerlendirilmelidir. Modelin varsayımları gereği monetizasyonun sıfır kabul edilmesi, kamu finansmanında iç borçlanmanın kullanılmaya başladığı 1980'li yıllarda sıkça başvurulan bir kaynak olmasından ötürü gerçekçi bir yaklaşım olmayacağından 1980-1990 dönemi analiz dışı bırakılmıştır. Ayrıca, modelde kullanılacak kamu gelirleri ve kamu harcamaları serisinin yıllık bazda ele alınması zorunluluğu zaman serilerinin kısılmasına neden olmuştur.

Öte yandan, analiz esnasında kullanılan kamu gelirleri tanımının vergi gelirlerinden daha geniş kapsamlı olduğuda göz ardı edilmemelidir. Çünkü kamu gelirleri tanımı vergi ve vergi dışı olağan gelirlerle birlikte özelleştirme gelirlerini de kapsamaktadır. Özellikle 2002-2006 yılları arasında kamuya ait malların büyük kısmının satılması ile elde edilen kaynaklar iç borç servisini kolaylaştırmış, borç yükünün azalmasına katkı sağlamıştır. Bu dönemler içerisinde iç borç yükü küçülmekle birlikte iç borç stoku artışı devam etmektedir. Önümüzdeki yıllarda aynı miktar da bir özelleştirme geliri elde edilmesi mümkün görülmemektedir. Dolayısıyla kamunun borçlarını kendi gelirleri ile karşılayamaz olması durumu borçların borçlar çevrilmesi gereksinimini ortaya çıkarmaktadır.

Ülkemiz de son dönemler de iç borç yükü küçülmekle birlikte incelenen ülke örnekleri de göstermiştir ki borç yükü tek başına çok doğru bir gösterge olmamaktadır. Çünkü İtalya, Yunanistan gibi ülkeler de borç yükü ülkemizle kıyaslanmayacak yüksek oranlarda olmasına rağmen, uyguladıkları borçlanma stratejileri ile borçlarını sürdürmeye devam etmektedir.

Birçok gelişmiş ülke örneğinde borçların çevrilmesi ve piyasa risklerinin önüne geçmek için portföy çeşitliliği sağlamışlardır. İç borçlanma senetlerinin çeşitlendirilmesinin temel mantığında ise daha çok yatırımcıyı cezp etmek, kurumsal yatırımcılar yanında bireysel yatırımcıyı da devlete borç vermeye ikne etmek yatmaktadır. Son yıllarda borç yönetimi alanında yapılan çalışmalar, iç borçlanma piyasasının yatırımcı tabanını genişleterek mali derinleşmenin sağlanmasını hedeflese de, kamunun borç finansmanının ağırlıklı olarak bankalardan sağlanması hala çözümlenemmiştir.

SONUÇ VE ÖNERİLER

Kamu sektörü, tanımı ve kompozisyonu ülkeden ülkeye değişmekle birlikte konsolide bütçe, parafiskal kurumlar, kamu iktisadi kuruluşları, yerel yönetimler ve fonlardan oluşmakta; birçok kurum ve kuruluşu bünyesinde barındırmakla beraber, ekonomik faaliyetleri kamu idareleri ve kamu iktisadi kuruluşları aracılığı ile yürütmektedir. Kamu sektörü ekonomik faaliyetler bütünü içinde yer alırken diğer ekonomik ajanlar gibi gelir elde etmek ve harcama yapmak zorundadır. Kamu sektörünün olağan ve düzenli gelirler kaynağı vergi gelirleridir. Vergi gelirleri dışında vergi dışı normal gelirler (resim, harç, şerefiye vb.), özel gelirler, fonlar da önemli gelir birer gelir kaynağıdır. Kamu gelirlerinin, kamu harcamalarını karşılayamaması durumunda ise kamu açıkları ortaya çıkmaktadır.

II. Dünya Savaşı sonrası dönemlerde, kamu açıklarının birçok ülke de ivme kazandığı görülmektedir. Çünkü Büyük Buhran'ı takip eden yıllar da kamu sektörünün ekonomideki yerinin yeniden tanımlanması gerektiği yönündeki argümanlar ile birlikte kamu harcamaları da artmıştır. Bu durum, devletin ekonomiye müdahale etmemesi gerektiğini düşünen liberal düşünceden, kamunun ekonomiye harcamalar yoluyla müdahalesini savunan Keynesyen görüşe bir geçiş evresi yaşanmasına neden olmuştur. II. Dünya Savaşı ile birlikte savunma harcamaları ve birçok ülkenin yeniden iskan projeleri vb. kamu harcamalarının artışını hızlandırırken, kamu gelirleri yetersiz kalmış dolayısıyla kamu açıkları da büyümeye başlamıştır.

Yüksek kamu açıkları kamu kesiminin finansmanı sorununu da beraberinde getirmiş, devletler olağan gelir kaynakları yanında olağan dışı gelir kaynaklarını daha sık kullanmışlardır. Kamu sektörü açıklarını finanse etmek amacıyla kullanılan bu kaynaklar merkez bankasının para basma yetkisinde dolayı elde ettiği senyoraaj geliri ve kamu borçlanmasıdır. Kamu finansmanı amacıyla olağan gelirler yanında bu yollarından herhangi biri veya bileşimi tercih edilebilmektedir. Fakat kamu otoritesi kullanılacak kaynaklar arasında tercih yaparken bu kaynakların ekonomi üzerinde yaratacağı farklı etkileri de dikkatle incelemek durumundadır. Merkez Bankası kaynaklarının fiyatlar genel düzeyi üzerinde, kamu borçlanmasının da fiyatlar, faiz, gelir dağılımı ve toplam tüketim üzerinde dolaylı veya dolaysız birçok etkisi söz konusu olabilmektedir. Bu bakımdan, kamu finansmanı için kullanılacak kaynaklar ve bu kaynakların doğru tahsis edilmesi kamu otoritesinin birincil önceliğidir ve

kompozisyonun doğru tanımlanması dikkatle incelenmesi gereken bir konudur. Bu bakımdan ancak doğru yapılan bir tanımlama ile kamu sektörünün ulaştığı gerçek büyüklük ortaya konabilecek, kamu açıklarının eriştiği düzey izlenebilecek ve kullanılacak finansman kaynaklarının parasal değeri yanında ekonomi üzerinde yaratacağı etkiler belirlenebilecektir.

Kamu açıklarının finansmanı amacıyla devletin giriştiği borçlanma işleminde iç borçlanma, dış borçlanma ayrımı da göz ardı edilmemelidir. Çünkü iç borçlanma, ülke içi kaynak transferi olarak tanımlanırken, dış borçlanma ülke dışından kaynak elde edilmesi olarak görülmektedir. Bu duruma rağmen günümüzde mali piyasaların işlem hacminin artarak derinlik kazanması, kısa vadeli sermayenin ülkeden ülkeye hızla el değiştirmesi anlamına gelen sıcak para akımlarının bu tanımlamaları belirsizleştirdiğini söylemekte yanlış olmayacaktır. Daha önceki yıllarda iç borçlanma ülke vatandaşlarından milli para cinsinden yapılan borçlanmalarını ifade ederken günümüzde daha genel bir tanımlamaya başvurulmaktadır. Buna göre borç kaynağı tanımlanırken borçlanma senetlerinin ihraç edildiği yer ve borç kontratını düzenleyen yasalar önem kazanmaktadır.

Bu tanımlamalardan hareketle iç borçlanmaların genel özelliklerini incelediğimizde; hem borç alan konumunda olan devlet hem de borç veren konumunda olan yatırımcıya sağladığı avantaj ve dezavantajlar yanında toplumun geneli üzerinde de birtakım etkileri olduğunu görmekteyiz. Devlet açısından iç borçlanmanın en olumlu avantajı; vade, ödeme koşulları ve zamanının belirleyicisi konumunda olmasıdır. Yatırımcı için en önemli avantajı ise (olağandışı koşullar hariç) hem kredibilitesi yüksek bir borç işlemi gerçekleştirmek hem de zaman ve maliyet kayıplarına uğramamak olmaktadır. İç borçlanmaların dezavantajlarını ise daha çok mali piyasaları derinlik kazanmamış ülkeler yaşamaktadır. Çünkü kamu açıkları, mali piyasaları derinleşmemiş olan ülkelerde bankalar tarafından kamuya kaynak aktarılması ile finanse edilmektedir. Dolayısıyla bankaların kredi imkanları daralmakta, kredi faizleri yükselmekte, özel sektörün ihtiyaç duyduğu kaynaklar kamuya aktarılmaktadır. Dolayısıyla yatırımı için kaynak arayışı içerisinde olan yatırımcının borçlanma maliyetlerini olumsuz etkilemekte, ülke içi kaynaklardan faydalanamayan özel sektör dış kaynaklara veya reel üretim alanından mali piyasalara yöneltmekte, daha düşük maliyet ile daha çok kar elde etme çabası içerisine sokabilmektedir.

Aynı şekilde iç borçlanma genel tüketim düzeyi yoluyla toplumun üzerinde de fiyatlar genel düzeyi kanalıyla olumsuz etkisi olabilmektedir. Bu etkinin temelinde iç

borçlanmaların ekonomideki toplam talep düzeyini değiştirebilmesi yatmaktadır. İç borçlanma verginin bir alternatifi olarak görüldüğünden bireylerin tasarruf-tüketim kararlarını etkileyebilmektedir. Eğer açıklar bono ihracı ile finanse edilmeye çalışılırsa ve bonoları tutanlar bunların geleceğin vergisi olduğunu düşünmezse harcamalarını arttırma kararı alabilmektedirler. Artan harcamalar toplam talep kanalıyla fiyatlar genel düzeyinin yükselmesine neden olabilmektedir. Burada ki temel belirleyici ise borçlanmanın kişi veya kurumlardan yapılıp yapılmadığıdır. İç borçlanmanın toplumun geneli üzerindeki etkilerinden bir diğeri de gelir dağılımı yoluyla ortaya çıkmaktadır. İç borçların anapara ve faiz ödemeleri, vergi gelirleri ile temin edilmeye çalışıldığından vergi mükelleflerinden borç verenlere doğru gelir transferi anlamına gelebilmekte ve gelir dağılımını da etkileyebilmektedir.

