

T.C.
MANİSA CELAL BAYAR ÜNİVERSİTESİ
SOSYAL BİLİMLER ENSTİTÜSÜ

YÜKSEK LİSANS TEZİ
MALİYE ANABİLİM DALI
MALİYE TEORİSİ PROGRAMI

2000 SONRASI TÜRKİYE’DE KAMU BORÇ YÖNETİMİ VE
KAMU BORÇLARININ ANALİZİ

Elif KELEŞ

Danışman
Doç. Dr. Serkan CURA



Manisa -2022

YEMİN METNİ

Yüksek Lisans / Doktora tezi olarak sunduğum “**2000 Sonrası Türkiye’de Kamu Borç Yönetimi ve Kamu Borçlarının Analizi**” adlı çalışmanın, tarafımdan bilimsel ahlak ve geleneklere aykırı düşecek bir yardıma başvurmaksızın yazıldığını ve yararlandığım eserlerin bibliyografyada gösterilen eserlerden oluştuğunu, bunlara atıf yapılarak yararlanmış olduğumu belirtir ve bunu onurumla doğrularım.

.../.../20..

Elif KELEŞ

İmza

ÖZET

2000 SONRASI TÜRKİYE’DE KAMU BORÇ YÖNETİMİ ve KAMU BORÇLARININ ANALİZİ

Türkiye 1980’li yıllardan miras kalan yüksek kamu borç stokları ile Kasım 2000 ve Şubat 2001 Krizlerini yaşayarak 2000’li yıllara girmiştir. Hem krizlerin nedeni olması hem de krizden çıkışın en iyi şekilde yönetilmesi amacıyla borç yönetiminde, çeşitli kurumsal ve yasal düzenlemeler yapmak mecburiyeti ile karşı karşıya kalmıştır. Kamu borçlarının yönetilmesi aynı zamanda artan kamu harcamalarının finansmanının optimal şekilde gerçekleştirilmesi amacını da taşımıştır. Bu bağlamda 2002 yılından itibaren, borç yönetimi uygulamalarındaki yasal düzenlemeler ve kurumsal yapıdaki değişikliklerin borç yönetimi amaçları ile örtüşüp örtüşmediği bir başka ifade ile borç yönetimi uygulamalarının değerlendirilmesinin önemi ortaya çıkmıştır.

Çalışma iki bölümden oluşmaktadır. Birinci bölümde borçlanma, kamu borçlanması ve borç yönetiminin kavramsal açıdan incelenmesi yapılmıştır. Kamu borç yönetiminde yaşanan hukuki ve kurumsal değişimler incelenerek kamu borç yönetimi amaçları, ilkeleri ve risk yönetimi gibi başlıklar altında açıklanmıştır. İkinci ve son bölümde ise kamu borç stokunun vade, faiz, borç servisi, döviz cinsi gibi bileşenleri 2000-2021 dönemini kapsayacak şekilde incelenerek değerlendirilmiştir.

Etkin borç yönetimi çerçevesinde 21 yıllık borçlanma verileri incelenerek Türkiye kamu borçluluğu için çeşitli çıkarımlar yapılmıştır. 2002 yılından itibaren borç yönetiminde olumlu gelişmelerin yaşandığı söylenebilmektedir. 2017 yılına kadar korunan gelişmelerin bu yıldan itibaren bozulmalar göstermeye başladığı görülmüştür.

Anahtar Kelimeler: Borç, kamu borçları, borç yönetimi

ABSTRACT

AFTER 2000 ANALYSIS OF PUBLIC DEBT MANAGEMENT AND PUBLIC DEBT IN TURKEY

Turkey, with government debt stocks which are inherited from the 1980s, passed to 2000s by experiencing November 2000 and February 2001 crises. Turkey came up against the obligation of making corporate and legal regulations for both being the reason of the crises and the purpose of managing resolve of the crisis in the best way.

Managing government debts have also aimed to actualize increasing government expenditures finance in an optimal way. In this context, whether the legal regulations in debt management practices and changes in the institutional structure coincide with debt management purposes, in other words, the importance of evaluating debt management practices has emerged since 2002.

Legal and institutional changes in public debt management are examined and explained under the headings of public debt management objectives, principles and risk management. In the second and last part, the components of the public debt stock such as maturity, interest, debt service and foreign currency were analyzed and evaluated in a way to cover the 2000-2021 period.

It has been made different inferences about Turkey's public debt by analyzing debt data for 21 years in terms of current debt management. It can be said that there have been positive developments in debt management since 2002. It has been observed that the developments that were preserved until 2017 began to deteriorate from this year.

Key Words: Debt, Public Debt, Debt Management

TEŞEKKÜR

Çalışmanın başlangıcından tamamlanmasına kadar bilgi ve tecrübesi ile her zaman destek olan ve yol gösteren danışman hocam Doç. Dr. Serkan Cura'ya, desteklerini ve sabırlarını esirgemeyen aileme ve çalışmalarımızın hazırlanma sürecini birlikte takip ettiğimiz arkadaşlarıma yürekten teşekkür ederim.

Elif KELEŞ

İstanbul - 2022

İÇİNDEKİLER

YEMİN METNİ.....	ii
ÖZET.....	iii
ABSTRACT	iv
TEŞEKKÜR.....	v
İÇİNDEKİLER.....	vi
SİMGELER VE KISALTMALAR DİZİNİ	x
ŞEKİLLER LİSTESİ.....	xi
GİRİŞ.....	1

BİRİNCİ BÖLÜM

KAVRAMSAL AÇIDAN KAMU BORÇLANMASI VE BORÇ YÖNETİMİ

1.1. BORÇ VE BORÇLANMA KAVRAMLARI.....	3
1.1.1. Özel Borç ve Kamu Borcu Ayrımı	4
1.1.1.1. Özel Borç.....	4
1.1.1.2. Kamu Borcu.....	5
1.2. KAMU BORÇLANMA NEDENLERİ.....	6
1.2.1. Ekonomik ve Mali Nedenler	7
1.2.2. Diğer Nedenler	8
1.3. KAMU BORÇLANMA KAYNAKLARI.....	10
1.3.1. İç Borçlanma Kaynakları.....	10
1.3.2. Dış Borçlanma Kaynakları	10
1.4. KAMU BORÇLARININ SINIFLANDIRILMASI	11
1.4.1. Vadelerine Göre Sınıflandırma.....	11
1.4.1.1. Kısa Vadeli Borçlanma	12
1.4.1.2. Uzun Vadeli Borçlanma	12
1.4.2. Kaynağına Göre Sınıflandırılması	13
1.4.2.1. İç Borçlanma.....	13
1.4.2.2. Dış Borçlanma ve Dış Yardımlar.....	14
1.4.3. Zorunluluğa Göre Sınıflandırılması.....	15
1.4.3.1. Gönüllü Borçlanma.....	16
1.4.3.2. Zorunlu Borçlanma.....	16
1.5. KAMU BORÇLANMA ARAÇ VE YÖNTEMLERİ.....	17

1.5.1. İç Borçlanma Araç ve Yöntemleri.....	17
1.5.2. Dış Borçlanma Araç ve Yöntemleri	18
1.6. KAMU BORÇLANMASININ SINIRI.....	19
1.6.1. Hukuki Sınır	20
1.6.2. Mali ve Ekonomik Sınır	21
1.7. KAMU BORÇLANMASININ EKONOMİYE ETKİLERİ.....	21
1.7.1. İç Borçlanmanın Ekonomiye Etkileri	22
1.7.2. Dış Borçlanmanın Ekonomiye Etkileri.....	23
1.8. KAMU BORÇ YÖNETİMİ.....	23
1.8.1. Kavramsal Açından Borç Yönetimi	24
1.8.1.1. Olağan Borç Yönetimi	25
1.8.1.1.1. Borç Miktarında Değişiklikler	25
1.8.1.1.2. Borç Bileşiminde Değişiklikler.....	25
1.8.1.2. Olağanüstü Borç Yönetimi	26
1.8.1.2.1. Konsolidasyon (Tahkim).....	26
1.8.1.2.2. Konversiyon.....	26
1.8.1.2.3. Borcun Reddi ve Moratoryum	27
1.8.3.1. Dış Borç Yönetimi.....	27
1.8.3.1.1. Dış Borç Yönetim Teknikleri.....	27
1.8.3.1.1.1. Geleneksel Dış Borç Yönetim Teknikleri	28
1.8.3.1.1.2. Modern Dış Borç Yönetim Teknikleri	28
1.8.2. Kamu Borç Yönetiminin Amaçları.....	30
1.8.3. Kamu Borç Yönetiminin İlkeleri.....	31
1.8.3.1. Amaçlar ve Koordinasyon	32
1.8.3.2. Şeffaflık ve Hesap Verilebilirlik.....	32
1.8.3.3. Kurumsal Çerçeve	33
1.8.3.4. Risk Yönetimi.....	33
1.8.3.5. Etkin Borçlanma Piyasasının Gelişimi	33
1.8.3.6. İkincil Piyasalar	34
1.9. KAMU BORÇ YÖNETİMİNDE RİSK YÖNETİMİ	34
1.10. KAMU BORÇ YÖNETİM OFİSİ UYGULAMASI	35
1.10.1. Ön Ofis	36
1.10.2. Orta Ofis.....	36
1.10.3. Arka Ofis	36
1.11. KAMU BORÇ YÖNETİMİNDE PİYASA YAPICILIĞI	37
1.12. KAMU BORÇLARININ SÜRDÜRÜLEBİLİRLİĞİ	38

İKİNCİ BÖLÜM

2000 SONRASI TÜRKİYE’DE KAMU BORÇLARININ GELİŞİMİ

2.1. KAMU BORÇ YÖNETİMİNİN KURUMSAL YAPISI	40
2.2. KAMU BORÇLARININ KAYNAĞINA GÖRE GELİŞİMİ	41
2.2.1. İÇ BORÇLAR	42
2.2.1.1. 2000- 2010 Yılları Arası İç Borçlar.....	42
2.2.1.1.1. İç Borç Stokunun Gelişimi ve Dağılımı.....	43
2.2.1.1.2. İç Borç Stokunun Borç Verenlere Göre Gelişimi	46
2.2.1.1.3. İç Borç Stokunun Vade- Faiz Yapısına Göre Gelişimi	47
2.2.1.1.4. İç Borç Stokunun Döviz Cinsinden Gelişimi.....	51
2.2.1.1.5. İç Borç Servisinin Gelişimi	53
2.2.1.2. 2011-2021 Yılları Arası İç Borçlar.....	55
2.2.1.2.1. İç Borç Stokunun Gelişimi ve Dağılımı.....	55
2.2.1.2.2. İç Borç Stokunun Borç Verenlere Göre Gelişimi	57
2.2.1.2.3. İç Borç Stokunun Vade - Faiz Yapısına Göre Gelişimi	59
2.2.1.2.4. İç Borç Stokunun Döviz Cinsinden Gelişimi.....	61
2.2.1.2.5. İç Borç Servisinin Gelişimi	63
2.2.2. DIŞ BORÇLAR	65
2.2.2.1. 2000- 2010 Yılları Arası Dış Borçlar	66
2.2.2.1.1. Dış Borç Stokunun Gelişimi ve Dağılımı	66
2.2.2.1.2. Dış Borç Stokunun Vade- Faiz Yapısına Göre Gelişimi	68
2.2.2.1.3. Dış Borç Stokunun Borç Verenlere Göre Gelişimi.....	69
2.2.2.1.4. Dış Borç Stokunun Döviz Yapısına Göre Gelişimi	71
2.2.2.1.5. Dış Borç Servisinin Gelişimi	72
2.2.3. Koşullu Yükümlülükler Kapsamında Dış Borçlanma	73
2.2.3.1. Hazine Garantileri ve KOİ Projeleri	73
2.2.2.2. 2011 – 2021 Yılları Arası Dış Borçlar.....	77
2.2.2.2.1. Dış Borç Stokunun Gelişimi ve Dağılımı	78
2.2.2.2.2. Dış Borç Stokunun Vade - Faiz Yapısına Göre Gelişimi	79
2.2.2.2.3. Dış Borç Stokunun Borç Verenlere Göre Gelişimi.....	80
2.2.2.2.4. Dış Borç Stokunun Döviz Yapısına Göre Gelişimi	81
2.2.2.2.5. Dış Borç Servisinin Gelişimi	82
2.2.2.3. Koşullu Yükümlülükler Kapsamında Dış Borçlanma	84
2.2.2.3.1. Hazine Garantileri ve KOİ Projeleri	84

2.2.2.3.2. Hazine Garantili Kur Korumalı Mevduat Hesabı	87
2.3. BORÇ YÖNETİMİ UYGULAMALARININ DEĞERLENDİRİLMESİ	88
2.3.1. İç Borç Yönetimi Uygulamalarının Değerlendirilmesi	90
2.3.2. Dış Borç Yönetimi Uygulamalarının Değerlendirilmesi	96
SONUÇ	105
KAYNAKÇA	110



SİMGELER VE KISALTMALAR DİZİNİ

BAP:	Borsa İstanbul Borçlanma Araçları Piyasası
BDDK:	Bankacılık Düzenleme ve Denetleme Kurumu
CDS:	Credit Default Swap
DİBS:	Devlet İç Borçlanma Senetleri
EXIMBANK:	İhracat ve İthalat Bankası
FED:	Amerika Birleşik Devletleri Merkez Bankası
GSMH:	Gayri Safi Milli Hasıla
GSYH:	Gayri Safi Yurtiçi Hasıla
IBRD:	Uluslararası İmar ve Kalkınma Bankası
IMF:	Uluslararası Para Fonu
KİT:	Kamu İktisadi Teşebbüsleri
KKBG:	Kamu Kesimi Borçlanma gereği
KKM:	Kur Korumalı Mevduat
KOİ:	Kamu–Özel İşbirliği
MB:	Merkez Bankası
SDR:	Özel Çekme Hakları
TCMB:	Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası
TL:	Türk Lirası
TMSF:	Tasarruf Mevduatı Sigorta Fonu
TÜFE:	Tüketici Fiyat Endeksi
UNDP:	Birleşmiş Milletler Kalkınma Programı
Vd.:	Ve diğerleri

ŞEKİLLER LİSTESİ

Şekil 1: İç Borç Stoku (Milyar TL).....	44
Şekil 2: İç Borç Stokunun Yapısı (%).....	45
Şekil 3: İç Borç Stokunun Borç Verenler Dağılımı (%)	46
Şekil 4: İç Borç Stokunun Vade Yapısı (Ay).....	48
Şekil 5: İç Borçlanmanın Ortalama Maliyeti (%)	49
Şekil 6: İç Borç Stokunun Faiz Yapısı (%).....	50
Şekil 7: İç Borç Stokunun Döviz Cinsi (%).....	52
Şekil 8: İç Borç Çevirme Oranı ve Borç Servisi(Milyon TL).....	54
Şekil 9: İç Borç Stoku (Milyon TL).....	55
Şekil 10: İç Borç Stokunun Yapısı (Milyar TL)	56
Şekil 11: İç Borç Stokunun Borç Verenler Dağılımı (Milyar TL).....	58
Şekil 12: İç Borç Stokunun Vade Yapısı (Ay).....	59
Şekil 13: İç Borçlanmanın Ortalama Maliyeti (%)	60
Şekil 14: İç Borç Stokunun Faiz Yapısı (%).....	61
Şekil 15: İç Borç Stokunun Döviz Cinsi (%).....	62
Şekil 16: İç Borç Servisi ve Çevirme Oranı.....	64
Şekil 17: Dış Borç Stoku (Milyon Dolar)	67
Şekil 18: Dış Borç Stokunun Vade Yapısı (%).....	68
Şekil 19: Dış Borç Stokunun Faiz Yapısı (%)	69
Şekil 20: Dış Borç Stokunun Borç Verenler Dağılımı(Milyon Dolar)	70
Şekil 21: Dış Borç Stokunun Döviz Cinsi(%)	71
Şekil 22: Dış Borç Servisi (Milyon TL).....	72
Şekil 23: Hazine Garantili Dış Borç Stoku ve Üstlenim Oranları	74
Şekil 24:Dış Borç Stoku (Milyon Dolar)	78
Şekil 25: Dış Borç Stokunun Vade Yapısı (%).....	79
Şekil 26: Dış Borç Stokunun Faiz Yapısı (%)	80
Şekil 27:Dış Borç Stokunun Borç Verenler Dağılımı (Milyon Dolar)	81
Şekil 28: Dış Borç Stokunun Döviz Cinsi (%)	82
Şekil 29: Dış Borç Servisi (Milyon TL).....	83
Şekil 30: Hazine Garantili Dış Borç Stoku ve Üstlenim Oranları	85

Şekil 31: Bütçe Göstergeleri ve Borç Stoku /GSYH	89
Şekil 32: İç Borç Stoku Ve Faiz Dışı Denge / GSYH (%).....	93
Şekil 33: Türkiye Dış Borç Stoku / GSYH (%)	99
Şekil 34: Türkiye 5 Yıllık CDS Primi (Baz Puan).....	101
Şekil 35: Döviz Kurlarının Gelişimi.....	102

TABLÖLAR LİSTESİ

Tablo 1: KOİ Yatırım Tutarları ve Proje Sayıları	77
Tablo 2: KOİ Yatırım Tutarları Ve Proje Sayıları	86

GİRİŞ

Devletler, kamu harcamalarının finansmanında kullanmak üzere vergiler, harçlar, resimler, özelleştirme ve borçlanma gibi çeşitli kamu gelirlerine sahiptirler. Kamu gelirleri içinde en büyük paya vergi gelirleri sahiptir. Söz konusu gelirlerinden bir diğeri de borçlanmadır. Devletler, kamu harcamalarının finansmanını sağlayamadığı veya yetersiz kaldığı durumlarda ve maliye politikası aracı olarak ekonomiye yön verme amacıyla borçlanmaya başvurabilmektedirler. Kamu borçlanması, Klasik İktisadi düşünceye göre olağandışı bir kamu geliri olmasına karşın 2008 Küresel Mali Kriz sonrasında uygulanan Keynesyen iktisadi politikalarla birlikte olağan bir kamu gelir kaynağı olarak görülmeye başlamıştır.