Ekonomi üzerinde çok yönlü etkisi olan bir kamu finansmanı kaynağı olarak iç borçlanmanın kendine özgü nitelikleri dikkatle izlenmesini dolayısıyla belirli bir yönetim anlayışının tesis edilmesini de gerektirmektedir. Bu kapsamda iç borçların yönetimi borçlanma sürecinin gereği olan resmi prosedürlerin yerine getirilmesini sağlayacak kurumsal ve hukuki bir alt yapının oluşturulması ile birlikte iç borçlanmanın geri ödenmesi sürecini yani iç borç servisini de ele almak durumundadır. Bu genel tanımlamayla birlikte kimi ülkelerde borç yönetimi mali piyasalarının derinliğine ve ekonomisinin gelişmişlik düzeyine göre para ve maliye politikasından bağımsız bir politika olarak da kullanılabilir. İç borç yönetimi bu hedeflerine ulaşabilmek için borç stokunun miktar ve bileşimini değiştirme yoluna gitmektedir. Borçların miktarı ihraç edilen borçlanma senetlerinin ulaştığı büyüklük ve kamu sektörünün yükümlülüklerinin eriştiği düzeyi gösterirken, borçların bileşimi kamu sektöründe ihraç edilen iç borçlanma senetlerinin vade, faiz, ödeme, sürüm, alacaklılar, tedavül olanakları gibi özelliklerini göstermektedir.

Kapsamı ne olursa olsun, iç borçlanmanın yönetimi amacıyla sürdürülen faaliyetlerin temel hedefi ulusal borçları mümkün olan en düşük maliyet gerçekleştirirken kabul edilebilir bir risk düzeyi yakalamaktır. Kabul edilebilir risk düzeyi kavramını açmak gerekirse; mali piyasalarda ortaya çıkacak herhangi bir krizin bütçede tahmin edilen borçlanma maliyetleri üzerinde sınırlı bir etki yaratmasını sağlayarak tahmin edilen ve gerçekleşen bütçe rakamları arasındaki farkı minimize etmektir. Bunun yanında ülke uygulamaları göstermiştir ki iç borçların yönetimi kavramının kamu sektörünün çeşitli makroekonomik hedeflere ulaşmak için borcun miktar ve bileşiminde değişiklikler yapması olarak genişletmek de yanlış olmayacaktır..

Borç yönetimi borç stokunun miktar ve bileşimi üzerinde değişikliği iç borçlanma araçları yoluyla yapmaktadır. Bu amaçla kullanılan iç borçlanma araçları da kısa vadeli hazine bonoları ve uzun vadeli devlet tahvilleri kullanılabilir. Her iki araç gerek yatırımcı tabanını genişletmek gerekse bütçedeki gelir gider dengesizliklerini gidermek amacıyla farklı vade ve ödeme koşullarına göre çeşitlendirilmişlerdir. İncelenen ülke örneklerinden bazıları (ABD, İtalya vd.) 4, 12 haftalık periyotlara sahip Hazine Bonoları piyasaya sürerken, devlet tahvillerinin vadesini otuz yıl gibi uzun sürelerle de yayabilmektedir. Ayrıca piyasaya sürülen borçlanma araçları kuponlu ve kuponsuz veya endeksli olarak da sınıflandırılabilir. Kuponlu araçlar yatırımcısına düzenli faiz geliri sağlarken kuponsuz borçlanma araçlarında anapara ve faiz birlikte ödenmektedir. Endeksli borçlanma aracı olarak genelde enflasyona endeksli borçlanma senetleri kullanılarak yatırımcıyı enflasyonun parasal değer üzerinde yaratacağı aşınmaya karşı korumak ve borçlanma senetlerini daha cazip hale getirmek istenmektedir.

Birçok ülke örneği ölçüt senet veya portföy yöntemini kullanmakta farklı ekonomik senaryolar altında borç ve maliyet minimize edilecek ideal bir borçlanma miktarı ve senet bileşimi kompozisyonu türeterek ellerindeki araçların miktar ve bileşimini bu ideal olarak nitelenen portföy yapısına benzetmeye çalışmaktadır. İç borçlanma araçlarının bu şekilde çeşitlendirilmesiyle yapılan uygulamalar iç borç stoku GSYİH'nın üzerinde seyreden İtalya ve Yunanistan gibi ülkelerde olumlu sonuçlar vermiş ve borçların çevrilmesi riskinin minimize edilmesinde aktif bir şekilde kullanılmıştır. İç borçlanma senetlerinin ihracında ise ihale yöntemi, TAP yöntemi, doğrudan satış yöntemi, halka arz yöntemi kullanılmaktadır. Fakat incelenen ülke örnekleri, ihale yönteminin en sık başvurulan yöntem olduğunu göstermektedir.

İç borç yönetiminin maliyet ve risk minimize etme amacına bağlı olarak başarmaya çalıştığı diğer hedefleri ise bono piyasalarının sağlıklı gelişimine destek verilmesi, kamunun borçlanmasının sürekliliğinin sağlanması, para politikası programı ile borçlanma programının koordinasyonunun sağlanması, dengeli bir vade yapısının oluşturulması, hane halklarının tasarrufa teşvik edilmesi olarak sıralanabilir.

İç borç yönetiminin temel amaçlarına ulaşabilmesi ve başarılı olarak nitelendirilebilmesi için sağlam bir kurumsal ve hukuki alt yapısının oluşturulması atılması gereken en önemli adımdır. Çünkü ancak bu yolla borç yönetiminin yetkilerinin belirlenmesi, kurum içi ve ekonomi yönetiminden sorumlu diğer kurumlar

arası koordinasyonun sağlanması, borç yönetimi hedeflerinin para ve maliye politikası ile çatışmaması ve ekonomik istikrarın sağlanabilmesi mümkün olacaktır. Birçok ülke örneği yaptığı yasal düzenlemelerle kurumlar arası yetki paylaşımına netlik kazandırmıştır. Buna göre; borç yönetimini bağımsız birimlerce veya Hazine'ye bağlı olarak yürütmektedir. Diğer yandan etkin bir risk yönetiminin oluşturulması ve mali piyasaların derinlik kazandırılması, borç yönetiminin yatırımcı karşısında kredibilitenin artması da kurumsal ve hukuki altyapının sağlamlığına bağlı olarak elde edilebilecek diğer unsurlar olarak göze çarpmaktadır. Örneğin, Amerika Birleşik Devletleri'nde Hazine'ye bağlı bir birim olan borç yönetim ofisince sürdürülen faaliyetler, birbiri ile uyumlu çalışan birçok alt birim tarafından yürütülmektedir. İç içe geçmiş bu birimlerin görev tanımları açıkça ortaya konmuştur. Borç yönetiminde şeffaflık yalnızca borç raporları ile değil oluşturulan özel komitelerce de desteklenmeye çalışılmıştır.

İç borç yönetimi ekonominin içinde bulunduğu duruma göre olağandışı olarak görülen uygulamalara da başvurabilmektedir. Bunlar konsolidasyon yani borçların vadesinin uzatılması ve borçların konversiyonu yani borçlanma aktinde değişikliklere gidilmesidir. Her iki yöntemde borçların çevrilmesi riskine karşı kullanılmakla birlikte devletin borçlarını ödeme konusunda aceze düştüğünün bir göstergesi olarak görülmekte ve kredibilite problemlerinin doğmasına neden olabilmektedir.

Olağanüstü borç yönetimi yöntemlerine tanımsal olarak benzemekle birlikte bu kapsamda değerlendirilmesi doğru olamayan ve son dönemlerde birçok ülke tarafından da aktif olarak kullanılan bir diğer yöntem ise geri alım anlaşmalarıdır. Karşılıklı konsensüse dayanan ve çoğunlukla bütçenin fazla verdiği dönemler de kullanılan bu yöntemde; Hazine vadesi kısalan borçlanma senetlerini geri alarak arkadan gelen borç ödemelerini iptal edilmektedir. Böylelikle maliyetler minimize edilmeye çalışılmaktadır.

Ülkemizdeki borç yönetim uygulamaları incelendiğinde; borç yönetiminin gelişmiş ülke örneklerine kıyasla profesyonel bir nitelik kazanmasının kısa bir geçmişe sahip olduğu görülmektedir. Bunun temel nedeni 1980'li yıllara kadar iç borçlanmanın ender başvurulan bir kamu finansman aracı olmasıdır. Özellikle Cumhuriyetin kurulduğu ilk yıllarda Osmanlı Devleti'nden kalan borçlar bütçe üzerinde büyük yük teşkil ettiğinden yönetim kadroları borçlanmadan uzun yıllar kaçınmıştır. Fakat daha sonraki dönemler de özel sermayenin yetersiz olması devlet eliyle sanayileşmeyi zorunlu kılmış ve zamanla kamu harcamalarında yaşanan bu artış kamu gelirlerinin yetersiz kalmasına neden olmuştur. 1940'ların son yıllarına rastlayan bu dönemler

içerisinde büyüme ithal ikameciliği ve korumacılığa dayandırılmış, dış borçlanma ve dış yardımlar daha sık başvuru kaynakları olmuştur. Aynı yıllarda nadir olmakla birlikte sanayileşme için gerekli olan alt yapının oluşturulması için iç borçlanma da bir finansman aracı olarak kullanılmıştır. Fakat uygulanan büyüme modelleri uzun vadede istenen sonuçları vermemiştir. Bu süreç 1960 sonrası ekonominin kalkınma planları doğrultusunda şekillendirildiği dönemlerde de devam etmiştir. Beş yıllık dönemler için hazırlanan kalkınma planlarından ilki başarıyla uygulanmış (1963-1967), diğer kalkınma planları istenen hedefe ulaşmamıştır. Sanayileşmenin devlet eliyle gerçekleşmesinin en önemli aracı olan KİT'ler zamanla kamu açıklarının ortaya çıkmasının ana nedeni haline gelmiştir.

1980 yılından itibaren dünya genelinde yaşanan değişimlere paralel olarak ülkemizde de devletçi politikalar yerini arz yanlı iktisat anlayışına bırakmıştır. Türkiye uygulaması incelendiğinde de dış ticarete getirilen sınırlamaların kaldırılması, sermaye sahibi üzerindeki vergi yükünün azaltılması gibi uygulamalara gidildiği görülmektedir. Bu dönemde kamu gelirlerinde yaşanan azalmayla birlikte kamu kesiminin finansman ihtiyaçları artış göstermiş ve iç borçlanma daha sık başvuru bir kaynak haline gelmiştir. Türkiye 1990'lı yıllara artan reel faizler ile girmiş, artan reel faizlerle birlikte özel kesim üretim ve istihdam sağlayacak yatırımlardan uzaklaşmıştır. Reel faizleri düşürmek amacıyla uygulanan yanlış politikalar 1994 krizine yol açmış, düşen reel faizlerden kaçan yatırımcının parasını dövize yatırması ekonomik dengeleri alt üst etmiştir. 5 Nisan Kararları ile bir takım düzenlemelere gidilmekle birlikte köklü değişikliklerin yapılmaması ekonomi deki çarpıklığı 2000'li yıllara taşımıştır.

Bu dönem de yükselen kamu iç borçlanması bankalar tarafından finanse edilmeye devam etmiştir. Bankacılık sisteminin denetlenememesi açık pozisyonlarının artmasına ve bankaların dış kaynaklardan aldıkları kaynakları yüksek reel faizlerle devlete borç vermelerine neden olmuştur. Bu kontrolsüz yapı 2000 ve 2001 yılında likidite krizlerine yol açmış, hem reel faizler ekonomi tarihindeki en yüksek değerini almış hem de ekonominin küçülmesiyle vergi gelirlerinin düşmesi kamu gelirlerinin azalması kamu açıklarını dolayısıyla borçlanma gereksinimini arttırmıştır. Yaşanan krizlerin olumsuz etkilerinin azaltmak için yapılan kamu harcamaları kamu açıklarına ek yükler getirmiştir. 2000 ve 2001 krizleri sonrası revize edilen bankacılık sistemi kamu harcamalarını arttıran en önemli unsur olmuştur. Bu dönemde bankaların büyük kısmı TMSF'ye devredilmiştir. Kriz öncesi faaliyet gösteren banka sayısı 80 iken bu sayı kriz sonrasında 53'e inmiştir. Bankacılık sisteminin düzenlenmesi için harcanan kamu

kaynakları iç borç stokuna ivme kazandırmıştır. Bankaların yeniden yapılandırılması amacıyla 2001 yılında 21,6 milyar dolar, 2002 yılında 16,9 milyar dolar, 2003 yılında yaklaşık 29 milyar dolar harcanmıştır. Bu dönem içerisinde yaşanan ekonomik sorunları gidermek için 2001 yılında Güçlü Ekonomiye Geçiş Programı uygulamaya konulmuştur. Programın temel moitvasyonu mali disiplindir. 2002 yılında uygulanmaya başlayan Acil Eylem Planı da Güçlü Ekonomiye Geçiş Programı ile benzer önceliklere sahip olup mali disiplin ve faiz dışı fazla temelinde hareket etmektedir. Her iki program da mali disipline öncelik verilmesinde IMF etkisi söz konusudur. Uygulanan bu programlar borç yükü, reel faiz, enflasyon, ekonomik büyüme gibi temel makro değişkenleri olumlu yönde etkilese de hedeflerine ulaşamamışlardır. Özellikle programın uygulanmaya başlandığı dönemle birlikte faiz dışı fazla hedefleri revize edilerek düzeltilmiştir.

Günümüz itibariyle iç borçlanma fiili boyutlarıyla ele alındığında; iç borç stokunun artış seyrininin sürmesi yanında küresel mali kriz ile birlikte bu artış sürecinin ivme kazanması yönündedir. Çünkü 2009 bütçesinin bir yıl için öngörülen açık değerine ilk çeyrekte ulaşılmış olması, küresel marli krizin hem harcamaları arttırması hem de gelirleri düşürmesi ile hedeflerden uzaklaşıldığı görülmektedir. Bütçe açığında yaşanan bu artış iç borç stokuna da yansımış 2009 Ocak ayında 271 milyar TL'den 2009 Temmuz ayında 306 milyat TL'ye ulaşmıştır

. İç borçlanmasında esas sorunun, borcun büyüklüğünden ziyade ortalama vadesinin kısalığı ve maliyeti olduğu görülmektedir (Aydın, 2002). İç borçlanmanın vadesi kısaldıkça akım bir değişkene dönüşmekte dolayısıyla borç servisi için kaynak bulmak daha zor hale gelmektedir. İç borçların ortalama vadesi 2002 yılında 9,4 ay iken 2009 yılında 32 aya kadar uzamıştır. İç borçlanmaların reel faizleri incelendiğinde son dönemlerde düşüş trendi yakalandığı görülmektedir. Merkez Bankası'nın yaşanan ekonomik krize tedbir olarak faiz indiriminde bulunması da bu duruma katkı sağlamıştır. 2009 yılı üçüncü çeyreği itibari ile bu değer reel faizler de 9,75 olmuştur. Reel faizlerde yaşanan bu durum iç borçlanma maliyetleri için olumlu bir gelişmedir. Fakat ekonominin toparlanmaya başlamasıyla artan fiyatların Merkez Bankasını faiz artırımına yöneltmesi durumunda bu olumlu seyrin değişebileceği olasılığı da göz ardı edilmemelidir.

İhraç edilen senetlerin yapısı incelendiğinde en çok iskontolu senetlerin tercih edildiği görülmektedir. Daha sonra sırasıyla sabit kuponlu senetler, değişken faizli senetler, enflasyona endeksli senetler ve döviz cinsi senetler gelmektedir. İç borç

senetlerini alıcı profiline bakıldığında bankaların %85 düzeyinde en fazla iç borçlanma senedi talep eden kesim olduğunu, tasarruf sahiplerinin ise %0'a yakın çok düşük düzeyde kaldığını söyleyebiliriz.

İç borç yönetimi Türkiye bağlamında ele alındığında borç yönetimi için yasal bir çerçevenin oluşturularak kurumsal yapısının düzenlenmesi çalışmalarında kısa bir geçmişe sahip olduğu görülmektedir. Buna rağmen borçlanma yetkisinin düzenlenmesi Cumhuriyetin kurulduğu yıllara kadar uzanmaktadır. Borçlanma yetkisinin yasal gelişim süreci incelendiğinde devletin borçlanmasının 1924 ve 1961 Anayasası'na göre bir kanuna dayanmak zorunda olduğu görülmektedir. 1982 Anayasası ise borçlanmanın kanun konusu olacağını olağan görerek bu konuda herhangi bir hüküm koyma ihtiyacı duymamış, Anayasal olarak borçlanma konusunda yasama organı birincil yetkili kılınmıştır. Dolayısıyla yasama kanun veya kanunlarla hükümete ve bakanlığa borçlanma yetkisi vermektedir. Yapılacak borçlanma bütçe görüşmelerinde ele alınarak iç borçlanma senetlerinin özellikleri de yasama organınca belirlenmekte, borç senetlerinin vergi istisnası, erken itfası, devlet ihalelerinde teminat olarak kullanılabilmesi vb. özellikler de borçlanma yetkisi veren kanunlarda belirtilmektedir. Fakat 1984 sonrasında başlayarak iç borçlanmanın kamu maliyesinde alternatif bir finansman kaynağı haline gelmesi Cumhuriyet Anayasaları'nın meclise verdiği Bütçe Yetkisi'nin yasal zorunluluğa rağmen yürütmeye devrine ve sorumsuz bir kamu harcamasına yol açmıştır. Bugünde kamu ekonomisi içinde konsolide bütçenin harcama yetkisi yasama organına aittir. Buna karşılık bütün kamu ekonomisinin finansmanından Hazine sorumlu kılınmıştır. Kamu finansmanının Hazine tarafından yürütülmesi ise bütçeye harcama yükü olarak yansımıştır. Bunun anlamı yasama organının yetki vermediği bir harcama yükümlülüğünün yürütme tarafından Anayasa'ya aykırı bir şekilde kullanılması ve borç harcamalarının bütçeye kayıt edilmesidir. 1985 yılından itibaren kamu açığı kadar borçlanılmasına izin veren kanun değiştirilmiş ve kamu açığının iki katına kadar borçlanma yetkisi getirilmiştir. Borçlanmanın para ve sermaye piyasasından yapılmasına izin verilmiştir. Ayrıca Maliye Bakanlığı ve Hazine ayrılmış ve kamu borç idaresi Hazine'ye devredilmiştir. 2002 yılına kadar borç yönetiminde ilişkin işlemler değişik kanunlara konulan hükümlerle yürütmeye çalışılmıştır. Borç yönetimi ve borçlanma işlemlerinden sorumlu kurum görünürde Hazine Müsteşarlığı olarak görülmekle birlikte yapılan kanuni düzenlemelerle borçlanma yetkisi farklı otoritelere bırakılmıştır.

Avrupa Birliği ülkelerindeki kurumsal düzenlemeler de göz önünde bulundurularak atılan en önemli adım 28 Mart 2002 tarihinde çıkarılan 4749 Sayılı Kamu Finansmanı ve Borç Yönetimini Düzenlenmesi Hakkında Kanun olmuştur. Ardından hazırlanan Borç ve Risk Yönetiminin Koordinasyonu ve Yürütülmesine İlişkin Esas ve Usulleri Hakkında Yönetmelik ile birlikte borç yönetimini temel ilkeleri somutlaştırılmıştır. Bu kanunla birlikte borçların yönetimi konusundaki görev ve yetki paylaşımı netliği kavuşmuş, Hazine Müsteşarlığı ve bakanlığın sorumlu olduğu alanlar tanımlanmıştır. Böylece borç yönetiminde çok başlı olan yapı ortadan kaldırılmaya çalışılarak, kurumsal yapı hukuki düzenlemelerle birlikte daha sağlam bir şekil de tesis edilmeye çalışılmıştır. Bunun yanında borçlanma limitleri, Hazine garantisine ait limitler, dış borçlanma ve dış hibelerde üst limitler belirlenmiştir. 2008 yılı itibari ile bu kanun revize edilmiyle birlikte; mahalli idarelerin borçlanmalarının Hazine denetimine tabi olması, üniversitelerin ve ileri teknoloji enstitülerine dış borçlanmaya başvurma hakkının tanınması, genel bütçe kapsamındaki kamu kuruluşlarının elde ettiği mali varlıkların Merkez Bankası veya muhabiri bir bankada toplanması, dış borçlanmalrda türev ürünlerin kullanımı konusunda Hazine den sorumlu bakanın yetkili kılınması, iç ve dış borçlanmadan kaynaklı finansal işlemlerde stratejik ölçütlerin kullanılması, borç geri ödemelerinde bütçede tahmin edilen rakamlara ek olarak %5 kadar ödenek artışı sağlanmasında Maliye Bakanın yetkili kılınması, Konut Edindirme Yardımı ödemelerine karşılık iç borçlanma senedi ihracı yapılması, TMSF'nin (31 Aralık 2007 tarihine kadar olan) Hazine'ye olan iç borçlarına karşılık verilen özel tertip DİBS'ten doğan Hazine alacaklarının bütçe hesaplarıyla ilişkilendirilmeden terkin edilmesi gibi yenilikler getirilmiştir.