Borçlanma, borçlanmaya karar verilmesinden borcun ödenmesine kadar süren dinamik bir süreçtir. Borçlanma kararı veren devletlerin bu borcun hangi kaynaktan sağlanacağı konusunda ekonomik konjonktüre uygun hareket etmesi gerekmektedir. Borcun kompozisyonuna bağlı olarak borçlanma, ekonomide farklı etkiler göstermektedir. Dolayısıyla borcun kaynağının seçimi ve vade-faiz yapısı gibi çeşitli bileşenlerin belirlenmesi borçlanmanın sürdürülebilirliği açısından önem arz etmektedir. Gelişmekte olan ülkelerde görülmüştür ki artan kamu harcamalarına paralel olarak artan devlet borçları, yeniden borçlanmaya gidilmesi yolu ile finanse edilmeye başlanmış ve bir kamu borç sarmalı halini almıştır. Artan kamu borçlanması, devletler için borç yönetiminin önemini arttırmış ve borç yönetimi konusunda çalışmalar yapılmasını hızlandırmıştır.

Türkiye’de kamu borç yönetimine ilişkin yasal düzenleme 2002 tarihli 4749 sayılı Kamu Finansmanı ve Borç Yönetiminin Düzenlenmesi Hakkında Kanun’un çıkarılmasıyla başlamıştır. Kamu borç yönetiminin amaçları ülkelere göre farklılık gösterebilmektedir. Türkiye’de kamu borç yönetiminin amaçları; borçlanma maliyetinin minimum seviyede tutulması, borçlanmanın para ve maliye politikası ile uyumunun sağlanması, saydam, sürdürülebilir ve hesap verilebilir bir borçlanma stratejisinin oluşturulması olarak belirlenmiştir.

Türkiye’nin 2000 ve 2001 yıllarında yaşadığı ekonomik krizlerle birlikte artış gösteren kamu borç stoku, borç yönetiminin gerekliliğini ön plana çıkarmıştır. 2002

yılından itibaren kamu borç yönetiminin yasal ve kurumsal çerçevesi belirlenmiş ve uygulanmaya başlanmıştır. Dolayısıyla kamu borç yönetimi uygulamalarının borcun bileşenleri üzerinde gösterdiği etkiyi inceleme bir diğer ifade ile borç yönetimi uygulamalarının etkinliğini değerlendirme gerekliliği oluşmuştur. Bu bağlamda çalışmada Türkiye’de 2000 yılı sonrası kamu borç yönetimi uygulamaları ve kamu borçlarının kompozisyonu incelenmektedir. Birinci bölümde borçlanma, özel ve kamu borçlanmasının farkları ve kamu borç yönetimi kavramsal açıdan ele alınmaktadır. Kamu borç yönetiminin amaç ve ilkeleri de birinci bölümde ayrıca ele alınmaktadır. İkinci ve son bölümde ise 2000 yılı sonrası borçlanma verileri incelenmektedir. Karşılaştırmalı analizin kolaylığını sağlamak amacıyla; öncelikle 2000-2010 yılları arası iç ve dış borçlanma verileri incelenerek ardından 2010-2021 yılları arası borçlanma verileri ele alınmıştır.

BİRİNCİ BÖLÜM

KAVRAMSAL AÇIDAN KAMU BORÇLANMASI VE BORÇ YÖNETİMİ

Borçlanma tanımının yapılması, özel ve kamu borcu ayrımının yapılarak kamu borçlanmasının kaynak ve çeşitlerinin sınıflandırılması, borçlanmanın değerlendirilmesinde kolaylık sağlamaktadır. Bu bağlamda borçlanma, kamu borcu, kamu borçlanma çeşitleri ve kaynakları incelenerek borç yönetimi uygulamaları değerlendirilmelidir.

1.1. BORÇ VE BORÇLANMA KAVRAMLARI

Borçlanma kavramı kaynağını borç kelimesinden almaktadır. Borç, ödünç alınmış herhangi bir şey karşılığında yerine getirilmesi gereken yükümlülük, borçlanma ise belirli bir süre sonunda para veya benzeri bir şeyin geri ödenmek üzere ödünç alınması olarak tanımlanmaktadır (Erdem, 2012: 5). Borç kavramı, ödeme mükellefiyetini ifade ederken dar anlamda borçlanma ise para borcu anlamına gelmektedir. Borçlanma, belirli bir süre sonunda belirli bir paranın anapara, faiz ve diğer yükümlülükleri ile birlikte ödenmesi sürecini ifade etmektedir (Yılmaz, 2015: 1).

Devlet borçlanması ise, önceden tayin edilen hakların sahiplerine faiz ve anapara ödemesi yapılmasına ilişkin yasal yükümlülüğü ifade etmektedir (Ulusoy ve Erdem, 2014: 123). Borçlanma, belirli kaynakların belirli bir maliyet karşılığında bir süre için emanet alınması işlemi olarak tanımlanabilmektedir. Borçlanma, vadesi geldiğinde anaparası ile birlikte faiz ödemesini gerektirdiği için devletler için geçici bir gelir kaynağıdır (Özbilen, 2012: 13/23). Borçlanma, bir maliye politikası aracı olarak bütçe açıklarının finansmanında en sık kullanılan yöntemdir. Ayrıca maliye politikası aracı olmasının yanı sıra para politikası dinamikleri ile de yakından ilişkilidir (Dokuzoğlu, 2019b: 55).

Devlet borcu, borçlusu devlet veya kamu tüzel kişileri olan borçlardır. Genel olarak “Kamu Kredisi”, “Kamusal Kredi”, “Devlet Borcu”, “Kamu Borcu” ve “Kamusal Borç” gibi kavramlar birbirleriyle aynı anlamda kullanılmaktadır. Kredi veya borç birer yabancı kaynaktır. İhtiyacı olan tarafın belirli bir süre için belirlenen karşılığın ödenmesini ve süre sonunda alınan kaynağın iadesini ifade etmektedir (Erdem, 2012: 5).

1.1.1. Özel Borç ve Kamu Borcu Ayrımı

Ortaçağda hükümdarların borçlanması devletin borçlanması olarak da ifade edilirdi. Bu durumun temel sebebi hükümdarların devletle özdeşleşmiş olmasıdır. Dolayısıyla bu durum kamu borcu kavramının, özel borçlanmaya benzer bir yapıda ortaya çıkmasına neden olmuştur (Ulusoy, 2009: 13).

Kamu borçlanması ile kişisel borçlanma, elde edilen gelir karşılığında ileride bir ödeme yapılacağını vaat etmesi açısından farklılık göstermemektedir. Ödeme zamanı, borç akdi sırasında tespit edilen ve adına *vade* denilen sürenin sona erdiği andır. Kamu borçlanmasında da kişisel borçlanma gibi alacaklının para vermeyi kabul etmesine ve vade sonunda borçlunun ödemeyi yapması konusunda güven vermesine bağlıdır. *Her borçlanma, gelecekte bir ödeme vaadine karşılık bir satın alma gücü transferidir* (Yaşa, 1971: 5).

1.1.1.1. Özel Borç

Devletlerin borçlanması kamu borcu, bireylerin borçlanması ise özel borç olarak adlandırılmaktadır. Kamunun borçlanması genellikle özel borçlardan daha yüksek miktarlarda gerçekleşmektedir. Bu nedenle ödeme vadeleri de farklılık göstermektedir (Tüğen, 2018: 20-21).

Özel borçlanmada alacaklı kişi, borçlunun kaynaklarını yetersiz görmesi durumunda borcun ödenmesi konusunda garanti isteyebilmektedir. Söz konusu durum kamu borçlanması için de geçerlidir. Borçlanacak olan ülkenin ekonomik göstergelerinin olumsuz olması, borç yükünün fazla olması gibi durumlarda borcun ödenmesi konusunda garanti istenebilmektedir. Devlet borcunun ödenmemesi durumunda alacaklıların garantilere müracaat etme imkanları bulunmamaktadır. Bu durum kamu borçlanmasında sunulan garantilerin yalnızca psikolojik bir etkiye sahip olması ile açıklanabilmektedir. Ayrıca bu durum özel borçlanma karşılığında verilen garantilere kıyasla farklılık göstermektedir. Borçlanmanın yapılma gerekçelerine bakıldığında özel kesimin karlılığı ve üretim verimliliğini arttırmak gibi nedenlerle borçlandığı görülmektedir. Bu gibi nedenler kamu borçlanması için de söz konusudur. Devletin borçlanmadan ekonomik amaçlı yararlanması, borçlanma ile verimli alanlara yatırım yapılarak üretim artışının sağlanması şeklinde gerçekleşebilmektedir (Ulusoy, 2009: 13-14).

1.1.1.2. Kamu Borcu

Kamu borçlanması, vergi gibi zorunlu ve karşılıksız kamu gelirlerinden farklı olarak belirli bir bedelin ödenmesi karşılığı yapılmaktadır. Borç veren tarafın belirli bir süre elindeki kaynağı kullanmaktan vazgeçerek kamuya sunmasıyla borç verme işlemi gerçekleşmektedir (Eğilmez, 2004 : 63). Borçlanmada, borçlanan ve borç alan olmak üzere iki taraf bulunmaktadır. Kamu, yani borçlanan taraf için borçlanmada önemli olan düşük maliyetle yani düşük faizle ve uzun vadeli borç bulabilmesidir. Borç veren kesim için ise önemli olan husus borcunu alabileceği konusunda garanti sağlanması diğer bir ifade ile borç verenin riskinin düşük olmasıdır (Ulusoy, 2009: 302).

Kamu borçları, devletlerin gelir ve giderlerini dengelemede kullandığı bir araç olarak bilinmektedir ve maliye politikası aracı olarak artan bir öneme sahiptir. Kamu harcamalarının finansmanı konusunda vergileme potansiyelini yeteri kadar kullanamayan hükümetler açısından borçlanma, vergilendirmeye kıyasla kolay elde edilebilen bir kaynak olarak karşımıza çıkmaktadır. Ayrıca modern ekonomilerde borçlanma, ekonomik istikrar ve ekonomik büyüme gibi makroekonomik hedeflere ulaşmada bir maliye politikası aracı olarak da tercih edilmektedir (Yılmaz, 2015: 2).

Kamu borçlanması, vergilerin kamu harcamalarını finanse edemediği durumlarda vatandaşlardan tahvil sahibi olarak adlandırılan belirgin bir sınıf oluşturur. Tahvil sahipleri, vergi mükelleflerinden farklı bir konuma sahiptirler. Tahviller yapıları itibarı ile örneğin ebeveynlerden çocuklarına yani ileriye doğru aktarılabilmektedirler (Wagner, 2013: 15). Vergiler ise yapısı itibarıyla karşılıksız olması sebebiyle kamu harcamalarının finansmanında borçlanmadan farklılaşmaktadır. Kamu borcunun alınması ve ödenmesi durumları düşünüldüğünde, borçlanmadan elde edilen meblağlara gelir gözü ile bakmak güçleşmektedir. Çünkü borcun ödeme zamanında elde edilecek olan vergi gelirleri üzerine çekilmiş çeklerden ibarettir (Yaşa, 1971: 4).

Kamu borçlanmasında borçlu, devlet ya da diğer kamu kuruluşlarıdır ve borçlanma kamu hizmetlerinin görülmesi amacıyla yapılmaktadır. Bu amaç dışında herhangi bir başka amaç söz konusu değildir. Özel borçlanmada ise kamu borçlanmasının aksine kar amacı güdülür ve kişisel borçlanmada bireyin ya da tüzel

kişiliğin yararı söz konusudur. Ayrıca kamu borçlarının cebri ya da yarı cebri olarak sağlanabilmesi durumu da özel borçlanmadan farkı arasındadır (İnce, 2001: 4-5).

Özel borçlanmada borç alan kişi veya kurumun borcun ödenmesinden kaçınması durumu söz konusu değilken kamu borçlanmasında devlet, siyasi ve idari otoritesini kullanarak borcu ödememe veya belirli bir süre ödememe gibi hakka sahiptir (Ulusoy, 2009: 14).

Kamu borçlanmasının etkileri konusunda önemli hususlardan bir tanesi de yapılan borçlanmanın kim tarafından ve ne zaman ödeneceğidir. Finansal bir araç olan kamu borçlanmasına başvurulması özünde, şu an gerçekleştirilecek olan projelerin finansmanının ertelenmek durumunda olmasıdır. Borçlanmada, borç veren taraf yani tahvil sahipleri pek çok yatırım aracı arasından kendi arzuları ile seçim yaparak borç verirler ve gelecekte bu yatırımlarını, anapara ve faiz ödemesi ile birlikte geri alırlar. Dolayısıyla tahvil sahipleri, bugünün kamu harcamalarını finanse ederek sorumluluk taşımazlar. Gerçek borç yükünü üstlenenler, bugünün borçla karşılanan kamu harcamalarını ödeyecek olan gelecekteki vergi mükellefleridir (Tempelman, 2007: 436-437).

1.2. KAMU BORÇLANMA NEDENLERİ

Geçmiş dönemlere kıyasla 19. Yüzyıldan itibaren vatandaşların güvende hissetme arzusunda ve ödünç verme yeteneği ve isteğinde bir artış meydana geldiği görülmektedir. Ödünç verme isteğindeki bu artış kamunun borçlanabilmesi için sağlam bir temel oluşturmuştur (Demirhan, 2018: 153).

Kamunun borçlanma sebepleri genel olarak vergi ve diğer kamusal gelir kaynaklarını elde etme sebepleri ile benzerlik göstermektedir. Kamu harcamalarının, kamu gelirleri ile karşılanamadığı durumlarda bütçe açığı meydana gelmekte ve oluşan bütçe açığını kapatabilmek için borçlanmaya başvurulmaktadır (Tüğen, 2018: 21). Sosyal refah devlet anlayışı gereği kamu harcamalarının artması dolayısıyla kamu kesiminin ekonomideki payı da artış göstermiştir. Artan kamu harcamalarını finanse etmek kamu gelirlerinin artırılması sonucu mümkün olabilmektedir. Tasarruf eğilimi düşük olan ülkelerin sık başvurduğu finansman çeşitlerinden biri de borçlanma olmuştur (Erasa ve Andıç, 2017: 131-132).