2002 yılında kabul edilen 4749 sayılı kanunla birlikte Kamu Finansmanı Genel Müdürlüğü uluslararası uygulamalara paralel olara borç ofisi şeklinde yeniden yapılandırılmıştır. Borç yönetim ofisi temelde üç birimden oluşup bunlar; ön ofis, orta ofis ve arka ofis olarak sıralanmaktadır. İç Borç ve Nakit Yönetimi ile Program Proje Finansmanı birimi ön ofis, Risk Yönetimi orta ofis, Alacak ve Borç İşlemleri birimi ise arka ofis olarak düzenlenmiştir. Kamu Finansmanı Genel Müdürlüğü örgüt yapısı ise şu şekildedir; buna göre genel müdüre bağlı olarak nakit ve iç borç yönetimi, risk yönetimi ve alacak ve borç işlemlerinden sorumlu üç genel müdür yardımcısı mevcuttur. Nakit ve İç borç yönetimi birimi altında nakit yönetimi dairesi, iç finansman yönetimi dairesi, kapatılan fonlar dairesi, iç ödemeler muhasebe birimi, dış ödemeler muhasebe birimi yer almaktadır. Risk yönetimi birimi altında piyasa riski yönetimi dairesi, kredi riski

yönetimi dairesi, İzleme ve Analiz dairesi yer almaktadır. Ayrıca iç ödemeler ve dış ödemeler muhasebe birimlerinde yer alan hesaplar TBMM adına Sayıştay Başkanlığına tarafından düzenli aralıklarla yürütülen denetimlere tabidir. Alacak ve borç işlemleri birimi altında dış borç ödemeleri dairesi iç borç işlemleri ve istatistik dairesi, alacak içi ve hazine garantileri dairesi, devlet borçları muhasebe birimi görev yapmaktadır. Kamu Finansmanı Müdürlüğü yaptığı çalışmalar ve kullandığı borçlanma araçları ile birçok gelişmiş ülke örneği ile paralel olarak uygulamaya yaptığı görülmektedir. Dünyanın birçok ülkesinde kullanılmaya başlayan ihale teknikleri ile borçlanma araçları ülkemizde de kullanılmaktadır .

İç borç yönetimini iyileştirme çabaları kapsamında ele alınacak uygulamalar ise genel hatları ile piyasa yapıcılığı sisteminin uygulanması, yeni borçlanma araç ve tekniklerinin kullanılması, hazine alacaklarının tahsilatında etkinliğin artırılması, risk yönetiminde simülasyon modellerinin kullanılması olarak sıralanabilmektedir.

Piyasa yapıcılığı sistemi, iç borç yönetiminin temel amacı olan borçlanmanın mümkün olan en düşük maliyet ve kabul edilebilir bir risk düzeyinde gerçekleştirilmesi için kullanılmaya başlanmıştır. Bu amaca ulaşılması için kamunun borçlanmasının sürekliliğinin sağlanması ve ikincil piyasaların geliştirilmesi gerekmektedir. Piyasa yapıcılığı sistemi ile hem kamu borçlanmasının sürekliliğini sağlanmakta hem de ikincil piyasaları geliştirme olanağı elde edilmektedir. Piyasa yapıcılığı sistemi, yabancı literatürde birincil aracılık (primary dealer) olarak kullanılan uygulamaya karşılık gelmektedir. Bu sistemde piyasa yapımcılar, finansal piyasalarda devlet borçlanma senetleri piyasasında faaliyet gösterme fonksiyonuna sahip veya özel yetkiler için değişim yapan, özel yükümlülüklerle uygulama yapmak için anlaşan aracı kurumlardır

Hazine Müsteşarlığı yatırımcı tabanını genişleterek borçlanma vadesini uzatmak amacıyla iç borçlanma araçlarını çeşitlendirmeye çalışmaktadır. Bu kapsam da 2007 yılından itibaren TÜFE'ye endeksli senetler kullanılmaktadır. Enflasyona karşı yatırımcıyı korumak ve elde edeceği getiriye garanti sağlamak bu senetlerin ana hedefidir. 2009 yılından itibaren kullanılmaya başlayan bir diğer iç borçlanma aracı ise Gelire Endeksli Senetler'dir. Bu senetlerin getirileri KİT statüsündeki Türkiye Petrolleri Anonim Ortaklığı, Devlet Malzeme Ofisi, Devlet Hava Meydanları İşletmesi, Devlet Hava Meydanları İşletmesi, Kıyı Emniyeti Müdürlüğü'nden bütçeye aktarılan Hasılat paylarına endekslenmiştir. Ayrıca birçok gelişmiş ülkenin kullandığı ölçüt senet uygulaması ülkemizde de kullanılmaktadır.

Hazine alacaklarının etkinliğinin arttırılması ve CaR , VaR simülasyon yöntemi ile olası makro ekonomik senaryolara göre iç borçlanma senetlerinin vade yapısı, bileşimi, maliyet yapısının izlenmesi sağlanmaktadır.

Tüm bu çabaların temelinde maliyet ve risk minimizasyonun hedeflendiği daha önce bir çok kere vurgulandı. Piyasa da yaşanan şoklara bağlı olarak ortata çıkacak piyasa riski, faizler üzerinde yapacağı etki ile borç stokunun hızla tırmanmasına zemin hazırlayabilir. Bu durum diğer risk unsularını da besleyebilir fakat kamu sektörünün kredibilite problemi yaşamasının doğuracağı en büyük risk borçların çevrilememesi riskidir. Ülkemiz gibi kamu açıklarının sürekli hale geldiği ve kamu borçlanmasının olağan bir finansman kaynağı niteliği kazandığı ülkelerin tamamı aynı risk unsuru ile karşı karşıyadır.

Bu kaygılar borçların sürdürülebilirliği analizlerinin yapılmasını gerekli kılmış ve bu konu ile ilgili birçok analiz yönetimi geliştirmiştir. Bu bağlamda geliştirilen yöntemlerden biride iki zaman serisinin birlikte hareket edip etmediğini sıyan koentegrasyon yöntemidir. Bu analiz yöntemi kullanılarak. Enhart ve Llorca (2008) tarafından geliştirilen model Türkiye verileri üzerine uygulanmıştır. Model monetizasyonun sıfır olduğu varsayımı altında bütçe kısıtı denkleminde hareket ederek zamanlar arası bir sürdürülebilirlik koşulu türetmeye çalışmıştır. Bu yaklaşımın altında yatan düşünce ise Barro-Ricardo Kuramının bugünün borçlarının yarının vergileri olduğu tezidir. Yapılan matematiksel manipilasyonlarla da modelin zamanlar arası nitelik kazanması sağlanamıştır. Kamu gelirleri ve kamu harcamalarının birlikte hareket etmesi birincil açığın sürdürülebilmesi yanında iç borçlanmanın sürdürülmesi için yeterli ve gerekli koşul olarak belirlenmiştir.

Modelin 1990-2008 yılları Türkiye'ye ait veriler ile sınaması neticesinde iç borçların sürdürülememesi riski bulunduğu görülmektedir. Modelin sınanması esnasında öncelikle serilere birim kök testi uygulanmıştır. Öncelikle ADF testi uygulanmış, serilerin birinci dereceden fark durağan olduğu görülmüştür. Sınama ile ilgili herhangi bir hatanın yapılmaması amacıyla serilere Philips Peron birim kök testi uygulanmıştır. Seriler arasındaki ilişki Johansen koentegrasyon testi ile sınanmış ve değişkenler arası eşbütünleşme saptanamamıştır. Son yıllara ait verilere göre kamu gelirlerinde sağlanan artış ve kamu harcamalarının sınırlanması konusunda gösterilen mali disipline rağmen borçların sürdürülememesi tehlikesinin halen bulunduğu görülmektedir.

Bu bakımdan incelenen birçok ülke örneği de göstermiştir ki ülkelerin iç borç yükündeki azalma veya artma, iç borç servisi konusunda başarı sağlanmasının doğrudan bir göstergesi değildir. İç borç yükü %100'ün üzerinde bulunan bir çok ülke (İtalya, Yunanistan vb.) geliştirdikleri borç yönetimi stratejileri, kullandıkları borçlanma araçlarının çeşitliliği ve vade yapısı arasında uyumlu kombinasyonlar kurularak yüksek borç stoklarını çevirebilmektedir. Fakat modeli uygularken ortaya konan kısıtlar, sonucun ihtiyatlı değerlendirilmesi gerektiği de unutturmamalıdır. Türkiye gibi borçlarını ödemek için yine borçlanmak durumunda kalan ülkelerin her ne koşulda olursa alacağı temel önlem ekonomiyi kayıt altına almak ve mali disiplinden uzaklaşmamak olmalıdır. Borçlanma portföyünün en iyi şekilde düzenlenerek kredibilite artışı sağlanması, maliyet ve risklerin en aza indirgenmesi önemli başarılar olmakla birlikte hızlı borç birikimine neden olan temel zaaflar da göz ardı edilmemelidir.

Bu bulgularla birlikte borçların çevrilmesi, piyasa ve likidite risklerinden uzaklaşılabilmesi için borç yönetiminin alabileceği önlemler de mevcuttur. Bu amaçla borç yönetimi yatırımcı tabanını genişletmek, piyasa yapıcılığı sistemiyle birlikte DİBS'lerinin ikincil piyasalarını genişletecek tamamlayıcı nitelikte bir sistem oluşturmak ve bankaları kamunun birincil finansörü olmaktan uzaklaştırma yollarını arayabilir. Ülke uygulamaları incelendiğinde görülmüştür ki yatırımcı tabanını genişletmek için kullanılan yeni borçlanma senetleri yanında bu ürünleri yatırımcıya tanıtmak ve cezp edecek yollar bulunmaya, vatandaşların bilgilendirilerek yatırım yapmaya ikna edilmeye çalışıldığı görülmüştür. Bu amaçla internetin kullanılması iyi bir çözüm olabilecektir. Türkiye uygulamasında da Kamu Finansmanı Genel Müdürlüğü'nün denetiminde iç borçlanma verileri yayınlamaktan öte her kesimden bireye hitap edecek borçlanma prosedürlerini açıklayan bir nitelik kazanması sağlanabilir. Yayımlanan borç yönetimi raporları vb. hizmetler borç yönetiminin şeffaflık niteliği için önemli adımlar olmakla birlikte yeterli değildir. Bu konuda ABD iç borç yönetiminden sorumlu birimlerin yürüttüğü faaliyetler iyi bir model teşkil edebilir. ABD iç borç yönetimi ofisinin bu amaçla sunduğu internet hizmetleri mevcuttur. Aynı şekilde iç borçlanma araçları çeşitlendirilirken küçük çapta birikimi olan bireysel tasarruflu hitap edecek araçlar kullanmakta bir çözüm yolu olabilecektir. ABD örneğinde de 50 dolardan başlayan tasarruf tahvilleri mevcuttur. Bazı ülkelerde postahaneler dahi iç borçlanma senedi satabilmektedir. Bu yolla iç borç yönetimi hem borçların çevirme riskini minimize edebilmekte hem de iç borçlanmaların temel

finansörünün bankalar olmasından kaynaklanan makroekonomik dengesizlikler giderilebilmektedir.