Devletlerin başlıca gelir kaynaklarını vergi gelirleri ve borçlanma oluşturmaktadır. Dolayısıyla vergileme ve borçlanma arasında bir tercih yapılması söz konusudur. Borç kısır döngüsünde olan ülkelerde kamu harcamalarının önemli bir kısmı faiz ödemesine ayrılmaktadır. Bu durumda bütçe, devlete borç verenlere sürekli olarak kaynak ayırmak zorunda kalmaktadır. Borç verenlere yapılan faiz ödemelerinin finansmanının vergi gelirleri ile karşılanması gelir bölüşümünde adaletsizliklere yol açabilmektedir. Özellikle vergi yükü, düşük gelirli ve ücretliler üzerinde yoğunlaşmış olan ülkelerde gelir dağılımında adaletsizliği bozucu etkisi büyük olmaktadır (Yılmaz, 2015: 3).

Borçlanma kararı veren devlet, borçlanmayı vergilendirmeye tercih etmiş olmaktadır. Dolayısıyla borçlanma vergilendirmenin bir alternatifi olarak karşımıza çıkmaktadır. İlerde elde edilmesi beklenen vergi gelirlerinin önceden kullanılması borçlanma ile gerçekleşmiş olmaktadır. Borçlanma ve vergilerin yakından ilişkisi bu gelir elde etme yöntemlerinden hangisinin tercih edileceği konusunda etkili olan faktörleri önemli hale getirmektedir (İnce, 2001: 12).

1929 Ekonomik Buhranından sonra Keynesyen görüşün hâkim olmasıyla birlikte borçlanma konusu üzerinde sıkça durulan bir konu haline gelmiştir. Keynesyen ekonomik görüş ile birlikte borçlanma özellikle gelişmekte olan ülkelerde olağan bir finansman aracı haline dönüşmüştür (Erasa ve Andıç, 2017: 126). Günümüzde devlet bütçesinde borçlanmadan elde edilen gelirlerin de yer alması olağanüstü bir olay sayılmamaktadır (Yaşa, 1971: 3). Borçlanmaya çeşitli nedenlerle başvurulduğu görülmektedir. Bu bağlamda söz konusu nedenler ekonomik ve mali ve diğer nedenler olarak sınıflandırılabilir.

1.2.1. Ekonomik ve Mali Nedenler

Toplumsal yaşamdaki değişimler ve sosyal devlet anlayışının yaygınlaşması günümüzde devletlerin yükümlülüklerini arttırmaktadır. Kamu tarafından yerine getirilmek zorunda olan hizmetler çeşit ve kapsam yönünden genişleyen bir hale gelmiştir. Bu sebeplerle, modern anlayışla yönetilen devletlerin toplumun sosyal beklentilerini karşılaması, ekonomik alt yapıyı geliştirmesi ve klasik kamu hizmetlerini karşılayabilmesi, kamu harcamalarının artışı ile mümkün olabilmektedir. Bu noktada en önemli sorun harcamalara finansman sağlamak olmaktadır (Özbilen,

2012: 14). Sosyal devlet anlayışı gereği kamu harcamalarının çeşitlenmesi, aynı zamanda kamusal finansman araçlarının da çeşitlendirilmesi gerekliliğini doğurmuştur.

Artan kamu harcamaları veya giderlerine karşılık gelirlerinin de artırılması gerekmektedir. Karşılanamayan giderler nedeni ile kamu açığı ortaya çıkmaktadır. Oluşan kamu açığını kapatmak için harcamaların azaltılması daha kötü sonuçlara yol açabilmektedir. Çözüm yolu olarak kalan iki finansman şekli para basma (emisyon) ve borçlanmadır. Enflasyonla mücadele eden ülkeler için para basma yoluna gidilmesi çözüm olamamaktadır (Sugözü, 2010: 21).

Ülke kaynaklarının yetersizliği, borçlanmanın temel nedenlerinin başında gelmektedir. En sade biçimiyle düşünüldüğünde kişilerin ellerinde kaynak olması durumunda borçlanmaya başvurmayacağı bir gerçektir (Sugözü, 2010: 25).

Türkiye’de 1980 sonrası izlenen liberal ekonomik politikalarla birlikte vergi gelirlerinin azalması sağlanarak vergi tabanı daraltılmıştır. Bu ve benzeri politikalar dolayısıyla bu politikaların uygulandığı ülkelerde kamu harcamalarının vergilerle karşılanması yerine borçla finanse edilmesi söz konusu olmaya başlamıştır (Yılmaz, 2015: 17).

Kamu hizmetlerine olan talebin artması, vergi ve diğer kamu gelirlerine daha sık başvurulmasına neden olmuştur. Dolayısıyla kamu hizmetlerinin finansmanını çeşitlendirmek bir ihtiyaç halini almıştır. Finansman çeşitlerinden bir tanesi de borçlanma olarak karşımıza çıkmaktadır. Borçlanmanın kamusal finansman kaynakları içinde temel nitelikleri cebri olmaması, sözleşmeye bağlı bulunması ve karşılığının olması şeklinde açıklanabilmektedir (Tüğen, 2018: 13-14).

Maliye politikası aracı olarak boçlanma veya vergi yönlü tercihler yapılabilmektedir. Örneğin durgunluk dönemlerinde borçlanmanın tercih edilmesi, eksik istihdam halinde vergilemenin finansman yöntemi olarak kullanılmasının talep düzeyini daha fazla azaltacak olması gibi nedenler borçlanmanın maliye politikası aracı olarak tercih edilmesinde etkili olmaktadır (Yılmaz, 2015 :20).

1.2.2. Diğer Nedenler

Bir finansman aracı olarak kullanılan borçlanmanın yaygın ve genellikle olağan bir durum haline gelmesine karşın borçlanma özü itibarıyla geçici bir

kaynaktır (Özbilen, 2012: 1). Borçlanmaya sadece kamusal finansmanı sağlamak amacıyla değil aynı zamanda olağanüstü durumlarla karşılaşılması halinde ülke kalkınmasını hızlandırmak ve ortaya çıkan harcama artışını karşılamak gibi amaçlarla başvurulabilmektedir (Ulusoy, 2009: 2).

Bir diğer borçlanma nedeni ise, vadesi gelen borçların ödenmesidir. Sürekli bütçe açığı yaşayan ülkeler, borçlanma kaynaklarını verimli alanlarda kullanmaması sebebiyle yeni borç kaynakları ile vadesi gelen borçları ödeme yoluna gidebilmektedir. Bu yol, kısa vadeli ve faiz oranları yüksek borçlanmaların artışına neden olmaktadır. Artan kısa vadeli ve faiz oranları yüksek borçlanmalar, borçların sürdürülemez hale gelmesinde etkili olmaktadır (Yılmaz, 2015: 18-19). Sürdürülemez hale gelen borçlanmalar kısır bir döngüye girmektedir ve yapılan yeni borçlanma ile daha önce yapılmış olan borçlanmanın anapara ve faiz ödemesinin yapılması borcun borç ile finansmanına yol açmaktadır.

Artan kamu harcamalarının bir şekilde karşılanması gerekmektedir. Devletin en temel gelir kaynaklarından biri olan vergilerin her seferinde arttırılması; vergi arttırıcı kanunların mecliste kabul edilmesi, siyasilerin oy kaygısı gibi sebeplerden dolayı mümkün olamamaktadır. Dolayısıyla kamu harcamalarını karşılamak için alternatif kaynaklar yaratılması zorunlu hale gelmektedir. Kamu borçlanması bu durumda devreye girmektedir. 1970'li yılların başına kadar kalkınmanın finansmanı için yapılan borçlanma ilerleyen yıllarla birlikte kamu finansman ihtiyacının karşılanmasında bir alternatif oluşturmaya başlamıştır (Özbilen, 2012: 9). Borçlanma genellikle ekonomik gerekçelerle başvuru bir finansman aracı olsa da aynı zamanda siyasi tercihler sonucunda da kullanılan bir araçtır. Siyasiler oy maksimizasyonunu sağlamak amacıyla vergiler yerine borçlanmayı tercih etmektedirler. Borçlanma, bir finansman aracı olarak siyasi bir karar olması yönünden kısa dönemde rasyoneldir. Fakat uzun dönemde kamu yararı ile çelişen ve vergi yükünü arttıran bir hal almaktadır (Yılmaz ve Yılmaz, 2007: 11). Vatandaşlar üzerindeki vergi yükünün artması, siyasilerin oy maksimizasyonunu sağlaması hedefi ile örtüşmemektedir. Dolayısıyla özellikle seçim dönemlerinde, gelir artışını borçlanma yolu ile sağlamak vatandaşlar üzerinde o dönem itibariyle en az etki ve tepkiyi yaratmaktadır.

1.3. KAMU BORÇLANMA KAYNAKLARI

Kamu borçlanma işlemleri devlet adına Hazine ve bağlı bulunduğu bakanlık tarafından gerçekleştirilmektedir. Bu borçlanmalar genellikle bireyler, kamu ve özel kurumlar, ticari bankalar, sigorta kuruluşları ve merkez bankasından yapılmaktadır (Ulusoy, 2009: 1).

1.3.1. İç Borçlanma Kaynakları

Hazine tarafından ihraç edilen iç borçlanma senetleri; bankalar, sosyal güvenlik kurumları, menkul kıymet yatırım ortaklıkları gibi kurumlara satılabilmektedir. Bu kurumların yanı sıra özel kişiler de devlet iç borçlanma senetlerini alabilmektedirler. Hazine borçlanmayı, işlem maliyeti ve ihalelerde yaşanan zorluklar nedeniyle blok satış olarak gerçekleştirmektedir. Bu sebeple özel kişiler, bu senetlere bankalar aracılığıyla meydana gelen ikincil piyasalardan ulaşabilmektedirler (Pınar, 2016: 128).

Devletin borçlanma kaynaklarından biri olan merkez bankasının hazine ile ilişkilerinin işbirliği içinde yürütülebilmesi önemli bir konudur. Bu iki kurum arasındaki ilişki bozukluğunun sebebi genellikle hazinenin yeteri kadar vergi geliri elde edememesi ve bu durum sonucunda oluşan açıkları kapatmak amacıyla merkez bankasına karşılıksız para bastırma yoluna gitmesine neden olmaktadır. Merkez bankası, ticari bankalar, özel kişi ve kurumlar kamunun temel iç borçlanma kaynaklarını oluşturmaktadır. Tasarruf düzeyi düşük olan gelişmekte olan ülkelerde iç borçlanmanın sağlandığı kaynağı genellikle ticari bankalar oluşturmaktadır (Demir ve Sever, 2008a: 173).

1.3.2. Dış Borçlanma Kaynakları

Herhangi bir dış finansman kaynağından sağlanan kaynaklar ile Hazine borç üstlenim ve Hazine garantilerinden kaynaklanan her türlü ödeme dış borçlanma olarak adlandırılmaktadır. Dış borçlanma kaynakları genellikle hazinenin uluslararası sermaye piyasalarında ihraç ettiği Eurobond tahviller ve kira sertifikaları oluşturmaktadır. Eurobond tahviller, ülke veya şirketler tarafından yabancı para cinsinden yurtdışında borçlanmak amacıyla ihraç ettikleri tahvillerdir ve genellikle uzun vadeli tahviller olarak karşımıza çıkmaktadırlar (Karataş, 2019: 86).

Kira sertifikaları, faizsiz finans enstrümanlarına yatırım yapmak isteyen yatırımcılar için önemli bir yatırım kaynağıdır. Varlık kiralama şirketlerince, kendi nam ve sertifika sahiplerinin hesabına, satın almak veya kiralamak amacıyla devralınan varlıklardan elde edilen gelirlerden payları oranında hak sahibi olmalarını sağlayan menkul kıymetlerdir. Kira sertifikalarının mutlaka bir taşınmazın alım satımına ilişkin olması, devlet tahvillerinden ayıran özelliklerindendir (Karataş, 2019: 25-26).

Dış borçlanma kaynaklarının diğer devletlerden borçlanma, uluslararası kuruluşlardan borçlanma ve özel borçlanma olarak incelenmesi mümkündür. Devletlerden alınan krediler genellikle düşük faizli, bağlı veya serbest krediler şeklinde olabilmektedir. Uluslararası kuruluşlardan başlıcaları; Uluslararası Para Fonu(IMF), Uluslararası İmar ve Kalkınma Bankası(IBRD), Birleşmiş Milletler Kalkınma Programı(UNDP) 'dır. Bu kuruluşlardan sağlanan krediler, kısa, orta ve uzun vadeli olabileceği gibi serbest ve bağlı kredi olarak da sağlanabilmektedir (Sugözü, 2010: 198-199).

1.4. KAMU BORÇLARININ SINIFLANDIRILMASI

Kamu açıklarının finanse edilmesinde olağan yöntem olan vergi gelirleri ve olağandışı finansman yöntemlerinden biri olan borçlanma kullanılmaktadır. Borçlanma, yurtdışı kaynaklardan yapılan dış borçlanma ve yurtiçi kaynaklardan yapılan iç borçlanmadan oluşmaktadır (Sugözü, 2009: 71). Devlet borçları başlıca, vadesine göre, ülke içi kaynaklardan veya ülke dışı kaynaklardan olmasına göre ve zorunlu ya da gönüllü olmalarına göre sınıflandırılmaktadır (Yılmaz, 2003: 26).

1.4.1. Vadelerine Göre Sınıflandırma

Borçlanma şartlarının, borcun vadesine göre değişiklik göstermesi durumu, borcun ödenme süresini ifade eden vadenin, borçlanmanın ayrılmaz bir unsuru olduğunu göstermektedir. Borçlanmanın vade bakımından ikili ve üçlü şekilde sınıflandırılması yapılmaktadır. İkili sınıflandırmada kamu borçları; kısa ve uzun vadeli borçlar, üçlü sınıflandırmada ise kısa, orta ve uzun vadeli borçlar olarak ayırım yapılmaktadır (Yılmaz, 2015: 21).

1.4.1.1. Kısa Vadeli Borçlanma

İç borçlanma çeşitlerinden biri olan kısa vadeli borçlanma genellikle dalgalı borçlanma olarak bilinmektedir. Bu durumun sebebi bu borçların miktar olarak azalış ve yükseliş göstermesidir (Yılmaz, 2003: 27). Kısa vadeli borçlanma araçları; hazine bonusu, bütçe ve adi emanetler ve hazine kefaletine haiz bonolardır. Kısa vadeli borçlar vadesi bir yıl ve daha az olan borçlanma türüdür ve bu bir yıl içerisinde devamlı olarak alım-satım işlemine tabii oldukları için bu borçlar dalgalı borçlanma olarak da adlandırılmaktadır (Kalenderoğlu, 2006: 234). Kısa vadeli borçlanma, devletin gelir ve giderlerinin yer ve zaman bakımından uyumsuz olduğu durumlarda bu uyumsuzluğu gidermek amacıyla geçici bir süreliğine başvurulanan bir finansman kaynağıdır. Söz konusu borçlanmanın kaynaklarının genellikle MB ve özel bankalar olmakla birlikte bazı durumlarda sosyal güvenlik kurumları, sigorta şirketleri veya özel kişiler de olduğu görülmektedir (Ulusoy, 2009: 42).

Bütçe gelir ve giderlerini yer ve zaman açısından uyumlaştırmak, kısa vadede bütçe açıklarını kapatmak veya ekonominin içinde bulunduğu konjonktürün dalgalı borçlanmaya uygun olması gibi nedenlerle kısa vadeli borçlanmaya başvurulmaktadır (Kalenderoğlu, 2006: 234). Kısa vadeli borçlanma, faizinin düşük olması sebebi ile diğer borçlanma çeşitlerine nazaran kamu iç borç yükünde büyük artışlara neden olmamaktadır. Borcun alacaklıları, faiz geliri elde ederek likiditelerini arttırırken kamu da finansman ihtiyacını karşılamaktadır (Şen vd., 2007: 5).