KAYNAKÇA

- Ağca T.(2002), "Cumhuriyet Türkiye'sinde İç Borçlanma Ve Ekonomik Etkileri",
Yüksek Lisans Tezi, Sakarya Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü,
Sakarya
- Afxentiou, Panos(2000),"Convergence, the Maastricht Criteria and Their Benefits", *The
Brown Journal of World of Affairs*, Vol:7, pp245-254
- Ahmad, Farooq ve J.Steely (2008), "Secondary Market Pricing Behaviour Around UK
Bond Quotation", *Applied Financial Economics*, Vol:18, pp.691-69
- Akdiş, M. (2003), "Türkiye'nin Borç Gelişimi Sorunlar ve Öneriler ", *Acvtime Dergisi*,
Sayı: 30 Erişim:www.geocities.com/ceteris_tr/m_akdis2.doc
- Aktan, Coşkun (2002), "Lord Keynes, Keynezyenler ve Fonksiyonalistler", *Yeni
Türkiye Dergisi*, Sayı:1, Erişim:
[www.canaktan.net/canaktan_personal/canaktan-arastirmalari/iktisat-
okullari/aktan-lordkeynes.pdf](http://www.canaktan.net/canaktan_personal/canaktan-arastirmalari/iktisat-okullari/aktan-lordkeynes.pdf) -
- Aktan Can (2008), "Hastalığın Adı", Erişim: [www.canaktan.org/ekonomi/ekonomik-
hastaliklar/hastaliklar/konversiyon.htm](http://www.canaktan.org/ekonomi/ekonomik-hastaliklar/hastaliklar/konversiyon.htm) (02.04.2008)
- Alesina, Alberto ve Roberto Perotti (1996), "Budget Deficits and Budget Institutions",
NBER Working Papers, No:5556
- Albu, L. Ve E. Pelinescu (2000), "Sustainability of The Public Debt And Budget
Deficit", *RCEP Working Paper*, no:4
- Alesina, Alberto, A. Prati ve G. Tabelini (1990), "Public Confidence and Debt
Management:A Model and Case Study of Italy",*Public Debt
Management:Theory and History*, Cambridge University Press, London
- Anderson, P. (2005), "The Changing Role of Debt Manager",
Erişim:http://r0.unctad.org/dmfas/docs/Anderson_june2005.pdf (02.05.2008)
- Arnone, M. Ve G. Iden (2003), "Primary Dealers in Government Securities: Policy
Issues and Selected Countries", *IMF Working Paper*, No:45
- Aschauer , A.(1985), "Fiscal Policy And Aggregate Demand", *The American Review*,
Vol:75, pp.117-127

- Ateş, G. (2002), "Borç Yönetim Ofisi Türkiye Uygulaması Üzerine Bir Çalışma",
Hazine Müsteşarlığı Ekonomik Araştırmalar Birimi Araştırma İnceleme Dizisi, No:3
- Ajan T., J. Aron (2007), " Fiscal Renaissance in Democratic South Africa", Erişim:
www.csae.ox.ac.uk/workingpapers/pdfs/2007-10text.pdf (02.05.2008)
- Ataç, Beyhan (2002), *Maliye Politikası*, Eskişehir: Anadolu Üniversitesi Yayınları
- Aydın, Ayşe B.(2005), "Piyasa Yapıcılığı Sistemi, Seçilmiş Ülke Örnekleri ve Türkiye Uygulaması", *TCMB Uzmanlık Tezi*, Ankara,
- Aydın, F.(2002), "Türkiye’de Kamu Kesimi İç Borçlanmasının Bankacılık Sektörüne Bilançolarına ve Risklerine Olan Etkileri", *TCMB Araştırma Genel Müdürlüğü Tebliği*, No:13
- Aytaç, Deniz (2006), "Maastricht Antlaşması Yakınlaşma Kriterleri Çerçevesinde Bütçe Disiplini ve Türkiye ile İlgili Bir Karşılaştırma", *Sosyo Ekonomi*, 2006-2
- Bağcı, Hamdi (2001), "Kamu Borç Yönetimi", *Yüksek Lisans Tezi*, Hacettepe Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü, Ankara
- Bal, Harun (1999), "Uluslar arası Finansman , Dış Borç Yönetimi ve Türkiye",
Doktora Tezi, Çukurova Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü, Adana
- Balibek, Emre (2001), "İç Borçlanmada Risk Yönetimi Türkiye İrdelemesi", *Hazine Müsteşarlığı Uzmanlık Tezi*, Ankara
- Bangura, S., D. Kitabire ve R. Powell (2000), "External Debt Management in Low Income Countries", *IMF Working Paper*, No: 196
- Barro, Robert (1974), "Are Government Bonds Net Wealth", *The Journal of Political Economy*, Vol.82, No.6 (Nov-Dec, 1974), pp.1095-1117
- Barro, Robert (1988), "The Ricardian Approach to Budget Deficits", *NBER Working Papers*, No:2685
- Barro, Robert (1995), "Optimal Debt Management", *NBER Working Papers*, No: 5327
- Barro, Robert (1999), "Notes on Optimal Debt Management", *Journal of Applied Economics*, Vol:2, No:2, pp.281-289
- Berheim, David (1989), "A Neoclassical Perspective on Budget Deficit", *The Journal of Economic Perspectives*, vol.3, No.2, pp.55-72
- Blejer, Mario ve A. Cheasty (1990), "Analytical And Methodological Issues in the Measurement of Fiscal Deficit", *IMF Working Papers*, November, pp.1-61

- Blejer Mario ve A. Cheasty (1991), "Measurement of Fiscal Deficit: Analytical and Methodological Issues", *Journal of Economic Literature*, December, vol.29, pp.1664-1678
- Blanchard, O., J. Chouraqui, R. Hagemann ve N. Sartor (1990), "The Sustainability of Fiscal Policy: New Answers To An Old Questions", *OECD Economic Studies*, No.15, Autumn
- Bowen, W., R. Davis ve D. Kopf (1961), "The Burden of The Public Debt", *The American Review*, Vol:51, No:1, pp. 141-143
- Boothe, P ve B.Reid (1992), "Debt Management Objective for Small Open Economy", *Journal of Money, Credit and Banking*, Vol.24, No:1, pp.41-60
- Bozkurt, F. (2007), "Aktif Nakit Yönetimi Ülke Uygulamaları Ve Türkiye", *Hazine Müsteşarlığı Uzmanlık Tezi*, Ankara
- Buchanan J. (1976), "Barro on Ricardian Equivalence Theorem", *The Journal of Political Economy*, Vol.84, No:2 , pp.337-342
- Buchanan J. (1986), "Public Debt ", (Çeviri: H. Tandırcıoğlu), New Palgrave Dictionary of Economics, Vol:5, pp.1044-1048
- Bulut, C. (2002), *Kamu Açıkları, Enflasyon, Faiz Oranı Ve Döviz Kuru İlişkileri*, İstanbul, DER Yayınları
- Bussiere M., M. Fratzscher ve G. Müller (2004), " Current Account Dynamics in OECD and EU according Countries on Intertemporal Approach", *Working Paper Series 311*, European Central Bank
- Campanaro, A.ve D. Vittas (2004), "Greco-Roman Lessons for Public Debt Management and Debt Market,Development", *World Bank Policy Research Working Paper*, No:3414
- Cangöz, C. (2004), "Borç Yönetimi Ve Para Politikası Koordinasyonu", *Mülkiyeliler Birliği Dergisi*, Sayı: 244-4
- Çanakçı, İbrahim (2009), "Türkiye Ekonomisi Dış Şoklara Daha Dayanıklı", (Raportaj), *Stratejik Boyut Dergisi*, Yıl.1, Sayı:2, ss.80-89
- Çetin, Ahmet (2005); "Kamu Borçlarının Makroekonomik Etkileri: Ampirik Bir Analiz", Erişim: <http://econpapers.repec.org/article/iifijrn/default19.htm> – 33k
- Ceyhan, Said (2004), "Faiz Dışı Fazla Nedir? Türkiye de Mevcut Faiz Dışı Fazla ve Reel Faizler İle Kamu Borçları Eritilebilir mi? ", *C.Ü. İktisadi ve İdari Bilimler Dergisi*, Cilt 5, Sayı 2

- Currie, Elizabeth, J. Detheir ve Eriko Togo (2003), "Instituonal Arrangements for Public Debt Management", *World Bank Policy Research Paper*, No:3021
- Creel, Jerome ve J. Cacheux (2003), "Inflation Divergence and Public Deficits In Monetary Union", Erişim: <http://www.ofce.sciences-po.fr/pdf/dtravail/wp2003-05.pdf>
- Çoban, Orhan, N.Doğanalp ve D. Uysal, "Türkiye de Kamu İç Borçlanmasının Makroekonomik Etkisi", Erişim: http://www.sosyalbil.selcuk.edu.tr/sos_mak/articles/2008/20/OCOBAN-NDOGANALP-DUYSAL.PDF
- Çolak, Ö. Ve M. Atan (2000), "Bütçe Açıklarını Finanse Etmeye Yönelik Politikalarının Etkileri", Erişim: idari.cu.edu.tr/sempozyum/bildiri/htm-52k (15.11.2007)
- Collignon, Stefan (2006), "Sustainability of Public Finance and Europe's Fiscal Rules", *International Economic Review*, Erişim: <http://www.stefanollignon.de/PDF/Sustainability%20Paper%2017.pdf>
- Deniz, A. (2005), "Risk Management of Developing Countries", Boston University Metropallitan College, *Master Degree Thesis*, London
- Derdiyok, Türkmen (2001), "1980 Sonrası Borçlanma Politikaları", Celal Bayar Üniversitesi , *16.Maliye Sempozyumu*, Manisa: Celal Bayat Üniversitesi
- Diamond, D. (1965), "National Debt in a Neoclassical Growth Model", *American Economic Review*, 55, pp. 1026-1050
- .Dikkaya, Mehmet ve D. Özyakışır (2008a), "Türkiye Ekonomisinde Yeni Arayışlar:1946-1960 Dönemi", *Türkiye'nin Ekonomi Politikası*, İstanbul: Orion Yayınları, İl, ss.105-121
- Dikkaya, Mehmet ve D. Özyakışır (2008b), "Türkiye Ekonomisinde Radikal Dönüşüm", *Türkiye'nin Ekonomi Politikası*, İstanbul, *Orion Yayınları*, ss.139-168
- Dillard, Dudley (1946), "The Pragmatic Basis of Keynes's Political Economy", *The Journal of History*, Vol. 6, No.2, pp.121-152
- Dooley, Michael, E. Fernandez-Arias ve K. Kletzer (1996), "Is the Debt Crisis History? Recent Private Capital Inflows to Developing Countries", *World Bank Economic Review*, Oxford University, Vol. 10(1), pp. 27-50.

- Doi, T. (2004), "To Establish Sustainability of Government Deficit: Methology and Application", *PRI Dicussion Paper Series*, No:04A-04
- Edizdoğan, Nihat (2007), *Kamu Bütçesi*, Ankara: Ekin Yayınları
- Eğilmez, Mahfi ve E. Kumcu (2002), *Ekonomi Politikası: Teori Ve Türkiye Uygulaması*, İstanbul: Om Yayıncılık
- Eğilmez, Mahfi (2009), *Küresel Finans Krizi* (3. Baskı), İstanbul: Remzi Kitabevi
- Egeli, Haluk (1999), "Gelişmekte Olan Ülkeler de Bütçe Açıkları ", *Süleyman Demirel Üniversitesi İİBF Dergisi*, 4\2\293-303
- Egeli, Haluk (2002), "Mali Açıkların Ölçümüne Yönelik Bazı Gözlemler Ve Bu Konuda Geliştirilmiş Alternatif Açık Ölçüleri", *Dokuz Eylül Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü Dergisi* Cilt 4, Sayı:2
- Eğilmez, Mahfi (2001), "Kasım 2000 Krizi Üzerine 1", Erişim: [www.makalem.com\(03.04.2008\)](http://www.makalem.com(03.04.2008))
- Eğilmez, Mahfi (2006), "İç borçlanmada Değişen Eğilimler", 28 Şubat 2006 Salı, Radikal Gazetesi
- Eisner, Robert (1984), "Which Budget Deficit?Some Issues of Measurement and their Implications", *The American Economic Review*, Vol.74, No:2, pp.138-143
- Eisner, Rober (1994), "National Saving and Budget Deficit", *The Review of Economics and Statistics*, Vol.76, No.1, pp.181-186
- Emil, Ferhat ve Çakır, (1991), *Government Domestic Debt Management in Turkey :Debt Instruments and Undersecretariat of Treasury* , Turkish Treasury
- Emil, Ferhat ve H. Yılmaz (2005), *Kamu Borcu Nasıl Oluşturdu?*, TESEV Yayınları: İstanbul
- Emil, Ferhat ve İ. Gelberi (1996), "Borç Yönetimi Ve Para Politikalarının Koordinasyonu ", *Hazine Dergisi*, Ekim Sayı:4
- Enhart, C ve M. Llorca (2008), "The Sustainability of Fiscal Policy: Evidence from A Panel of Six South Mediterranean Countries", *Applied Economic Letters*, Vol:15, 797-803
- Erdinç, Z. (2006), *Türkiye de 2002-2005 Yılları Arasında Uygulanan Dezenflasyon Programının Değerlendirilmesi*, Erişim: <http://sbe.dpu.edu.tr/11/53>
- Erbal, Adnan ve Ö.Dilek(2008), "Kamu Müdahaleciliğinin Yeni Evresi ve Planlı Ekonomi: 1960-1980", *Türkiye'nin Ekonomi Politikası*, Orion Yayınları, İstanbul, ss.123-138

- Erdem Metin, D. Şenyüz ve İ. Tatlıoğlu (2006), *Kamu Maliyesi*, Bursa: Ekin Yayınları
- Erol, Ahmet(1992), *Ekonomik Etkileri Açısından Türkiye de Devlet Borçları*, Maliye ve Gümrük Bakanlığı Araştırma, Planlama ve Koordinasyon Kurulu Başkanlığı, Yayın No: 1992\324
- Ergün, Mine (2005), "Sürdürülebilir Maliye Politikası ve Maliye Politikasının Ekonomik Aktivite Üzerindeki Etkileri", *Uzmanlık Tezi*, DPT, Ankara
- Erkan, Hüsnü (2008), "Cumhuriyetin Kuruluşundan Bugüne Türk Ekonomisinde Temel Dönüşümler-Cumhuriyet Öncesi ve Sonrası Türk Ekonomisi", www.konrad.Org.tr.(Erişim:04.02.2009)
- Esen, Oğuz (2005), "Bankacılık Krizleri, Yeniden Yapılandırma Programları ve Türk Bankacılık Sektörü", *Siyasa*, Yıl:1 Sayı:1
- Evgin, Tülay (1993), "1990'lı Yıllarda İç Borçların Ekonomik Açından Değerlendirilmesi", Erişim: dergiler.ankara.edu.tr/dergiler/42/468/5392.pdf (07.10.2007)
- Evgin, Tülay (1998), *"Son Yıllarda Bütçe ve Bütçe Açığının Finansmanı"*, T.C. Başbakanlık Hazine Müsteşarlığı Araştırma ve İnceleme Dizisi 18, Hazine Müsteşarlığı Ekonomik Araştırmalar Genel Müdürlüğü, Ankara
- Feldstein, Martin (1976), "Inflation, Income Taxes and Rate of Interest", *The American Economic Review*, Vol:66, pp.809-820
- Ferreira, Mauro (2007), "Debt Maturity in a Small Open Economy under Inflation Target", Erişim: <http://www.ecomod.org/files/papers/255.pdf>
- Feretti, Gian ve Assaf Razin (1997), "Sharp Reductions in Current Account Deficits: An Empirical Analysis", *NBER Working Papers*, No: 6310
- Filho, F.(1996), "Keynesyens, Monetarista and New Classical And New Keynesyens: A PostKeynesyen Critique", *Analisa Economica*, March –September, p.63-75
- Fischer, Stanley ve W. Easterly (1990), "The Economics Of The Government Budget Constraint", *The World Bank Research Observer*, Vol.2, pp.127-42.
- Garbade, K. ve M.Rutherford (2007), "Buybacks in Treasury cash and debt management", *Staff Reports 304*, Federal Reserve Bank of New York.
- Gujarati, D. (1999), *Temel Ekonometri*, Literatür Yayıncılık: İstanbul
- Guidotti, Pablo ve M. Kumar (1991), "Domestic Public Debt of Externally Indebted Countries", *IMF Occasional Paper*, No:80, Washington DC., USA

- Giavazzi Francesco ve M. Pagano (1989), "Confidence Crises and Debt Managemet",
NBER Working Paper, No: 2926
- Gülşen, A.(2008), "İkincil Piyasalar Ve Mortgage",
Erişim:<http://www.alomaliye.com/20088/abdulkadir-gulsen-ikincil.htm>
(04.28.2008)
- Günay, A. Özen A.(2002), "Avrupa Birliği'nde Mali Disiplinin Sağlanmasına Yönelik
Maastricht Kriterlerinin Anayasal İktisat Prespektifinden
Değerlendirilmesi", *Dokuz Eylül Dergisi Sosyal Bilimler Dergisi*, Cilt 4,
Sayı:2
- Hale, William (1980), "Ideology and Economic Development in Turkey 1930-1945",
Bulletin (British Society for Middle Eastern Studies), Vol. 7, No. 2
(1980), pp. 100-117
- Hamilton J, ve M. Flavin (1986), "On The Limitations of Government Borrowing : A
Framework for Emprical Testing", *The Economic American Review*,
Vol.76, No.4, pp.808-819
- Hazine Müsteşarlığı, Kamu Borç Yönetimi Raporu, 2003
- Hazine Müsteşarlığı, Kamu Borç Yönetimi Raporu, 2007
- Hazine Müsteşarlığı, Kamu Borç Yönetimi Raporu, 2008
- Hazine Müsteşarlığı, Kamu Borç Yönetimi Raporu, 2009
- Iqbal, Zafar (2006), "Budget Deficits and Public Debt Lessons For Economies in
Transition", www.unisa.edu.tr (Erişim:02.03.2009).
- İpek, Zafer (1997), Borç Disiplini Açısından Türkiye'de Kamu Borçları, *Yüksek Lisans
Tezi*, Dumlupınar Sosyal Bilimler Enstitüsü, Kütahya
- IMF (2007), Executive Board Discusses Strengthening Debt Management Practices:
Lessons from Country Experiences and Issues Going Forward, Staff
Paper, Erisim:<http://www.imf.org/external/np/sec/pn/2007/pn0760.htm>
- İnan A.(2005), "Kamu Borç Yönetiminde Koşullu Yükümlülüklerin Rolü", *Sayıştay
Dergisi*, Sayı:62, ss.107-122
- İnan, Emre (2003), "Kamu Borç Stokunun Sürdürülebilirliği ve Türkiye", *Bankacılar
Dergisi*, Sayı:46, ss.15-37
- İnce, Macit (1996), *Devlet Borçlanması*, Seçkin Kitabevi: Ankara
- Jacob, Dawina, N.J. Scheomman ve V. Heerden (2002), "Alternative Definitions of
Budget Deficit and its Impact on Sustainability of Fiscal Policy in South