1.4.1.2. Uzun Vadeli Borçlanma

Uzun vadeli borçlar vadesi bir yıldan fazla olan borçlardır. Genellikle sermaye piyasalarından sağlanır ve faiz oranları kısa vadeli borçlanmaya oranla daha yüksektir. Ayrıca kısa vadeli borçların vadesi geldiğinde konsolide edilerek uzun vadeli borçlar haline gelmesiyle de uzun vadeli borçlanma oluşabilmektedir. Ödeme zamanı yaklaşan uzun vadeli borçlar ise kısa vadeli borç haline gelirler (Ulusoy, 2009:44-45). Konsolide borçlanmada devlet, borcun faizini ödemeyi taahhüt etmektedir (Zerenler, 2003: 192). Konsolide borçlar, süresiz ve süreli borçlar olarak iki şekilde incelenmektedir. Süresiz yani devamlı borçlar, vadesi belirlenmemiş borçlardır. Süresiz borçlanmada borç devam ettiği sürece faiz ödemesi yapılmaya

devam etmektedir. Süresi belli olan borçlar ise bilindiği gibi vadesi belirli ve bir yıl veya bir yıldan daha uzun olan borçlardır (Sugözü, 2010: 31).

1.4.2. Kaynağına Göre Sınıflandırılması

Borçlanmanın kaynağına göre sınıflandırılmasında iki önemli unsur temel alınmaktadır. Bu unsurlar; borçlanılan kişi veya kurumların uyruğu ve borçlanma yapılan paranın cinsidir (Ulusoy, 2009: 50).

Borçlanmanın etkileri incelenirken iç veya dış kaynaklardan hangisinin tercih edileceği önem taşımaktadır. Farklı kaynaklar ekonomide farklı etkiler yaratacaktır. İç kaynaklar; özel tasarruf sahipleri, mali kurumlar ve bankalar olmak üzere sıralanabilmektedir. Borç verme yoluyla kaynaklarını belirli bir süre kamuya devreden kesimlerin taşıdıkları amaçları çeşitlilik gösterebilmektedir. Dolayısıyla farklı amaçlarla borç verilmesi farklı ekonomik etkiler doğurmaktadır (Erol, 1992: 68).

1.4.2.1. İç Borçlanma

Devletin kendi harcamalarını karşılamak için ülke içindeki kaynakları kullanarak para ve sermaye piyasalarından genellikle yüksek faizle aldığı borçlar iç borçlanma olarak tanımlanmaktadır. Türkiye'nin iç borçlanma sebepleri kamu gelirlerinin yetersizliği, kamu harcamalarının artışı, kamu israfının büyüklüğü ve yaşanan ekonomik krizler olarak sıralanabilmektedir (Bakkal ve Gürdal, 2007 : 149).

İç borçlanmada devlet, siyasal sınırları içindeki kişiler, firmalar veya çeşitli kurumlara başvurarak kaynak sağlar. İç borçlanma ile ülke içindeki kaynaklar özel sektör, bireyler veya kamu kurumları arasında transfer olmaktadır. Dolayısıyla iç borçlanma, ülke kaynağını arttıran veya azaltan bir etki yaratmamakta ve sadece kaynakların kullanıcıları değiştirmektedir (Yılmaz, 2015: 165).

Hazinenin ödemek durumunda olduğu bono ve tahviller tutarlarının toplamı iç borçları oluşturmaktadır. Tahvil, bir yıl veya daha uzun süreli bono ise bir yıldan kısa süreli borçlanma senetleridir (Kepenek ve Yentürk, 2007: 302). İç borçlanmaya gelişmiş ülkeler açısından bakıldığında kolaylıkla iç kaynak bulabilmeleri sebebi ile gelişmekte olan ülkelere göre daha fazla iç borçlanmaya başvurdukları söylenebilmektedir. Gelişmekte olan ülkelerdeki tasarruf eksikliği, milli gelir

yetersizliği gibi nedenler ise bu ülkelerin dış borçlanmaya gitmesinde önemli etkiye sahiptir (Yılmaz, 2015: 23).

İ ve dış borç ayırımında, borç ödemesinin hangi ülke para birimi cinsinden yapılacağının herhangi bir önemi yoktur. Burada ayırım borcun ülke içinden veya ülke dışından sağlanmış olmasıdır. Diğer bir ayırım ise uyruk kriteridir. Uyruk kriterine göre alacaklının o ülke vatandaşı olması durumunda i borçlanma, yabancı bir devlet uyruğunda ise dış borçlanma olarak adlandırılmaktadır (Zerenler, 2003: 193). İ borç, ülke içi kaynaklardan elde edilen borçlardır yani alacaklı ve borçlu aynı ekonomi içindedir. İ borçlar, gelirlerinin bir bölümünün devlet tarafından tayin edilen kurumlarca bu gelirin bir kısmının kullanılması şeklinde gerçekleşir. Dolayısıyla i borçlanmanın, gayri safi milli hasılanın (GSMH) bir bölümünden alınması şeklinde gerçekleştiği söylenebilmektedir (Yılmaz, 2003: 27).

1.4.2.2. Dış Borçlanma ve Dış Yardımlar

Dış borçlanma, belirlenen süre sonunda anapara ve faiz ödemesinin yapılması koşuluyla yabancı ülkelerden sağlanan kaynaklardır. Dış borçlanma, devletin yabancı sermaye piyasasına tahvilini ihraç edip karşılığında yabancı para cinsinden kaynak sağlaması durumudur (Kalenderoğlu, 2006: 236). Dış borç kavramı sadece yurtdışında olan borçlarımızı ifade etmektedir ve vadesi geldiğinde borcun ödenmesiyle birlikte milli geliri azaltıcı etki göstermektedir. Burada i ve dış borçlanmanın temel farklılığı karşımıza çıkmaktadır. İ borçlanmanın iç kaynaklardan yapılması nedeniyle borcun ödenmesi halinde milli gelirin miktar yönünden değişmesine bir etkisi bulunmazken dış borcun alınması halinde milli geliri arttırıcı, ödenmesi halinde ise azaltıcı etkisi bulunmaktadır (Taşar, 1999: 337).

Dış borçlanma ile ülke dışından borçlanan devletler, kullanabilecekleri kaynaklara ve ülke içindeki döviz miktarına katkı sağlamış olur (Zerenler, 2003: 191). Kamunun dış borçlanmayı tercih etmesi durumunda borcun geri ödenmesi için gerekli olan yabancı para cinsinin ülkeye girmesini sağlayacak politikalar tercih etmesi gerekmektedir (Yılmaz, 2015: 24).

Bir ülkenin toplam dış borçlarını, kamu ve özel sektör dış borçlarının tamamı oluşturmaktadır. Özel kesim borçlarının, ülkenin toplam dış borcunun içerisinde bulunması, özel kesimin yaptığı borçlanmanın da o ülkenin yükümlülüğünü

göstermesinden kaynaklanmaktadır. Aynı zamanda Hazine garantörlüğü ile özel kesim dış borçlanması da yapılabilmektedir. Hazine'nin bu borçlanmalara garantör olması bir nevi Hazine'nin borçlanması olarak nitelendirilmektedir (Eser ve Birinci, 2014: 33).

Borçlanma ekonomide tahrip edici etkilerde bulunabilmektedir. İç borçlanmanın önemli ekonomik ve sosyal zararları olduğu gibi dış borçlanma da ülkelerin bağımsızlıklarına yönelik politik sıkıntılara neden olduğu ortaya çıkmıştır. Bu sebeple borçlanmanın olağanüstü bir gelir olarak kabul edilmesi ağırlık kazanmıştır (Sugözü, 2010: 26). Bu görüşün yanı sıra dış borçlanmanın gelişmekte olan ülkeler açısından sağlayabileceği katkı ile ilgili de görüşler bulunmaktadır. Selik (1961: 14), devletlerin yabancı kaynaklardan borçlanması durumunda, yerli kaynaklardan daha az borçlanması veya daha az istifade edilmesi anlamına gelmediğini ifade etmektedir. Gelişmekte olan ülkelerde dış kaynaklardan borçlanma, kalkınmaya faydalı olacak şekil ve şartta kullanıldığında ülkenin gelişme hızına olumlu katkı sağladığını ve aynı zamanda milletlerarası iş bölümünü geliştirdiğini ifade etmektedir.

Dış borçlanmanın yanısıra dış yardımlar genellikle uluslararası kuruluşların veya gelişmiş ülkelerin, gelişmekte olan ülkelere sermaye akışı yaratmak amacıyla sağladığı tüm imkanlardır. Dış yardımlar aynı veya maddi şekilde yapılabilmektedir. Gelişmekte olan ülkeler; yatırımlarını finanse edebilmek, iç kaynak yetersizliğini giderebilmek ve ithalat için yeterli döviz kaynağı elde edebilmek gibi amaçlarla dış yardım talep eden taraf olmaktadır (Açıkgöz, 2020: 58-61). Dış yardım yapılan gelişmekte olan ülkelerin hükümetleri, genellikle dış yardımların üretimi arttırmayı teşvik etmek konusunda yetersiz kaldığında, mevcut siyasileri tehdit eden bir yapı haline gelebilmektedir (Easterly, 2003: 35). Dolayısıyla dış borçlanma ve dış yardımlardan elde edilen kaynakların ülke içerisinde kullanım alanları büyük önem taşımaktadır.

1.4.3. Zorunluluğa Göre Sınıflandırılması

Kamu borçlanması, genel itibariyle gönüllülük esasına dayalı olarak gerçekleşmektedir. Fakat gönüllü (ihtiyari) ve zorunlu (cebri) borçlanma olarak ayırım yapıldığı durumlar da karşımıza çıkmaktadır. Gönüllü borçlanmada borç veren

bireyler veya kurumların tasarruf eğilimleri pozitifdir. Tasarruf eğiliminin negatif olduğu durumlarda ise devlet, cebri olarak borç isteyebilmektedir (Yılmaz, 2015: 20).

1.4.3.1. Gönüllü Borçlanma

Borçlanma koşullarının devlet tarafından belirlendiği ve borçlanan tarafın belirlenen koşulları kendi iradesi ile kabul etmesi hali gönüllü borçlanma olarak ifade edilmektedir (Sugözü, 2010: 32). Borç verme olanağına ve isteğine sahip olan kişi veya kurumların, kamu tarafından belirlenen koşullarda borç vermeye karar vermesi gönüllü borçlanmayı ifade etmektedir.

Borç tahvillerinin devlet tarafından miktarı, faizi, ihraç şekli ve itfa koşullarının belirlenerek borç verebilme potansiyeline sahip olan kişi veya kurumlara sunularak borçlanmaya gidilmesi, isteğe bağlı borçlanma olarak tanımlanmaktadır. İsteğe bağlı borçlanmanın başarılı olamadığı durumlarda devletler vergi ile benzerlik gösteren zorunlu borçlanmaya başvurumaktadırlar (Zerenler, 2003: 193).

1.4.3.2. Zorunlu Borçlanma

Devlet iç borçlanma senetlerinin gerçek ve tüzel kişiler tarafından satın alınmasını zorunlu tuttuğu durum zorunlu borçlanma olarak değerlendirilmektedir. Bu yönleri dolayısıyla zorunlu borçlanmalar, vergiye yaklaşırlar ve vergi ile isteğe bağlı borçlar arasında yer almaktadırlar. Zorunlu borçlanmanın vergilerden ayrıldığı nokta borcun vadesi geldiğinde anapara ve faiz olarak borçlanan tarafa ödeme yapılmasıdır. Devlet, zorunlu borçlanmayı çeşitli şekillerde gerçekleştirebilmektedir. Örneğin, bankaların veya sigorta şirketlerinin topladığı mevduatların bir kısmını yasalar çıkararak devlet tahvili veya hazine bonosu almaya mecbur bırakabilmektedir (Özbilen, 2012: 45-46).

Zorunlu borçlanma kendi arasında, tam zorlama ile alınan borçlar, zorlama tehdidi ile alınan borçlar, manevi zorlama ile alınan borçlar ve zorunlu tasarruf yaratarak alınan borçlar olarak ayrılmaktadır. Manevi zorlama ile alınan borçlarda, borç veren ve borçlanan taraflar arasında herhangi bir zorunluluk durumu yoktur. Sadece devletler tarafından, piyasaya sürülen tahvillerin satın alınması için manevi bir baskı unsuru yaratılmaktadır (Açıkgöz, 2020: 45). Tam zorlama ile alınan borçlar ise devlete borç verecek şahısların ve borç verecekleri miktarın devlet tarafından

belirlenmesiyle ortaya çıkmaktadır. Borçlanmanın manen veya hukuken bir zorunluluğa dayanmamakla birlikte cebre dayanan tasarrufların sonucunda oluşması durumu zorunlu tasarruf yaratarak borçlanma olarak adlandırılmaktadır. Zorunlu tasarruf yaratarak borçlanmada devletler, halkın belirli bir satınalma gücünü elinden alarak elde ettiği kaynağın devlet iç borçlanma senetlerine yatırılmasını sağlamaktadır. Zorlama tehdidine dayanan borçlanma ise devletler borçlanma senetlerinin satılmaması durumunda zorla aldırılacağını belirterek tasarruf sahiplerinin borçlanma senetlerine olan talebini etkilemektedir (Yaşa, 1971: 22/25).

1.5. KAMU BORÇLANMA ARAÇ VE YÖNTEMLERİ

Kamu borçlanmasında, borçlanmanın kaynağına karar verilmesinin yanı sıra hangi borçlanma araç ve yöntemi ile borçlanılacağı önem taşımaktadır. Bu araç ve yöntemlerin tercihi, borçlanan ülkenin ekonomik durumu, piyasaların gelişmişliği ve siyasi tercihler gibi göstergelerle yakından ilişkilidir.

1.5.1. İç Borçlanma Araç ve Yöntemleri

Kamuya kaynak sağlayan borçlanma çeşitlerinden biri olan iç borçlanmada; bireyler veya özel kuruluşlar gelirlerinin harcanmayan kısımlarıyla devlet tahvillerine yönelirler. İç borçlanmanın temel kaynakları, devlet tahvili ve hazine bonosudur. Borç verme nedeni ile tüketim yapılmayan gelir, vade sonunda borcun getirileriyle karşılanmaktadır (Yılmaz, 2005: 61-62) .

İç borçlanma, devlet iç borçlanma senetlerinin (DİBS) Hazine tarafından yurtiçi piyasalara ihraç edilmesinin yanısıra çeşitli kamu kuruluşları aracılığı ile (hazine kefaleti altında) de gerçekleştirilebilmektedir. *Tahvil ve bonolar*, kamu borçlanmasında kullanılan en önemli iki araçtır. Tahvil ve bonolar, iç borçlanma senetleri olarak da adlandırılabilir. İç borçlanmada kullanılan diğer araçlar ise; müteahhit bonoları, bütçe emanetleri, merkez bankası avansları, adi emanetler ve gelir ortaklığı senetleridir (Ulusoy, 2009: 76).

Müteahhit bonolarında ise, Devlet İhale Kanunları çerçevesinde, devlet, bayındırlık hizmetlerini yapmaları karşılığında müteahhitlere belirli dönemlerde ödemelerde bulunmaktadır (Özbilen, 2012: 96). *Hazine bonoları*, bir yıl veya daha az vadeli devlet iç borçlanma senetleridir ve genellikle gelir-gider dengesi açık verdiğinde hazine nakit ihtiyacını karşılamak amacıyla ihraç edilmektedir (Günay

Bekar, 2018: 51). Senetler ayrıca, kupon ödemesi olup olmamasına göre de ikiye ayrılmaktadır. Kuponsuz senetlere dönem içerisinde herhangi bir ödeme yapılmaktadır ve genellikle iki yıldan az vadeli olarak satılmaktadır. Kuponlu senetler ise iki yıl ve daha uzun vadelerle ihraç edilmekte ve 6 ayda bir kupon ödemesi yapılmaktadır (Karataş, 2019: 45).