- Africa", *South African Journal of Economics*, Vol.70, Issue:3, pp.251-257
- Johnson, A. (2001), "Key Issues For Analysing Domestic Debt Sustainability ", *Debt Relief International*, Publication No:5
- Jha, Raghbendre ve A. Sharma (2004), "Structural Breaks, Unit Roots, And Cointegration: A Further Test of the Sustainability of Indian Fiscal Deficit", *Public Finance Review*, Vol.32-196
- Karahan, Özcan (2005), "Türkiye de Örtük Enflasyon Hedeflemesi Programının Uygulanmasına İlişkin Oluşan Riskler Ve Bu Risklerin Yönetim Politikaları", *Elektronik Sosyal Bilimler Dergisi*, Cilt.4, Sayı 14 , ss.34-47
- Kaya, Nilgün, N. Ergün ve G. Bor (2003), "Cumhuriyet Döneminde İç Borçlanma Alanındaki Gelişmeler", Kamu Finansmanı Genel Müdürlüğü, Ankara
- Keyder, Nur (2004), "Türkiyede Kamu Borç Stoku-GSMH Oranı Maastricht Kriterini Ne Zaman Yakalayacak?" *İktisat, İşletme Ve Finans Dergisi*, ss. 23
- Keyder, Nur (2008), "Türkiye'nin Borç Stokuna İlişkin Kavram, Gelişim ve Sürdürülebilirlik Tartışması", *İktisat, İşletme Ve Finans Dergisi*, sayı:267, ss.43-60
- Kormendi , R. (1983), "Government Debt, Government Spending and Private Sector Behaviour", *The American Review*, Vol.73, No:5, 994-1010
- Leeuw, De Frank ve Thomas M. Holloway (1985), "The Measurement and Significance of Cyclically Adjusted Federal Budget and Debt", *Journal of Money, Credit and Banking*, Vo.17, No:2 , pp.232-242
- Kalay, Betül (2006), *Avrupa Birliğinin Borç Yönetimine Etkileri*, SPK Yayınları: Ankara,
- Kalyoncu, Hüseyin (2005), "Bütçe Açıklarının Sürdürülebilirliği:Avrupa Birliği Üyesi ve Türkiye Üzerine Bir Uygulama", *Doktora Tezi*, Çukurova Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü, Adana
- Karluk, Rıdvan (2007), *Cumhuriyet'in İlanından Günümüze Türkiye Ekonomisi'nde Yapısal Dönüşüm*, İstanbul: Beta Yayıncılık
- Kamu Finansmanı Müdürlüğü, Faa liyet Raporu, 2007
- Karakoç, Yusuf (2003), "Kamu Kesimi İç Borçlanma İşlemlerinin Hukuki Niteliği", *Pamukkale Üniversitesi*, 18. Maliye Sempozyumu Tebliği, Denizli: Pamukkale Üniversitesi, ss.55-89

- Kazgan, Gülten (2002), "Türkiye de Ekonomik Krizler:Nedenleri ve Sonuçları Üzerine Karşılaştırmalı Bir İrdeleme", *DEGEV-Türkiye İş Bankası*, İstanbul: Türkiye İş Bankası
- Kia, Amir (2006), "Deficits, Debt Financing, Monetary Policy and Inflation in Developing Countries: Internal or External Factors? Evidence from Iran", Erisim: <http://www.carleton.ca/economics/cep/cep06-03.pdf>
- Kepenek, Yakup ve N.Yentürk (2004), *Türkiye Ekonomisi*, İstanbul: Remzi Kitabevi
- Kılıçbay, M. Ali (1994), *Türk Ekonomisi, Modeller, Politikalar, Stratejiler*, Ankara, Türkiye İş Bankası Yayınları
- Konya, Can (2005), "İç Borçlanma da İhale Tekniklerinin İncelenmesi", *Hazine Müsteşarlığı Uzmanlık Tezi*, Ankara
- Maddala, G. (1988), *Introduction to Econometrics*, New York: MacMillan Publishing Company
- Maliye Bakanlığı (2007), Kurumsal Mali Durum Ve Beklentiler Raporu, Erişim: <http://www.maliye.gov.tr> (01.07.2008)
- Marchesi, Silvi a(2000), "Buybacks of Domestic Debt in Public Debt Management", *Warwick Economic Research Papers*, No:573
- Medeiros, Otavito Ladeira, R.S.V. Cabral, W. Baghdassarian ve M. A. Almedia(2005), "Public Debt Strategic Planning and Benchmark Composition", *National Treasury Secretariat, Ministry of Finance*, Brazil
- Mylonas, P., S. Schich, T. Thorgeirsson ve G. Wehinger (2000), "New Issues in Public Debt Management: Government Surpluses in Several Countries, The Common Currency in Europe And Rapidly Rising Debt in Japan ", *OECD Economics Working Papers*, No:239
- Obsfeld, Maurice ve K. Rogoff (2005), "Global Current Account Imbalances and Exchange Rate Adjustments", *Brooking Papers and Economic Activity*, Vol.2005
- O'Driscoll, J. (1977), "The Ricardian Non Equivalence Theorem", *Journal Of Political Economy*, Vol:8, pp.207-210
- Önder İzzettin (2004), "Hedefler, Programlar, Bütçeler ve IMF ile İlişkiler", Erişim: http://www.sav.org.tr/yazialmanak.asp?curyazi=EKONOMI_2004_I_O NDER.htm

- Özbilen, Sevket (2001), "Türkiye'de İktisadi Krizin Temel Nedenleri Ve Bir Mali Sistem Reform Önerisi-II", *Yeni Türkiye Dergisi, Kriz Özel Sayısı I*,
- Özbilen, Sevket (2005), Kamu İç Borçlanmasının Denklik Teorisi Açısından Değerlendirilmesi, Erişim:
www.econturk.org/Turkiyeekonomisi/Ic%20Borclanma-Denklik%20Teorisi.doc (01.02.2008),
- Özel İhtisas Komisyonu (2001), *Borçlanma, İç ve Dış Borç Yönetimi*, DPT, Ankara
- Özgen, F. Başkan (1999), "Türkiye de İç Borç Sorunu ve İç Borçların Sınırlandırılması", *Yeni Türkiye Dergisi, Türkiye Ekonomisi Özel Sayısı*, Sayı:27, ss. 353-373
- Panizza, Ugo (2008), "Domestic and External Public Debt in Developing Countries", *UNCTAD Papers*, No:188
- Parasız, İlker (1995), *Kriz Ekonomisi, Hiper Enflasyon ve Yüksek Enflasyonla Mücadelede Ünlü İstikrar Politikaları*, Ezgi Kitabevi, Bursa
- Pasinetti, L., (1998), "Public Debt In European Union Countries: Two Ways of Facing the Problem", Erişim:www.unicatt.it/docenti/pasinetti/paper4.asp (01.06.2008)
- Pınar, Abuzer (2006), *Maliye Politikası*, Ankara: Naturel Yayıncılık
- Reddy, M. (2006), "*Assessing Sustainability of Fiji's Public Debt: A Cointegration Analysis Approach*", Presented at the Association of Fiji's Seminar, Reserve Bank of Fiji , February
- Rocha, F. (2002), "*Econometric Tests of Fiscal Sustainability*", Erişim:
http://www.worldbank.org/wbi/globalizationandmacro/recent_activities/saopaulo_jan2 (05.20.2009)
- Rolph, E. (1957), "Main Principles Of Dept Management", *The American Economic Review*, Vol.47, No:3, pp.302-320
- Roubini, N. (2006), "*Mid-Year Review of my January 2006 forecasts for the US and Global Economy This Year: My Bearish Call on Track to Be Right*", May 25, 2006, Erişim: <http://www.rgemonitor.com/blog/roubini/129140/> (06.05.2009)
- Sayın, Ebru (2007), "KİT'ler Kamuya Yük Teşkil Eder mi?", *Bütçe Dünyası Dergisi*, Cilt 2, Sayı:25, ss.40-49

- Sikken, Bernd ve Jacob da Haan (1998), "Budget Deficits, Monetization and Central Bank Independence in Developing Countries", *Oxford Economic Papers*, pp. 493-511
- Sorensen, B.(2005), "Cointegration", *Economics*, Vol. 266, Spring
- Saat, M. (2005), "Mali Sektör Riskleri Açısından Devletiç Borçlanma Senetleri;Türkiye Değerlendirmesi", *Hazine Müsteşarlığı Uzmanlık Tezi*, Ankara
- Saatçi, Y. (2007), "Türkiye de Bütçe Açıkları Ve Finansman Şekilleri", *Bütçe Dünyası Dergisi*, Cilt 2, Sayı 26 2007, ss91-101
- Sack, Brian ve R. Elsasser (2004), "Treasury Inflation-Indexed Debt: A Review of the U.S. Experience", *Economic Policy Review*, Vol: 10, No:4
- Seater, John (1993), "Ricardian Equivalence ", *Journal of Economic Literature*, 41(1), March, pp.142-190
- Sibert, Anne (2007), "Criteria for Monetary Union Accesion", University of London and CEPR, *Birbeck College Briefing Paper*
- Sönmez, Sinan (2008a), "Devlet Borçlanması", *Ekonomik Kurumlar ve Kavramlar Sözlüğü*, Maki Basın Yayın, İstanbul, ss.144-145
- Sönmez, Mustafa (2008), "Türkiye Ekonomisi", *Ekonomik Kurumlar ve Kavramlar Sözlüğü*, Maki Basın Yayın, İstanbul,ss.1141-1169
- Sönmez, Mustafa (2003), *İşte Eseriniz. Kuruluştan Çöküşe 100 Gösterge de Türkiye Ekonomisi*, İstanbul:İletişim Yayınlar
- Süslü, Bora (2001), "Türkiye de 1990 Sonrası İzlenen Faiz Politikası", *Muğla Üniversitesi İİBF Dergisi*, Bahar 2001, Sayı:3
- Süngü, Serdar (2005), "Kamu Finansman Açıkları ve OECD Ülkeleri-Türkiye Açısından Borç Yönetiminin Değerlendirilmesi", Hacettepe Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü, *Yüksek Lisans Tezi*, Ankara.
- Staff of the International Monetary Fund and the World Bank(2001), Guidelines for Public Debt Management, Erisim: www.imf.org.tr
- OECD (2007), "Use of Derivatives for Debt Management and Domestic Debt Market; Key Conclusions", *9. Annual OECD\World Bank, IMF Bond Market Forum*, Paris Erişim: <http://www.oecd.org/dataoecd/49/45/39354012.pdf>
- Okçu, Bengü (2009), "Türkiye İçin Gelir-Tüketim İlişkisinin Eşbütünleşme Analizi İle İncelenmesi", Çukurova Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü, *Yüksek Lisans Tezi*, Adana