Hazine kefaletine haiz bonolar genellikle, borçlanmak isteyen merkezi yönetim teşkilatının dışında kalan kamu kurumlarının finansman ihtiyacını sağlamak amacıyla çıkarılmaktadır. Çıkarılan bonolar, MB tarafından iskonto edilerek karşılığında bu kurumlara avans verilerek kaynak sağlamaktadır. Bir diğer iç borçlanma aracı olan gelir ortaklığı senetleri ise altyapı yatırımlarına kaynak sağlaması amacıyla, gerçek ve tüzel kişilerin ortak olması amacıyla çıkarılan senetlerdir (Ulusoy, 2009: 82-83).

Emanetler, hazineye geçici olarak bırakılmış paralardır ve adi emanetler ve bütçe emanetleri olarak ikiye ayrılmaktadır (Özbilen, 2012: 98).

Bütçe emanetleri, bir mali yıl içerisinde herhangi bir kamu harcamasının yapılamaması sebebi ile yıl sonu itibariyle bu harcama tutarı masraf kaydedilerek emanet hesabına alınmasıyla gerçekleşir. Esas itibariyle diğer mali yıl içerisinde ödemenin kolaylıkla yapılması amacını taşıyan bu uygulama, bütçe açığını gizlenmesi ve bütçe emaneti hesabında devlet borcu birikmesine neden olmaktadır (Yaşa, 1971: 45).

Adi emanetler, gerçek veya tüzel kişilerin herhangi bir işin gerçekleşmesi amacıyla hazineye geçici olarak yatırdığı paralarla ilgili bir hesaptır. Genellikle ihale teminatları, vergi teminatları gibi ödemelerden oluşmaktadır. Adi emanetlerin, bütçe ile alakalı olmaması bütçe emanetinden ayıran temel özelliğidir (Erdem, 2012: 35).

1.5.2. Dış Borçlanma Araç ve Yöntemleri

Dış borçlar iki grup şeklinde incelenmektedir. Birinci grubu Hazine'nin borçlanarak sağladığı kaynaklar, ikinci grubu ise Hazine dışındaki kamu kurum ve kuruluşlarının borçlanarak elde ettikleri finansman kaynakları oluşturmaktadır. Birinci grupta yer alan finansman kaynakları proje ve program finansmanından oluşmaktadır. Proje finansmanın kaynakları genellikle uluslararası kuruluşlar, yabancı ülkeler, yabancı bankalar gibi kurum ve kuruluşlardan meydana gelmektedir.

Proje kredileri yap-işlet-devret, savunma projeleri gibi projeler kapsamında bu projelerin tamamı veya belirli bir kısmını karşılamak amacıyla alınmaktadır (Mutlu, 2006: 87-88). Proje kredileri, kamu veya reel sektör projelerine hazine geri ödeme garantisi veya doğrudan sağlanan kredilerdir (Karataş, 2019: 85).

Ülkenin makroekonomik programlarını gerçekleştirmek amacıyla duyulan finansman ihtiyacının dış kaynaklardan sağlanması ise program finansmanı olarak ifade edilmektedir (T.C. Hazine ve Maliye Bakanlığı, 2021a: 24). Program kredileri, kamunun finansman ihtiyacını karşılamak için doğrudan bütçeye aktarılan dış finansman çeşitidir. Genellikle Dünya Bankası, Avrupa Yatırım Bankası ve Fransız Kalkınma Ajansı gibi kuruluşlardan sağlanmaktadır (Karataş, 2019: 85).

Dış borçlar aynı zamanda finansman türlerine göre; kalkınma kredileri, proje program kredileri, savunma kredileri ve bağışlar olarak sınıflandırılmaktadır. Kalkınma kredileri genellikle kalkınma amacıyla yatırım yapılmasına veya yatırımların arttırılması amacıyla hizmet etmektedir (Günay Bekar, 2018: 70).

Dış borçlanma vade, sağlandığı kaynak veya ödeme aracına göre sınıflandırılabilir. Kaynak açısından dış borçlanma başlıca iki kaynaktan sağlanmaktadır. Bu kaynaklar, uluslararası kuruluşlar ve özel veya resmi kaynaklardan sağlanan kredi borçlarıdır. Uluslararası dış borçlanma, IMF, İhracat ve İthalat Bankası (EXIMBANK) gibi kuruluşlardan yapılmaktadır. Özel kaynaklı borçlar ise ticari bankalardan sağlanan borçlardır (Adıyaman, 2006: 23).

1.6. KAMU BORÇLANMASININ SINIRI

Devletlerin borçlarının sürekli olarak artış göstermesi, kamu borçlanmasının sınırı konusunu gündeme getirmiştir. Bu sınırı belirleyen unsurlar; makroekonomik değişkenler ve ülkenin içinde bulunduğu ekonomik koşullardır. Eğer borçlanma bütçede ağır yüklere sebep oluyorsa borçlanmanın sınırlandırılması önemli hale gelmektedir. Milli gelir düzeyi, vergilendirilebilir kaynaklar, finansal piyasaların derinliği, faizler ve kamu harcamalarının düzeyi; bir ülkede borçlanma sınırını belirlemede kullanılacak olan unsurlardır (Ulusoy, 2009: 26). Bir ülkenin borçlanmasının sınırlandırılması hukuki ve mali-ekonomik bir sınıflandırma yapılarak açıklanabilmektedir. Böylece borçlanma yetkisi açısından borçlanma sınırı hukuki olarak açıklanıp aynı zamanda borçlanmanın ekonomiye etkileri sonucu

borçlanma sınırının belirlenmesi ise mali ve ekonomik sınır olarak incelenebilmektedir.

1.6.1. Hukuki Sınır

Bir ülkede borçlanma yetkisinin kimde olacağı hukuk sistemi ile belirlenir. Borçlanma yetkisini hükümete veren kanunların parlamentoda onaylanması halinde yetki sağlanmış olmaktadır (Ulusoy, 2009: 29).

İç borçlanma limiti, 4749 sayılı kanunun 5.maddesine göre ülkenin kalkınma hedefleri dikkate alınması, piyasalarda istikrarın korunması ve makro ekonomik dengeler göz önünde bulundurulması halinde bütçe kanununda belirtilen başlangıç ödenekleri toplamı ile tahmin edilen gelirler arasındaki fark kadardır. Borçlanma limiti değiştirilemez fakat yıl içerisinde en fazla yüzde beş oranında arttırılması söz konusu olabilmektedir. İç borçlanma limitinin arttırılması ihtiyacı borç yönetimi ihtiyaçlarının artması veya gelişimi gibi etkenlere bağlı olarak gerçekleşebilmektedir. Söz konusu yüzde beşlik artış oranının yeterli olmaması durumunda Cumhurbaşkanı kararı ile yüzde beş ilave artış kararı alınabilmektedir (Bayraktar, 2011: 3). Ayrıca bütçenin denk olması durumunda borçlanma, anapara ödemesinin en fazla %5'ine kadar arttırılabilmektedir. Özel tertip devlet iç borçlanma senetleri bu limitin hesaplanmasında kullanılmamaktadır. Özel tertip iç borçlanma senetleri mali yıl içerisinde meydana gelen ve öngörülemeyen giderler için ödenek kalemlerinden aktarma yapılması koşulu ile ihraç edilebilmektedir (Çadırcı, 2022: 220).

Türkiye'de kamu kesimi borçlanma gereğindeki artışın zararlı olduğu genel kabul görülmektedir. Borçlanma gereğindeki bu artışın devletin borçlanma yetkisi ile bağlantısı gözardı edilmektedir. Türkiye'de iç borç sorununun temelinde devletin borçlanma yetkisi problemi olduğunu ve borçlanma yetkisinin sınırlandırılması gerektiği sonucu çıkarılmalıdır (Fırat, 2009: 33). Bu bağlamda 2002 yılında 4749 sayılı kanun ile kamu mali disiplinin sağlanması amacıyla hazine borçlanmasına, genel bütçeli kuruluşların gelirleri ile harcamaları arasındaki fark kadar sınırlandırma getirilmiştir. Borç limiti uygulaması ile kriz ve kriz dışı dönemlerde otomatik istikrar sağlayıcı görevi görmesi amaçlanmıştır (Kadıköylü ve Özpençe, 2020: 323).

1.6.2. Mali ve Ekonomik Sınır

Kamu dış veya iç borçlanmasının ilerleyen dönemlerde elde edilecek gelirin önceden kullanılması anlamına gelmesi dolayısıyla gelecek nesillerin borç yükü artmaktadır. Bu sebeple kullanılan borcun kaynağının verimli şekilde seçilmesi zorunlu bir hal almaktadır (Adıyaman, 2006: 39). Borçlanmanın sınırının belirlenmesi, gelecek nesillere yüklenecek olan borç yükünün hafifletilmesi açısından önem arz etmektedir.

Devlet borçlanmasının amaç ve sınırının belirlenmesine yönelik teorik çerçeveler incelendiğinde; borçlanmada altın kural, masetme kapasitesi başlıkları kapsamında ele alındığı görülmektedir. Borç kullanım alanının sınırını belirleyen altın kural teorisi, kamunun sadece sermaye yatırımı finansmanında borçlanma kaynaklarına başvurması ve cari harcamaların ise vergi ve diğer kamu gelirleri ile karşılanması esasına dayanmaktadır (Işık, 2017: 126). Ayrıca Maastricht Kriterleri'nde belirtilen kamu borçlarının GSYH'ya oranının %60'ı geçmemesi gerekliliği de söz konusu ekonomik ve mali sınır arasında gösterilmektedir.

Dış borçlanma genellikle, yatırım için gerekli olan tasarruf eksikliği, dış ticaret ve ödemeler dengesi açıkları, döviz rezervinin yetersiz olması veya borç ödemelerinin yapılması amacıyla gerçekleştirilmektedir. Sarı (Sarı, 2004: 7); ülke ekonomisinin verimliliği arttığı sürece dış borçlanmaya başvurulması gerektiği ve aynı zamanda bu yolla yapılan yatırımların "Azalan Verimler Kanunu"na göre değerlendirilmesi gerektiğini ifade etmektedir. Bu çerçevede, dış kaynaklardan elde edilen gelir ile yapılan her yatırım sonunda üretimin büyüklüğünde sağladığı artış azalır ve belirli bir noktada dış borcun ödenmesi için gerekli olan anapara ve faiz ödemesinin altına inmesi ile sonuçlanabilmektedir. Dolayısıyla dışarıdan gelen sermayeyi verimli kullanabilme kapasitesi anlamına gelen Masetme Kapasitesi, dış borçlanmanın sınırlandırılmasında önemli bir kıstas olarak karşımıza çıkmaktadır.

1.7. KAMU BORÇLANMASININ EKONOMİYE ETKİLERİ

Borçlanma, kamu açıklarının finansmanının karşılanmasında bir araç olmasının yanı sıra iktisat ve maliye politikasının bir aracı olarak da karşımıza çıkmaktadır. Bu özellikleri ile borçlanma, doğrudan ve dolaylı olarak ekonomik değişkenlerin hemen hepsinde farklı derinliklerde etkili olmaktadır (Demir, 2009:

57). Kamu borçlarının ekonomiye etkisi elde edildiği kaynak ve borcun vadesi gibi unsurlara bağlı olarak farklılık göstermektedir. Bu nedenle borçlanmanın ekonomiye etkileri, iç ve dış borçlanma şeklinde sınıflandırılarak incelenmelidir.

1.7.1. İç Borçlanmanın Ekonomiye Etkileri

Kamu borçlanması, bazı kesimlerin önemli yararlar elde etmesi bazı kesimlerin ise birtakım mali yükümlülükler üstlenmesi ile sonuçlanmaktadır. Dolayısıyla borçlanma ile birlikte, gelirin yeniden dağılım süreci ortaya çıkmaktadır (Demir, 2009: 72). Devlet borçlanmasının, toplam tüketim üzerindeki etkileri incelendiğinde daraltıcı veya genişletici etkilerinin olduğu görülmektedir. Borçlanmanın yurttaşlardan sağlanması durumunda vergilendirmeye nispeten, toplam tüketimde daraltıcı etki meydana getirmektedir. Enflasyonist ekonomik konjonktürde borçlanma, etkili bir enflasyonla mücadele yöntemi olarak kullanılabilir. Borçlanmanın toplam talep üzerindeki etkisi konusunda diğer bir beklenti ise borç verenlerin ileride gelirlerinin artacağı düşüncesiyle harcamalarını arttırması durumudur (Çataloluk, 2009: 253).

Kamu harcamalarındaki artış kamu borçlanmasında artışla paralel olarak gerçekleşmektedir. Artan kamu borcu, fiyatlar genel düzeyinin artmasına neden olmaktadır. Nihai etki olarak kamu borçlarının artışı enflasyona neden olurken faiz oranı ve gelir dağılımı gibi değişkenleri de olumsuz etkilemektedir. Faiz oranlarında yaşanan artış özel kesim yatırımlarının azalmasına neden olmaktadır. Kamunun piyasadan yüksek faizle borçlanması, özel sektörün üretim, yatırım ve büyüme sürecini olumsuz etkilemektedir (Bayraktar, 2009: 307). Gelişmekte olan ülkelerin borçlanma verileri incelendiğinde iç borçlanmaya doğru hızlı bir geçişin olduğu görülmektedir. İç borçlanmaya olan bu yöneliş kamunun borç bulabilme potansiyelini arttırmakta ve dolayısıyla borç bulamama sonucunda oluşabilecek makroekonomik riskleri de azaltmaktadır. Aynı zamanda kamunun borçlanabileceği piyasanın gelişmesi ve borçlanma araçlarının da çeşitlenmesi sonucunu da doğurmaktadır. Kamu harcamalarının finansman yönteminde iç borçlanmanın artış göstermesinin diğer bir sonucu ise finansal piyasalarda özel kesimin dışlanarak borç alma maliyetlerinin yükselmesi olarak karşımıza çıkmaktadır (Sekmen vd., 2020: 545).

1.7.2. Dış Borçlanmanın Ekonomiye Etkileri

Gelişmekte olan ülkelerde dış borçlanmaya başvurma genellikle, çeşitli sebeplerle ülke içerisinde yaşanan iç kaynak yetersizliğinden kaynaklanmaktadır (Erdem, 2012: 151). Dış borçlanmanın etkileri incelendiğinde ekonominin farklı dinamikleriyle ilişkili olduğu görülmektedir. Dış borçlanmanın fiyatlar genel seviyesi üzerinde etkilerine bakıldığında, enflasyonist etki yarattığı, dış borçlanma kaynaklarının yatırım projelerinde kullanılması ise istihdamı ve büyümeyi olumlu yönde etkilediği sonuçları ortaya çıkmaktadır. Gelir dağılımı açısından dış borçlanma etkileri ise iki şekilde meydana gelmektedir. Birincisi borç alan ülkelerin borcun ödenmesi sırasında sermaye akışının gelir dağılımını olumsuz etkilemesi durumudur. Söz konusu ikinci durum ise borcun ödenmesi sırasında vergi gelirlerinin arttırılması gerekliliğidir. Artan vergiler gelir dağılımını olumsuz yönde etkilemektedir (Şeker, 2006: 90).

Dış borçlanmanın ekonomi üzerinde etkisi, dış borcun miktarının yanı sıra ekonomik büyümeye yaptığı ve yapacağı katkının ne olduğudur. Alınan dış borcun verimli alanlara yapılan yatırımlarda değerlendirilmesi, dış borçlanmanın ekonomiye etkisini pozitif hale getirmektedir. Türkiye'nin yaşadığı krizlerden çıkardığı sonuçlar ve bu krizlerin ekonomiye verdiği etkiler nedeniyle yüklü maliyetler oluşmuştur. Ekonomide meydana gelen yüklü maliyetler, dış borç yönetiminin gelişmekte olan ülkeler ve yükselen piyasalar için ne kadar önemli bir hale geldiğini açıklar niteliktedir (Karagöl, 2010: 21-27).

1.8. KAMU BORÇ YÖNETİMİ

Borç yönetimi, kamunun borçlanmadan elde ettiği fonları etkin bir şekilde kullanılmasıyla ilgilidir. Hangi borçlanma aracının kullanılacağı, ne ölçüde ve nasıl kullanılması gerektiğinin belirlenmesi önem taşımaktadır (Ulusoy, 2009: 301). Kamu borçlarının etkin olarak yönetilememesi ülkelerin borç krizine girmesine neden olmaktadır.

2008 Küresel Mali Krizi sonucu gelişmekte olan ülkelerin krize karşı dayanıklılığını etkileyen önemli faktörlerden biri borç yönetimi uygulaması olmuştur. Kamu borç yönetimi, ülkelerin borç portföyündeki risklerin sınırlandırmasında etkili olmuştur. İç borçların vadesini uzatma, fon kaynaklarını

çeşitlendirme ve döviz riskini azaltma araç ve uygulamalar krize karşı nispeten dayanıklı hale gelmelerinde etkili olmuştur (Silva vd., 2010: 24).

1.8.1. Kavramsal Açıdan Borç Yönetimi

Kamu gelir ve gider dengesinin sağlanamadığı durumlarda devletlerin bu açığı borçlanma yolu ile finanse etmesi, tasarrufundan fazla harcama yaptığını göstermektedir. Hızla artan kamu harcamalarının finansmanının sağlam kaynaklardan beslenememesi ekonomilerin bir borç kısır döngüsüne girmesine neden olmaktadır (Kesik, 2003: 89). Bu borç kısır döngüsünden çıkış yolu arayan ülkeler için borç yönetimi kavramı önem taşımaya başlamıştır.

Gelişmekte olan ülkelerin finansal krizlere olan yatkınlıkları sebebiyle borç yönetimine önem vermeleri bir zorunluluk haline gelmiştir. Krizlerin ana nedeni genellikle borç yönetimi olmamakla beraber borçların vade yapısı, faiz oranları ve borçlanma çeşitlerinin oluşturduğu etkiler krizlerin derinleşmesine neden olmaktadır. Ayrıca devletlerin doğrudan veya dolaylı olarak verdikleri garantiler de krizi olumsuz yönde etkileyen borç yönetimi hususlarından biri olarak karşımıza çıkmaktadır (Fırat, 2009: 46).

Kamu borç yönetiminin amacı, orta uzun vadede optimal risk düzeyinde, en az maliyetle borçlanmaya başvurmak olarak tanımlanabilmektedir (Erer, 2018: 5). Türkiye’de borç yönetiminin temel ilkeleri, makroekonomik dengeleri dikkate alarak para ve maliye politikaları ile uyumlu, sürdürülebilir, saydam ve hesap verilebilir bir borçlanma politikası izlemek olarak belirlenmiştir. Ayrıca belirlenen risk düzeyinde orta ve uzun vadede en uygun maliyetle borçlanmanın gerçekleşmesini sağlamak borç yönetiminin amaçlarından (Türkal, 2020: 152-153). Vadesi gelen kamu borçlarının ödenmesinde yeniden geçici borçlanma araçlarının kullanılması, kısır bir döngüye ve borçlanmanın kalıcı bir hale gelmesine sebep olmaktadır. Dolayısıyla bu durum, borç yönetimi problemini ortaya çıkarmaktadır. Borçlanmanın azaltılması yani mevcut borç yükünün azaltılması, açıkça borç yönetimi için harcanması gereken çabayı azaltacaktır fakat borç yönetiminin gerekliliği sorunu ortadan kaldırmamaktadır (Buchanan ve Wagner, 1967: 13).

Borç yönetimi, hem reel borç yükünün ağırlaşmasını önlemek hem de ülkelerin dünya piyasasında kredi güvenilirliğini sürdürmek açısından önem

taşımaktadır. Borç yönetiminin ilk kuralı; ekonomideki merkezi otoritenin borçların miktarını, vade dağılımını, borçların kullanıldığı alanlardan alınan verim ile faiz karşılaştırması yapılabilmesidir. Elde edilen bu bilgiler sonucunda önlemlerin uygulamaya geçirilmesi önem taşımaktadır (Kazgan, 1988: 176-177). Bir başka tanımla borç yönetimi, kamunun çeşitli makroekonomik hedeflere ulaşmak amacıyla borcun miktar ve bileşiminde değişiklikler yapmasıdır (Bal ve Özdemir, 2011:41).

1.8.1.1. Olağan Borç Yönetimi

Borcun olağan şekilde yönetimi, vadesinde anapara ve faizin ödenmesi şeklindedir. Borç yönetimi, borcun bulunmasından anapara ve faizin ödenmesine kadar gelişen tüm aşamalarda etkilidir. Hangi tür borçlanma aracının kullanılacağı, faiz ve vade yapısının belirlenmesi, geri ödemenin hangi yollarla gerçekleştirileceği gibi konularla ilgilenmektedir (Çevik, 2019: 333-334).

Devletlerin borç yönetiminde her zaman yapmakta olduğu işlemler olağan borç yönetim işlemleridir. Bu işlemlerden biri; faiz giderlerinin düzenli olarak ödenmesidir. Her tahvilin ödeme tarihini gösteren faiz kuponu bulunmaktadır, vade tarihi geldiğinde bu kuponun faizi tahsil edilmektedir. Devlet tahvillerinin desteklenmesi de olağan borç yönetimi işlemidir. Devletler menkul kıymetler borsasında kendilerine ait olan menkul değerlerin yani tahvillerin fiyatlarına destek vermektedirler (Türk, 1999: 280).

1.8.1.1.1. Borç Miktarında Değişiklikler

Borcun miktarının artması veya azalması borç miktarında değişiklikler olarak adlandırılmaktadır. Mevcut borç miktarının artması sonucunda piyasada bulunan devlet tahvili fiyatlarının ve dolayısıyla borcun toplam değerinin düşmesine neden olmaktadır. Mevcut borç miktarında azalma olması yani borcun kapital değerinin düşmesi gelirin nispi olarak artması anlamına gelmektedir (Çataloluk, 2009: 249).

1.8.1.1.2. Borç Bileşiminde Değişiklikler

Borcun alınmasından ödenmesine kadar geçen süre içerisinde, borcun vadesi, faizi ve borcun sahip olduğu çeşitli ayrıcalıklar ve garantiler borç bileşimini kapsamaktadır. Dolayısıyla borç bileşimi zaman içerisinde değişime uğrayabilmektedir. Örneğin borçlanmanın başında uzun vadeli olan borçlanma senetleri vade yaklaştıkça kısa vadeli borçlanmaya dönmektedir. Konsolidasyon ve

konversiyon uygulaması da borç bileşiminde değişikliğe neden olmaktadır (Ulusoy, 2009: 308).

1.8.1.2. Olağanüstü Borç Yönetimi

Devletler bazı hallerde yaşadıkları mali güçlükler dolayısıyla ekonomi politikası gereği olarak borçların vadesini uzatmak, faizini düşürmek gibi istisnai yollara başvurabilmektedir (Çevik, 2019: 34). Konsolidasyon (tahkim), Konversiyon, Borcun Reddi ve Moratoryum, devletlerin başvurduğu istisnai borç yönetimi uygulamaları olarak karşımıza çıkmaktadır.

1.8.1.2.1. Konsolidasyon (Tahkim)

Konsolidasyon, devletin borçlarını ödeyememesi durumunda başvurduğu olağanüstü borç yönetimi işlemlerinden biridir. Kısa vadeli borcun uzun vadeli hale getirilmesi yani vadesi gelmiş devlet tahvilleri daha uzun süreli tahviller ile değiştirilmesidir (Ulusoy, 2009: 315). Konsolidasyon işlemi ile devletlerin kısa vadeli borçlarını ödeme işleminden kurtulmasının yanısıra borçlar uzun vadeli borç haline geldiği için devletin faiz giderlerini arttırmaktadır. Konsolidasyon işlemi devletin borç yapısında değişiklik meydana getirmektedir dolayısıyla olağan borç yönetiminde bu işleme sık başvurulmamaktadır. İhtiyari ve cebri konsolidasyon olarak ikiye ayrılmaktadır (Türk, 1999: 284-285). Alacaklıların kısa vadeli tahvillerini uzun vadeli tahvillerle değiştirmekte tamamen serbest olduğu durum gönüllü konsolidasyon iken devletlerin tek taraflı olarak karar verdiği, alacaklıların herhangi bir tercih haklarının olmadığı durumlar ise zorunlu konsolidasyon olarak adlandırılmaktadır (Demir, 2009: 182).

1.8.1.2.2. Konversiyon

Devletlerin yüksek faizlerle borçlanmalarının piyasada uygun koşullar oluştuğunda bu borçları yeni düşük faizli borçlarla değiştirerek faiz yükünü azaltmasıdır. Konversiyon yönteminin başarılı olması, piyasada cari faizlerin düşük olması ve devlet tahvillerine olan talebin yüksek olmasına bağlıdır (Çevik, 2019: 345). Konversiyon uygulamasının başarılı olması borç yükünde bir azalma ve milli gelir dağılışında dengeleyici bir etki meydana getirdiği görülmektedir (Eker ve Bülbül, 2017: 369). Konversiyon uygulaması da konsolidasyon uygulaması gibi isteğe bağlı veya zorunlu olarak gerçekleştirilebilmektedir. Devlet alacaklılardan

düşük faizli tahvillerle yüksek faizli tahvillerin değiştirmelerini talep etmekte ve bu değişikliliği yapmayanların anaparalarının ödeneceğini bildirmektedir. Dolayısıyla isteğe bağlı konversiyonda tam bir serbesti bulunmamaktadır (Demir, 2009: 183).

1.8.1.2.3. Borcun Reddi ve Moratoryum

Devletlerin ekonomik güçlükler sebebi ile borç ödemesini durdurması ve alacaklıları yeni ve kolaylaştırıcı bir anlaşmaya davet etmesi uygulamasına moratoryum adı verilmektedir. Moratoryum, borcun reddinden farklı olarak borcun ödenmesini geciktirmek ya da ara vermek amacı taşımaktadır. Bu uygulama, çoğunlukla vadenin uzaması veya faizin azaltılması anlaşması ile sonuçlanmaktadır. Moratoryum, devletlerin güvenilirliğini sarsan bir olağanüstü borç yönetim aracıdır (Çevik, 2019: 345).

Devletlerin tek taraflı olarak karar alması sonucu, yürürlüğe konan bir kanun ile devlet borcunu reddeder veya siler. Dolayısıyla borç veren tarafın herhangi bir söz hakkı bulunmadığı bir durum ortaya çıkmaktadır. Borcun reddi ile birlikte bazı önemli sonuçlar ortaya çıkmaktadır. Borcunu reddeden devlete karşı güven azalır ve ilerde yapacağı borçlanmalar riske girmektedir. Bu sebepler dolayısıyla ülkeler, borcun reddi uygulamasına başvurmamaktadır (Erdem, 2012: 132).

1.8.3.1. Dış Borç Yönetimi

Dış kaynağın bulunabilmesi, faiz yükü, vade yapısı ve sağlanan kaynağın verimli alanlarda kullanılabilmesi dış borç yönetiminin temel amaçlarıdır. Ayrıca sağlanan dış kredinin verimli alanlarda kullanılarak dış borç stokunun azalmasını sağlamak da bir diğer dış borç yönetimi amaçlarından (Torun, 1997: 141). Kamu dış borç portföyü, borcun finansmanı ve ödenmesine kadar süren ve ekonomide çeşitli etkiler yaratan bir yapıya sahiptir. Öncelikle borçlanma kaynağının seçiminin dış kaynaklar olması ve kaynak tercihinin belirlenmesinden sonra borç portföyünün taşıyabileceği kur, faiz riskleri gibi risklerin de bulunması dış borç yönetiminin önemini ortaya çıkarmaktadır.

1.8.3.1.1. Dış Borç Yönetim Teknikleri

Minimum maliyet ile borçlanarak borç ödemesi sırasında bütçede ve ekonomide oluşturacağı olumsuz etkileri en aza indirmeyi amaçlayan dış borç

yönetiminin çeşitli araçları da bulunmaktadır. Söz konusu araçlar Geleneksel ve Modern dış borç yönetim teknikleri olarak sınıflandırılmaktadır.

1.8.3.1.1.1. Geleneksel Dış Borç Yönetim Teknikleri

Geleneksel dış borç yönetim tekniklerinin kullanılmasındaki amaçlardan biri de döviz gelir ve giderlerinin eşitlenmesidir. Borçlanma sırasında veya borç ödemesi sırasında oluşabilecek herhangi bir kur dalgalanmasının yaratacağı olumsuz etkileri en aza indirmek amaçlanmıştır. Döviz gelir ve giderlerinde uyumun sağlanması ile otomatik bir koruyucu olarak borç portföyünün olumsuz etkilerden arındırması beklenmektedir (Sarı, 2004: 39). Kamu dış borç yönetimi ile özel sektör borç yönetimi karşılaştırıldığında kamu sektörü borçlarının daha yüksek boyutlarda olduğu bilinmektedir. Hem özel sektör hem de kamu sektörü dış borç yönetiminde geçerli olan döviz gider ve gelirlerinin, döviz cinslerinin birbirine paralelleştirilmesi gerekliliği ön plana çıkmaktadır. Burada en uyumlu çözüm ülkeye giren döviz gelirlerini karşılayacak borçlanmalar yapılacak şekilde borç portföyleri oluşturulmasıdır. Böylelikle kur oynaklıklarının neden olabileceği riskler en aza indirilebilecektir (Bal, 1999: 141-142).

1.8.3.1.1.2. Modern Dış Borç Yönetim Teknikleri

Modern dış borç yönetiminde en sık kullanılan enstrümanlar; swap, forwards, Futures ve Options sözleşmeleri olarak bilinmektedir. Bu enstrümanlar “Hedging” enstrümanları olarak adlandırılmaktadır (Sarı, 2004: 41). Söz konusu teknikler gelişmiş ülkelerde ve piyasalarda özel ve kamu sektörlerinde ağırlıklı olarak kullanılmaktadır. Dış borç yükü fazla olan gelişmekte olan ülkelerin ise bu teknikleri kullanması adeta zorunlu bir hal almaktadır. Modern dış borç yönetim teknikleri kullanılarak dış şoklara karşı dış borç stokunun olumsuz etkilenmesinin önüne geçilebileceği gibi rasyonel bir kamu finansman sistemi kurulmasında da önemli ölçüde etkili olmaktadır (Torun, 1997: 147/149).

1.8.3.1.1.2.1. Swap Sözleşmeleri

Swap kelime anlamı olarak kaydırma ve takas anlamına gelmektedir. Faiz ve kur riskinin yönetilmesinde kullanılan en önemli finansal türev ürünlerdendir (Torun, 1997: 152). Swap sözleşmeleri para birimlerinin değiştirildiği yani döviz takası yapılan ikili sözleşmelerdir. Takas yapılan iki para biriminden bir diğeri, diğer para

birimini güvence altına almaktadır. Bir tarafta para biriminden kaynaklanan yükümlülüklerin diğer para birimi ile teminatlandırılarak güvence altına alınması esasına dayanan bir borçlanma çeşididir (Baba vd., 2008: 75). Swap sözleşmelerinin kullanılması ile para biriminin gelecekteki belirsizliği sonucu oluşabilecek değişkenliklerin kontrol altına alınması amaçlanmaktadır (Aşıkoğlu ve Kayahan, 2008 :159).

Dış borç geri ödemesi sırasında ülkeden döviz çıkışı olması durumu ülke içi yeterli döviz kaynağının bulunmasını önemli hale getirmektedir. Dolayısıyla dış borç yönetiminde swap sözleşmelerinin kullanılması ile borç stokunun döviz yapısının kurda yaşanacak yukarı yönlü bir değişimin etkilerinden uzaklaştırılması amaçlanmaktadır.

Başlıca swap sözleşmeleri; döviz swapları, ulusal para swapları ve faiz swapları olarak sınıflandırılmaktadır. Döviz swapları ticari bankalar arasında veya ticari bankalar ve merkez bankaları arasında döviz pozisyonlarını değiştirme işlemi olarak tanımlanmaktadır. Döviz swapları karşılıklı kredi kullanma işlemi gibidir ve aynı zamanda tarafların almış olduğu kredi anaparalarını aynı şekilde ödemesi sebebi ile herhangi bir kur riski taşımamaktadır. Burada sözleşmeyi yapan tarafların yalnızca faiz ödemesi ile karşılaştığı görülmektedir. Faiz swaplarında ise taraflar aynı ulusal para cinsinden sözleşmeye tabiidirler. Bu sözleşme ile taraflar faiz yapılarını takas etmiş olurlar. Böylelikle taraflar karşılıklı olarak istedikleri faiz yapısına erişmiş olmaktadır (Seyidoğlu, 2007: 339-342).