- Onyeaso, G. Ve W. Johnson, (2006), "Using Cointegration Methods To Estim Ate The Interconnectedness Of İntangible Strategic Assets: Empirical Evidence For Management Decision Making", *Management Decision*, Vol :44, Issue :9, 1231-1245
- Orak, Fevzi (1998), "İç Borçlar Ve Türkiye’de İç Borçların Gelişimi", Çukurova Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü, *Yüksek Lisans Tezi*, Adana
- Oskay,Cansel (2004), "Kamu Finansman Aracı Olarak İç Borçlar ve Türkiye Ekonomisi Üzerine Etkileri", Selçuk Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü, *Doktora Tezi*, Konya
- Önder, İzzettin, H. Kirmanoğlu ve Y. Kartallı (1995), *Kamu Açıkları Ve Kamu Borçları , Teori Ve Türkiye Üzerinde Bazı Gözlemler*, Türk Harb İş Sendikası Yayınları, Ankara
- Özgen F. ve E. Karakaya (2006), " Kamu Finansmanında Mali Tutarlılık ve İç Borçların Sürdürülebilirliği: Bütçe Kısıtı Denklemi Üzerinde Analizler", *Maliye Dergisi*, Sayı: 151
- Özsoylu, Ahmet (2006), *Türkiye’ de Kamu Sektörü*, Adana: Nobel Kitabevi
- Öztürk, Z. (2007), "Para Politikası Değişikliklerinin DİBS İkincil Piyasa Faizleri Üzerindeki Etkisi", *Hazine Müsteşarlığı Uzmanlık Tezi*, Ankara
- Şen, Hüseyin, İ. Sağbaş ve A. Keskin (2007), *Bütçe Açıkları Ve Açık Finansman Politikası: Teori Ve Türkiye Uygulamaları*, Ankara, Orion Yayınları
- Taban,Sami, ve A.Kara (2006), “Türkiye de Kamu Kesimi İç Borçlanmasının Özel Yatırım Harcamaları Üzerindeki Etkisi”, *Eskişehir Osmangazi Üniversitesi İİBF Dergisi*, s.11-36
- Tağa Ö. (2003), "Kamu Finansman Aracı Olarak İç Borçlanma Ve Kamu İç Borçlarının Yönetimi", *Yüksek Lisans Tezi*, Ege Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü, İzmir
- Tanzi, Vito ve Ludger Schuknecht (1997), "Reforming Government:An Overview of Recent Experience", *European Journal of Political Economy*, pp.395-417
- Tari, Recep ve H. Bozkurt (2005), "Türkiye’de İstikrarsız Büyümenin VAR Analizi (1983-2003 Dönemi)", *Koacaeli Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü Dergisi*, Sayı:9-1, ss.156-179
- Taş. Ramazan (1995), "Türk Mali Sisteminin Uzun Döneminin Yapısal ve Oransal Analiz Yöntemi ile Değerlendirilmesi (1923-1980)", *A.Ü. Siyasal*

Bilgiler Fakültesi Dergisi,

Erişim: <http://dergiler.ankara.edu.tr/dergiler/42/468/514.pdf>

- Tilly, Geoff (2006), "Keynes's Theory of Liquidity Preference and His Debt Management and Monetary Policies", *Cambridge Journal of Economics*, No:30 pp.657-670
- Thomas, Bill, Clay Shaw ve Pete Domineci (2001), "Insight and Tools From Selected Nations", United States General Accounting Office, Washington DC
- Togo, E. (2007), "Coordinating Public Debt Management with Monetary and Fiscal Policies: An Analytical Framework", The World Bank Policy Research Working Paper, No:4369
- Tokucu, Erhan (2008), "1980 Sonrası Türkiye'de İktisat Politikaları: Para ve Maliye Politikaları", *Türkiye'nin Ekonomi Politikası*, Orion Yayınları, İstanbul, ss.169-208
- Tomlinson J.(1984), "A Keynesian Revolution", *The Economic History Review*, Vol. 37, No.2, pp. 258-262
- Toprak, M. Ve O. Demir (2002), "Türk Bankacılık Sektörü: Sorunlar, Krizler Ve Arayışlar", *C.Ü. İktisadi ve İdari Bilimler Dergisi*, Cilt 2, Sayı 2
- Tural, Aziz (1992), *Devlet Borçları*, Ankara: Maliye Ve Gümrük Bakanlığı Araştırma, Planlama ve Koordinasyon Kurulu Başkanlığı Yayın No: 1992\325
- TÜİK (2008), İstatistik Göstergeler: 1923-2007, Erişim: http://www.tuik.gov.tr/yillik/Ist_gostergeler.pdf
- TÜİK (2009), İstatistik Yıllığı:2008, Erişim: <http://www.tuik.gov.tr/yillik/yillik.pdf>
- Türk, İsmail (1999), *Kamu Maliyesi* (3. Baskı), Ankara:Turhan Kitabevi
- Türkiye Bankalar Birliği (2004), "Türk Bankacılık Sektörü", *TBB*, Türkiye İktisat Kongresi, İzmir
- Türkal, Hasan (2003), "İç ve Dış Borçlanmanın Ekonomi Üzerindeki Etkilerinin Karşılaştırılması", *Maliye Seçme Yazılar*, Ankara: Gazi Üniversitesi İİBF Geliştirme Vakfı Yayınları
- Ulusoy, Ahmet (2001), *Devlet Borçlanmaları*, Üç Yol Basımevi: Trabzon
- Uluatam Ö. (1997), *Kamu Maliyesi*, Ankara: İmaj Yayıncılık
- Ulusoy, Ahmet ve M. Cural (2006), "Türkiye de İç Borçların Sürdürülebilirliği", *ZKÜ Sosyal Bilimler Dergisi*, Cilt 2, Sayı:4
- Ulusal Program, 23 Haziran 2003 tarih ve 2003/5930 sayılı Bakanlar Kurulu Kararı (Erişim: <http://www.abgs.gov.tr/index.php?p=196&l=1>)

- Uygur E. (2001), "Krizden Krize Türkiye :2000 Kasım ve 2001 Şubat Krizleri",
Türkiye Ekonomi Kurumu Tartışma Metni, Sayı:1
- Uygur, E. (2001), *Ekonometri*, Ankara: AÜSBF Yayınları
- Utkulu, Utku (2003), "Avrupa Parasal Birliği Gerçekten bir optimum Para Sahası mıdır?", *Siyasa*, Yıl:1 Güz Sayısı, ss.107-126
- Ünlükaplan, İter (2006), "Kamu Borçlanması Ve Nesiller Arası Yük Sorunu", *Doktora Tezi*, Çukurova Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü, Adana
- Üzümcü, Adem (2008), "Türkiye de Ulusal Ekonominin İnşası", *Türkiye'nin Ekonomi Politikası*, İstanbul: Orion Yayınları, ss.65-104
- Vardar, E. (2007), "Türkiye de İç Borçlanmanın Gelişimi", *TCMB Uzmanlık Yeterlilik Tezi*, Ankara
- Vurucu, M. (2004), "4749 Sayılı Kamu Finansmanı Ve Borç Yönetiminin Düzenlenmesi Hakkında Kanunun Getirdiği Yenilikler, Önceki Mevzuat İle Karşılaştırılması", *Devlet Bütçe Uzmanlığı Araştırma Raporu*, Ankara
- Wallece, Neil ve T. Sargent (1981), "Some Unpleasant Monetarist Arithmetic", *Federal Reserve Bank of Minneapolis in its Quarterly Journal*, Month Fall
- Wilcox, D.(1989), "The Sustainability of Government Deficits: Implication of Present Value Borrowing Constraint", *Journal of Money, Credit and Banking*, Vol.21, No:3, pp.291-306
- Yeldan, Erinç (2001), "Türkiye Ekonomisi: Krizin Yapısal Dayanakları" *Birikim Dergisi*, Sayı:144
- Yalınpala, J.(1998), "Senyoraj, Enflasyon Vergisi Ve İç Borçlanma İlişkisi", Erişim: idari.cu.edu.tr/dergi/jale.pdf (15.11.2007)
- Yaşa, M. (1977), *Devlet Borçları*, Ankara: Ankara Üniversitesi Hukuk Fakültesi Yayınları No: 421, Ekonomi Ve Maliye Enstitüsü Yayınları No:4
- Yılmaz, Elif B. Ve M. Şeker (2005), "Türk Sosyal Güvenlik Sisteminde Yaşanan Sıkıntılar ve Bir Alan Araştırması", Erişim: http://www.tsrbs.org.tr/NR/rdonlyres/03EE6DB6-4920-461A-88EC-94F5A9BAD73C/2131/057_070.pdf (04.03.2009)
- Yılmazcan, Dilek (2003), "Türkiye'de Dış Borç Yönetiminin Koordinasyonu ve Yabancı Ülke Uygulamaları", *Pamukkale Üniversitesi*, 18. Maliye Sempozyumu, Denizli: Pamukkale Üniversitesi

Yılmaz, Hakan (2004), "Yerel Yönetimlerde Planlama, Bütçe, Borçlanma ve Denetim", Erişim:

www.sayistay.gov.tr/yayin/dergi/dergi3.asp?id=407(02.03.2009)

Yönezer, Nurhan (2001), " Enflasyon Hedeflemesi", Hürriyet Gazetesi, 23 Ağustos 2001

<http://ddp.ex.worldbank.org.Report> (Erişim:01.03.2009)

<http://www.pcl.gc.ca/pbo-dpb> (Erişim:02.03.2009)

<http://www.ustreas.gov/offices/domestic-finance/financial-markets/>

<http://stats.oecd.org/WBOS/Index.aspx?DataSetCode=CSP2009>

<http://www.dpt.gov.tr/PortalDesign/PortalControls/WebIcerikGosterim.aspx?IcerikRef=1678&WorkArea=ct142>

<http://epp.eurostat.ec.europa.eu/portal/page/portal/eurostat/home>

<http://isc.temple.edu/economics/notes/cointegration/cointegration>

<http://www.atonet.org.tr/yeni/>

(https://www.riksgalden.se/templates/RGK_Templates/TwoColumnPage____1936.asp)

(Erişim:21.06.2009).

ÖZGEÇMİŞ

Adı Soyadı : Pınar Özdemir

Doğum yeri ve Yılı: Kayseri-01.06.1982

Adres :Toros Mah., 7. Sok., Yağan Apt, No.2, Kat.1-1
Seyhan-ADANA

EĞİTİM DURUMU

Lisans: 2000-2005 Çukurova Üniversitesi İİBF İktisat Bölümü, ADANA

Lise : 1996-1999 K.Maraş S. Demirel Fen Lisesi

Ortaokul: K.Maraş Çukurova Elektrik Anadolu Lisesi

İŞ TECRÜBELERİ

2007-... Çukurova Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü

2005-2006 Çukurova Üniversitesi Dış İlişkiler Birimi

YABANCI DİL

İngilizce (Advance Level)