1.8.3.1.1.2.2. Forward Sözleşmeleri

Forward sözleşmeleri, gelecekteki bir zaman için kararlaştırılmış fiyat, faiz, döviz, mal gibi ürünleri satma hakkı tanıyan sözleşmelerdir (Uyar, 2004:7). Forward, kavramsal olarak ileriye ötelemek, bir şeyi ileri atmak anlamına gelmektedir. Finansal piyasalarda ise forward işlemleri çeşitli para birimleri ve dövizlerin sonraki bir tarihte, önceden belirlenen kur ve vade üzerinden değiştirilmesi veya alınıp satılması sağlayan işlemlerdir. Kur riski, söz konusu işlemler ile kontrol altına alınmaya çalışılmaktadır. Forward sözleşmesinde taraflar önceden belirledikleri şartlarda oluşan yükümlülüklerini yerine getirmek zorundadırlar (İşleyen, 2011 :177).

1.8.3.1.1.2.3. Futures Sözleşmeleri

Futures sözleşmeleri diğer bir adıyla vadeli işlem sözleşmeleridir. Sonraki bir tarihte, önceden belirlenen miktar, nitelik, finansal gösterge veya döviz alma satma yükümlülüğü doğuran sözleşmelerdir. Sözleşmeye konu olan mal veya finansal aracın standartları önceden belirlenmektedir. Futures sözleşmeleri vadeli işlem piyasalarında işlem görmektedir dolayısıyla bu sözleşmede tek değişken fiyat olarak karşımıza çıkmaktadır. Fiyat alım satım sırasında meydana gelmektedir. Ayrıca futures sözleşmeleri borsa takas kurumu garantisi altında gerçekleşmektedir (Borsa İstanbul, 2017:12).

1.8.3.1.1.2.3. Options Sözleşmeleri

Forward sözleşmelerinden farklı olarak options sözleşmelerinde tarafların anlaşmadaki işlemleri yerine getirme zorunluluğu bulunmamaktadır. Options sözleşmeleri alıcıya hak sağlamakla birlikte bu hakkı kullanma zorunluluğu içermemektedir. Hakkı kullanma özgürlüğü sonucunda sözleşmeden doğan hakkın kullanılmaması sözleşmeyi satın almak için ödenen prim tutarı kadar maliyet oluşmasına neden olmaktadır (Sarı, 2004: 43-44). Dolayısıyla options sözleşmelerinde yalnızca borçlu tarafından talep edilmesi durumunda satıcının satışını zorunlu hale getirdiği görülmektedir (Borsa İstanbul, 2017:12).

1.8.2. Kamu Borç Yönetiminin Amaçları

Borç yönetiminin amacı ülkelerin gelişmişlik düzeylerine göre değişiklik gösterebilmektedir. Genel olarak değerlendirildiğinde; devletin borçlanma ihtiyacını en az maliyetle karşılaması, dengeli bir vade yapısının oluşturulması, borçlanma alanlarının genişletilmesi ve borçlanma ihraç işlemlerinin geniş alana yayılması olarak açıklanabilmektedir (Özçelik, 2020: 79).

Devletlerin borçlanma kaynakları genellikle finans piyasalarından sağlanmaktadır. Gerek finans piyasası gerekse sermaye piyasasından devletlerin borçlanabilmesi için piyasalarda güvenin sağlanmış olması gerekmektedir (Egeli ve Tandırcıoğlu, 2009: 14). Piyasalarda güven ortamı oluşturmuş devletlerin ellerinde devlet borçlanma kağıdı tutmak isteyen alıcılara kolaylıkla ulaşabilmesi borç yönetiminin önemli başarılarından biri olmaktadır. Bu güvenin oluşturulabilmesi için en önemli iki husus; devlet tarafından teklif edilen borçlanma faiz oranının

piyasa koşullarına uygun olması ve borç ödemelerinin zamanında yapılmasıdır (Fırat, 2009:44). Dış borçlanmanın, yatırım projelerine finansman sağlanması, dış ticaret açığının kapatılması, istihdamda artış gibi olumlu etkilerini ekonomiye yansıtabilmesi dış borç yönetimiyle yakından ilişkilidir. Dış borçların ödeme şekli, faiz oranları ve vade yapısının piyasa koşullarına uygun şekilde borçlanma stratejisi izlenmesi ekonomik krizlerin de önlenmesinde önem taşımaktadır (Çolpan Nart, 2015: 74).

Kamu borç yönetiminin genel olarak amaçları; makroekonomik istikrarı sağlamak, para politikasını desteklemek ve maliyetleri optimum seviyede tutmak ve ulusal finansal piyasaları geliştirmek olarak açıklanabilmektedir. Kamu borç yönetiminin özel borç yönetiminden ayrılan en temel özelliği özel borç yönetiminde maliyet değerlendirmesinin ön planda olmasıdır. Özel borçlarda ihraçlar, genişleme veya başka bir kuruluşu şirket bünyesine katabilmek amacıyla yapılmaktadır (Çevik, 2019: 332).

Borçlanmanın olası olumsuz etkilerini minimize etmek amacıyla borçlanma sürecinde yaşanan belirsizlikleri ortadan kaldırmak borç yönetiminin bir diğer amacıdır. Devlet borçlanma miktarını ve günlerini belirli bir program çerçevesinde duyurarak borçlanma işlemi sırasında ya da ikincil piyasalarda faiz ve kıymet fiyatlarında yaşanabilecek kararsızlık ve belirsizliğin önüne geçebilmektedir. Ayrıca tahvillerin yatırımcıların ihtiyaçlarına uygun olarak hazırlanması yani bu amaca yönelik borçlanma araçlarının çıkarılması borç yönetiminin amaçları arasında yer almaktadır (Demir, 2009: 176).

1.8.3. Kamu Borç Yönetiminin İlkeleri

Kamu borç yönetiminin temel ilkeleri, altı başlık halinde sınıflandırılmaktadır. Bu ilkeler; Amaçlar ve Koordinasyon ile İlgili İlkeler, Şeffaflık ve Hesap Verilebilirlik ile İlgili İlkeler, Kurumsal Çerçeve ile İlgili İlkeler, Risk Yönetimine İlişkin İlkeler, Etkin Bir Devlet Kâğıtları Piyasasının Gelişim ve Muhafazasına İlişkin İlkeler ve İkincil Piyasalara İlişkin İlkeler'dir (Egeli ve Tandırcıoğlu, 2009:17).

Borçlanma pek çok ülke için bir zorunluluk olarak ortaya çıkarken söz konusu borç yönetimi ilkeleri doğrultusunda uygulamaya geçilmesi, ülkelerin önemli

bir finansman kaynağı olarak büyüme ve kalkınmaya yön veren bir politika aracı olarak değerlendirilebilmektedir (Demir, 2009: 179). Kamu borç yönetiminin etkin bir şekilde yönetilmesi, borç yönetimi ilkelerinin uygulanması ile mümkün olmaktadır.

1.8.3.1. Amaçlar ve Koordinasyon

Devletin ekonomi politikalarını maliye ve para politikası oluşturmaktadır. Borç yönetimi ise devletin ekonomik bir politika oluşturmak amacıyla kullandığı bir araç olarak karşımıza çıkmaktadır. Ekonomide ortaya çıkan herhangi bir dengesizlik durumunda borç yönetimi uygulamaları bu dengesizliğin giderilmesinde kullanılmaktadır. Gerek borç yönetimi politikası gerekse maliye ve para politikası uygulamaları ekonomik dengede herhangi bir sapma ortaya çıktığında birlikte kullanılmaktadır. Her üç politika arasındaki uyum ve koordinasyon ne kadar fazla olursa, amaçlanan ekonomik hedeflere daha kolay ulaşılmaktadır (Erdem, 2012: 117-118). Dolayısıyla para ve maliye politika yöneticileri ve borç yönetiminden sorumlu yöneticiler, politikalar arası uyumu göz önünde bulundurmalıdırlar ve bu yöneticiler hükümetin var olan durumu ve gelecekteki likidite ihtiyaçları hakkında bilgilerini birbirleri ile paylaşmalıdırlar (Açıkgöz, 2020: 87).

1.8.3.2. Şeffaflık ve Hesap Verilebilirlik

Borç yönetimi çerçevesinde yapılan borçlanma politikaları, borç yönetiminin görev ve sorumlulukları ve aynı zamanda borç portföyünün taşıdığı risk ve maliyet unsurlarını kamuoyu ve denetim organları ile paylaşılması şeffaflık ve hesap verilebilirlik ilkesi gereği gerçekleştirilmektedir. Ayrıca belirli dönemlerde hazırlanan kamu borç yönetimi raporlarının düzenli olarak kamuoyuna sunulması, gelecek dönemler için planlanan borçlanma senetleri ihraçlarının da kamuoyu ile belirli düzende paylaşılması söz konusu ilke ile doğrudan ilişkilidir (T.C. Hazine ve Maliye Bakanlığı, 2008: 57). Şeffaflık ve hesap verilebilirlik ilkesi gereği, borç yönetimi hedefleri açıkça tarif edilmeli ve maliyet ve risk önemleri açıklanmalıdır. Ayrıca borç yönetimi faaliyetleri yıllık olarak dış denetim organları tarafından denetlenmelidir (Egeli ve Tandırcıoğlu, 2009: 18).

1.8.3.3. Kurumsal Çerçeve

Borç yönetiminde kurumsal yapının etkinliğinin önemli şartlarından birisi kamu adına finansal yükümlülük yaratma yetkisinin yasal düzenlemelerle net bir şekilde belirlenmiş olmasıdır. Görev ve sorumlulukların kesin bir şekilde tanımlanması ihlallerin oluşması riskini de azalmaktadır (Cangöz, 2019: 2). Kamu borç yönetiminin, hızla gelişen ve yatırımcı fonlarının hızla bir başka piyasaya geçebildiği finansal piyasalara uyumu büyük önem taşımaktadır. Bu gerekçe ile borç yönetiminin yasal çerçevesi, insan kaynakları ve teknolojik altyapısı ve kurumsal yapılanmalarının gelişen finansal piyasalara uygun şekilde düzenlenmesi gerekmektedir (T.C.Başbakanlık Hazine Müsteşarlığı, 2018: 55).

1.8.3.4. Risk Yönetimi

Finansal piyasalarda artan volatilité ve enstrümanların çeşitliliğinin artışı birtakım riskleri de beraberinde getirmektedir. Dolayısıyla kamu borç portföyünün yapısının taşıyabileceği risklerin en aza indirilmesi hedeflenmektedir. Risk analizlerinin yapılarak riskin minimum düzeyde tutulması, borç portföyünün belirlenmesi ve borçlanma kâğıtlarının ihraç şekillerinin risk analizi çerçevesinde belirlenmesi ile mümkündür (T.C. Başbakanlık Hazine Müsteşarlığı, 2018: 56). Borç yöneticilerinin, devletin borç portföyündeki maliyet ve riskler arasındaki değişimleri tespit etmeleri ve yönetmelerini sağlayacak bir çerçeve oluşturulmalıdır. Aynı zamanda borç portföyünün risk testleri belirli aralıklarla yapılmalıdır. Yapılan risklerden haberdar olmaları ve hesap verilebilir durumda bulunmaları da borç yöneticilerinden beklenmektedir (Açıkgöz, 2020: 89).

1.8.3.5. Etkin Borçlanma Piyasasının Gelişimi

Devlet iç borçlanma senetlerinin Hazine tarafından ilk kez satışa sunulduğu piyasa birincil piyasa olarak adlandırılmaktadır. DİBS'lerin ihracı hakkında her türlü ayrıntıyı belirlemeye Hazine ve Maliye Bakanlığı yetkilidir. Söz konusu senetlerin idari işlemleri ise TCMB tarafından yönetilmektedir. Vadesi gelen DİBS'ler TCMB tarafından Hazine'nin nam ve hesabına itfa edilerek Elektronik Menkul Kıymet Transfer sisteminden silinmektedirler (Vardar, 2007: 80). Türkiye'de ihraç edilen devlet iç borçlanma senetlerinin yatırımcılar arasında alım satımının yapıldığı iki piyasa bulunmaktadır. Borsa İstanbul Borçlanma Araçları Piyasası (BAP) bu

piyasalardan ilkidir. İkinci piyasa ise Bankalararası Tahvil Piyasasıdır. Etkin bir şekilde işyelen likit bir kamu borçlanma piyasası, kamunun katlanmak zorunda kalacağı faiz yükünü ve yurtdışı piyasalardan yapacağı ihraçlar nedeniyle üstleneceği döviz kuru riskini azaltarak kamu maliyesinde istikrarın sağlanmasına katkıda bulunacaktır (Karataş, 2015: 14).

1.8.3.6. İkincil Piyasalar

Hazine Müsteşarlığı tarafından, devlet iç borçlanma senetlerinin ilk kez satışa sunulduğu piyasaya birincil piyasa adı verilmektedir. Daha önce ihraç edilmiş olan devlet iç borçlanma senetlerinin işlem gördüğü piyasalar ise ikincil piyasa olarak adlandırılmaktadır (Vurucu Demir, 2004: 121). Devlet borçlanma senetlerinin işlem gördüğü ikincil piyasaların aktif olması, söz konusu senetlere olan talebin kolaylıkla karşılanmasını ve rekabetçi fiyatlandırma oluşmasını sağlamaktadır. Aktif ikincil piyasaların diğer bir özelliği ise borç verenlerin ellerinde bulundurdıkları borçlanma kağıtlarını kolaylıkla satabilme imkanı sunmasıdır (Johnson, 2001: 9).

1980’li yıllardan itibaren ülkelerin genel uygulaması, bütçe açıklarının iç ve dış borçlanma senetlerinin ihraç edilmesiyle karşılanması şeklinde gerçekleşmiştir. Dolayısıyla devlet tahvillerinin birincil ve ikincil piyasaları gelişim göstermeye başlamıştır. Borç yönetiminden sorumlu kuruluşlar, kamu borç yönetiminde etkinliği arttırmak amacıyla birincil ve ikincil piyasaların gelişimi konusunu öncelikli hale getirmişlerdir. Özellikle ikincil piyasalarda likiditenin artırılması ve derinlik kazanması amaçlanmıştır. Bu amaç doğrultusunda bu piyasalara ilişkin yasal düzenlemelerin gözden geçirilmesi ve ödeme ve takas sistemlerinin geliştirilmesi çalışmaları yapılmıştır (Pehlivan, 2003: 386). Tüm bu söz konusu amaçlara paralel olarak esnek ikincil piyasaların oluşması, hükümetler ve merkez bankaları tarafından teşvik edilmektedir (IMF ve World Bank, 2001: 9).

1.9. KAMU BORÇ YÖNETİMİNDE RİSK YÖNETİMİ

Hazine tarafından yönetilen nakit ve borç yönetimi birçok finansal ve operasyonel risklerden oluşmaktadır. Dolayısıyla etkin bir borç yönetimi uygulaması, borç yönetimi uygulamasına entegre olmuş bir risk yönetimi uygulamasını zorunlu hale getirmektedir. *Makroekonomik dengeleri dikkate alarak para ve maliye politikaları ile uyumlu, sürdürülebilir, saydam ve hesap verilebilir bir borçlanma*

politikası izlenmesi ve finansman ihtiyaçlarını orta ve uzun vadede belirlenen risk düzeyinde en düşük maliyetle karşılanması risk yönetiminin genel ilkelerini oluşturmaktadır (Karataş, 2019: 107). Ayrıca risk yönetiminin genel çerçevesi dört aşamadan oluşmaktadır. Söz konusu aşamalar risklerin tanımlanması, ölçülmesi, izlenmesi ve kontrol altına alınmasıdır (Pehlivan, 2003: 388):

- Borç yöneticileri tarafından borç portföylerinin riskleri ve bu riskler için en uygun ölçüm teknikleri belirlenmektedir.
- Borç portföyünü oluşturacak borçlanma araç ve yöntemlerinin seçimi konusunda sözkonusu risk limitleri dikkate alınmaktadır. Risk limitlerinin öngörülen seviyeyi aşması durumunda, borç portföyünün yapısında gereken değişikliklerin yapılarak portföyün taşıdığı riskler kontrol altına alınmaya çalışılmaktadır.

Etkili bir borç yönetiminin en önemli parçasını risk yönetimi oluşturmaktadır. Risk yönetimi, uluslararası finans piyasalarında döviz kuru ve faiz dalgalanmaları sebebiyle oluşabilecek olumsuz etkileri en aza indirme amacı taşımaktadır (Çolpan Nart, 2015: 75).

Bir ülkedeki en büyük finansal portföy genellikle kamu borç portföyüdür. Kamu borç portföyleri karmaşık ve önemli riskler taşıyan bir yapıya sahiptir. Bu nedenle ülkelerin finansal istikrarına, hükümetlerin bilançolarına karşı risk oluşturmaktadır. Yaşanan borç krizleri sebebiyle de borç yönetimi ve borç yönetiminde risk yönetiminin önemini ortaya çıkarmıştır. Dolayısıyla ülkelerin borç yönetimi politikaları risk yönetimi üzerinde yoğunlaşmaktadır (Storkey, 2001: 7).

Etkin bir borç yönetimi, borçlanma maliyetlerini azaltan, karşılaşılabilecek olan riskleri önceden tahmin eden ve bu risklere karşı gerekli kurumsal ve yasal düzenlemeleri yapabilen bir yapıya sahip olması gerekmektedir. Küreselleşme süreci, ülkeleri risklere çok daha açık hale getirmektedir. Dolayısıyla risk yönetimi, borç yönetiminin önemli bir parçası haline gelmektedir (Tandırcıoğlu, 2020: 65).

1.10. KAMU BORÇ YÖNETİM OFİSİ UYGULAMASI

Borç yönetim ofisi uygulaması; borç yönetiminin içinde, iç ve dış borç yönetimin koordinasyon sorunun çözülmesi, politik baskıların ortadan kaldırılması, mali risklerin azaltılması ve kamu garantilerinin izlenmesi amacıyla oluşturulmuş bir

yapıdır. Borç yönetim ofisi genel itibariyle borçlanmadan sorumlu bir birim olarak da açıklanmaktadır (Mutlu, 2009: 22). Borç yönetim ofisleri, devlet borcunun yönetiminden sorumlu özerk yapıya sahip bir organ olarak tanımlanabilmektedir. İlk borç ofisi uygulaması 1789 yılında İsveç Ulusal Borç Bürosunun kurulması ile başlayıp 1988’de Yeni Zellanda Borç Yönetim Ofisi’nin kurulmasıyla devam etmiştir. Ardından Avusturya, Belçika ve Finlandiya borç yönetim ofisleriyle, borç yönetim ofisi uygulaması çeşitli ülkelerde gündemeye gelmeye başlamıştır (Magnusson, 1999: 2).

1.10.1. Ön Ofis

Yerli ve yabancı para cinsinden borçlanma, alım satım ve hedge işlemlerinin planlanması gibi işlemlerden ön ofis sorumludur. Ön ofis portföy yöneticileri, çok çeşitli portföy hizmetleri sunabilmektedirler. Bu hizmetlerden bazıları finansman, riskten korunma, yatırım ve geri alma stratejilerin geliştirilmesidir. Ayrıca özel sektör finans kurumları ile orta ofisle paralel çalışarak ön ofis tarafından yürütülmektedir (Wheeler, 2004: 69). Türkiye’de borç ofisi uygulamalarında 2019 yılında yapılan değişiklik ile iki ayrı ön ofis oluşturulmuştur. Ön ofislerden biri sermaye piyasalarından yapılacak borçlanmaları diğeri ise proje/program kredileri için yapılacak borçlanmaları yürütmekle görevlendirilmiştir (Cangöz, 2019: 6).

1.10.2. Orta Ofis

Kamu borç yönetiminde orta ofisin en temel görevi, risk ve maliyet odaklı düşünerek gerekli stratejilerin belirlenmesini sağlamaktır. Orta ofis, diğer politika alternatiflerini inceleyip kendi adına risk ve maliyet değerlendirmesi yaptıktan sonra ortaya konan politikayı Maliye Bakanlığı ile değerlendirmektedir. Borç portföyünde yabancı para cinsinden borç miktarının fazla olması durumunda orta ofisin görevi daha da önem kazanmaktadır (Açıkgöz, 2020: 102). Orta ofis, borçlanmanın riski ve maliyetleri üzerinde çalışmalar yaparak ön ofisin kararlarında etkili olmaktadır (Akar, 2010: 6).

1.10.3. Arka Ofis

Arka ofisin amacı, borç portföyünün zamanında kayıt altına alınmasını sağlayacak güncel veri tabanı oluşturmak ve korumaktır. Arka ofis borç ofislerinin kullandığı sistemi yürütmekle de görevlidir (Casio-Pascal, 2006: 9).

1.11. KAMU BORÇ YÖNETİMİNDE PİYASA YAPICILIĞI

Piyasa yapıcılığı sistemi, kamu tarafından belirli ayrıcalıklar tanınan uzmanlaşmış bir grubun, devlet iç borçlanma senetleri piyasasının gelişimine destek vermesi amacıyla oluşturulmuştur. Piyasa yapıcıları, devlet iç borçlanma senetlerinin birincil ve ikincil piyasalarında etkin bir şekilde işletilmesi amacını taşımaktadırlar. Piyasa yapıcıları, borçlanma senetleri piyasasının derinleşmesi ve gelişmesinde finansal araçlar rolünü üstlenmektedir. Kamu borçlanma senetlerinin piyasada etkinliğini sağlamak ikincil piyasaları güçlendirmekle daha da kolaylaşmaktadır. Güçlenen ikinci piyasalar sayesinde birincil piyasalarda borçlanma senetlerine olan talebin artmasına katkı sağlamaktadır (Aydın, 2005: 7-8). Gelişmekte olan ülkelerin borçlanma piyasalarının temel özellikleri yatırımcı tabanının gelişmemiş olması, likit kaynakların azlığı ve sağlam bir borçlanma altyapısının olmamasıdır. Dolayısıyla gelişmekte olan ülkelerde piyasa yapıcısı bankalar aracılığı ile borçlanma risk priminin ve aynı zamanda borç çevirme riskinin de azalması sağlanmaktadır. Borçlanma piyasasının gelişerek yatırımcı portföyünün genişlemesi amaçlanmaktadır (Uysal, 2019: 584-585). Piyasa yapıcılarına; dıbs ihalelerinde teminatsız teklif verme, Türk DİBS Piyasa Yapıcısı unvanı kullanma, ihale sonrası teklif verme ve aynı zamanda rekabetçi olmayan teklif verebilme, geri alım ve değiştirme ihalelerine katılma ve para piyasalarında Hazine'nin yapacağı nakit işlemleri gerçekleştirme hakları tanınmaktadır. Söz konusu hakların kullanılması ile de çeşitli yükümlülükler meydana gelmektedir. Piyasa yapıcılarına yüklenen bu yükümlülükler ise Hazine tarafından ihale yolu ile ihraç edilen borçlanma senetlerinin belirli oranını alma zorunluluğu, ikincil piyasalarda likiditeyi sağlamak ve Hazine talebi çerçevesinde piyasalar hakkında rapor hazırlamak olarak belirlenmiştir (Vardar, 2007: 84-85).

Piyasa yapıcılığı sistemi, Türkiye'de 2000 yılı Mayıs ayında başlatılan bir uygulamadır. Borçlanma seviyesi yüksek ve iç piyasası gelişmemiş ve likit olmayan ekonomilerde likidite riski kamu borç yöneticilerine önemli bir risk oluşturmaktadır. Likidite riski, istenilen zamanda gerekli fonun sağlanamaması veya yeteri kadar sağlanamaması olarak karşımıza çıkmaktadır. Piyasa yapıcılığı sistemi ile likidite riskinin en düşük seviyelere indirilmesi amaçlanmaktadır (Yılmaz, 2005: 60).

Türkiye’de 19 bankanın katılımı ile 2000 yılında uygulanmaya başlanan piyasa yapıcılığı sistemi, uygulamanın başlamasının ardından yaşanan ekonomik krizler nedeni ile sekteye uğramış ve uygulamaya devam edilememiştir. Kasım 2000 ve Şubat 2001 krizlerinden sonra 2002 yılında uygulama yeniden faaliyete geçmiştir. Bu çerçevede piyasa yapıcısı olmak isteyen 10 banka ile Hazine ile sözleşme imzalanarak uygulamaya devam edilmiştir (T.C. Başbakanlık Hazine Müsteşarlığı, 2003: 117).

1.12. KAMU BORÇLARININ SÜRDÜRÜLEBİLİRLİĞİ

Borçların sürdürülebilirliği, kamu borç stokunun milli gelire oranının makul ve istikrarlı şekilde seyrettiği durum olarak söylenebilmektedir. Borç stokunun milli gelire oranının istikrarlı ölçüde gerçekleşmesi ise faiz dışı fazla verilmesiyle gerçekleşebilmektedir (T.C. Merkez Bankası, 2011: 1). Kamu borçlarından kaynaklanan faiz ödemelerinin, yeni bir borçlanmaya gitmeden yapılabilmesi önem arz etmektedir. Bu nedenle borçların sürdürülebilirliğinin sağlanması faiz dışı fazla verilmesinden geçmektedir. Faiz dışı fazla, faiz dışı giderlerden daha fazla gelir elde ederek borçlanma faiz ödemelerinin yapılmasını kolaylaştırmaktadır. Bütçe gelirlerinin faiz dışı bütçe giderlerinden daha az olması durumu da faiz dışı açık (birincil açık) olarak adlandırılmaktadır. Dolayısıyla faiz dışı açığı bulunan ülkelerin, iç borç stoku / GSMH oranında artışa gözlemlenmektedir (Cural, 2020: 102).

Bir ekonomide faiz dışı denge olması durumunda borçlanma faiz oranlarından kaynaklanan açıkların karşılanması mümkün olması sebebi ile borç stoku artış göstermemektedir. Faiz dışı fazla olması durumunda ise söz konusu açığın ödenmesinin yanı sıra borçlanma ihtiyacında da azalma meydana gelmektedir. Borçlanma ihtiyacında meydana gelen azalma borçların sürdürülebilirliğinin sağlanmasında olumlu katkıda bulunmaktadır (Yüksel, 2018: 44-45).

Borcun miktarı, faiz oranı, faiz dışı açık veya fazla ve büyüme oranı verileri kamu borcunun sürdürülebilirliğinin temel belirleyici faktörleridir. Dolayısıyla yüksek kamu borcu, yüksek faiz oranı, büyüyemeyen bir ekonomi ve faiz dışı açığın bulunduğu bir ekonomide borçların sürdürülebilirliği sağlanamamaktadır. Büyüme oranındaki düşüklük ve faiz oranlarındaki artışın etkisiyle bütçe açıkları büyümekte ve bu açıkları kapatmak zorlaşmaktadır. Reel borç faiz oranlarının reel büyüme

oranını aştığı durumlar ekonomik dengeleri bozucu etki yaratmaktadır. Bu durum gayri safi yurtiçi hasıla (GSYH)'dan daha hızlı büyüyen bir borç artışını göstermektedir ki böyle bir durumda kamu borçlarının sürdürülebilirliği söz konusu olmamaktadır (Yılmaz, 2013: 115). Diğer bir sürdürülebilirlik göstergesi ise reel büyüme ve reel faiz oranı arasındaki ilişkidir. Burada reel büyüme oranının reel faiz oranından yüksek olması gerekmektedir. Söz konusu değerin yüksek olması, borçların sürdürülebilirliği açısından gelecekteki gelirlerin ve bugünkü ödemeler karşılaştırıldığında kamu mal varlıklarının fazla olduğu anlamını taşımaktadır. Dolayısıyla borçların sürdürülebilirliğine ilişkin tereddüt oluşturmayacaktır (Cural, 2012: 97).

İKİNCİ BÖLÜM

2000 SONRASI TÜRKİYE’DE KAMU BORÇLARININ GELİŞİMİ

Kamu kesimi borçlanması borç yönetimi amaç ve ilkelerine uygun şekilde gerçekleşip gerçekleşmediği ve borçlanma araç ve kaynak seçiminin borç portföyüne etkilerinin değerlendirilmesi önem taşımaktadır. Bu bağlamda ikinci ve son bölümde Türkiye’de kamu borç yönetiminin kurumsal yapısı açıklandıktan sonra 2000 yılından itibaren kamu borçları, iç ve dış borçlanma şeklinde sınıflandırılarak borç bileşenlerinin seyri incelenmiştir.

2.1. KAMU BORÇ YÖNETİMİNİN KURUMSAL YAPISI

Türkiye’de borçlanma yetkisi 2002 yılında çıkarılan 4749 sayılı Kamu Finansmanı ve Borç Yönetiminin Düzenlenmesi Hakkındaki Kanunda belirtilmiştir (Bayraktar, 2011: 2). Borçlanma kanunu çerçevesinde, mali disiplini sağlama amacıyla dağınık bir halde bulunan mevzuatın bir araya getirilmesi hedeflenmiştir. Bu hedef doğrultusunda 2002 yılında 4749 sayılı Kamu Finansmanı ve Borç Yönetiminin Düzenlenmesi Hakkında Kanun yürürlüğe girmiştir. 4749 sayılı kanun kapsamında mevcut borç stokunun uluslararası kabul edilen seviyeye indirilmesi amacına paralel olarak etkin bir borç yönetimi ve risk yönetimi altyapısını oluşturmak amaçlanmıştır. Ayrıca kamu finansmanında şeffaflık ve disiplin sağlamak hedeflenen diğer amaçlardandır. Bu çerçevede Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankasından (TCMB) doğrudan borçlanma imkânı kaldırılmıştır. Kısa vadeli nakit gereksinimleri için Hazineye, para piyasalarından karşılığında DİBS ihraç etmeden, 30 güne kadar vadeli borçlanma yapma imkânı sağlanmıştır (Demir, 2009: 87).

4749 sayılı kanuna göre (Kamu Finansmanı ve Borç Yönetiminin Düzenlenmesi Hakkında Kanun, 2002); devlet adına iç ve dış borç almaya, Hazine geri ödeme ve karşı garantisi vermeye, verilen şartlarda değişiklik yapmaya, hibe almaya, dış finansman imkanlarını, dış borcun devri, dış borcun ikrazı, dış borcun tahsisini yapmaya, yeni mali yükümlülük yaratmaya ve bu yükümlülüklerden kaynaklı Hazine alacaklarını yönetmeye Hazine ve Maliye Bakanı yetkili kılınmıştır. Bakan’ın bu yetkisini, ilgili mali yıl içerisinde Bakan Yardımcısına devredebilmektedir. Hazine yatırım ve ülke garantisi vermeye, verilen garanti

şartlarında değişiklik yapmaya, borç ve hibe vermeye, gerçekleştirilmesi ivedi ve zorunlu olan projeleri tespit etmeye ve bu projelere ilişkin sağlanan dış finansmanın dış borcun ikrazı suretiyle kullandırılmasına karar vermeye Cumhurbaşkanı yetili kılınmıştır.

Kamu Finansmanı ve Borç Yönetiminin Düzenlenmesi Hakkında Kanunda değişiklik yapan Cumhurbaşkanlığı hükümet sistemi ile Başbakan Yardımcılığına bağlı Hazine Müsteşarlığı, Maliye Bakanlığı çatısına alınarak Bakanlığın adı Hazine ve Maliye Bakanlığı olarak değiştirilmiştir. 2019 yılında yayımlanan 45 numaralı Cumhurbaşkanlığı Kararnamesi ile Borçlanma Genel Müdürlüğü kurulmuştur. Borç yönetim ofisi şeklinde kurulan Borçlanma Genel Müdürlüğünün kurulması ile iç ve dış borç yönetim işlemlerinin yürütülmesi tek bir birimde toplanmıştır (Köstekçi ve Yıldız, 2020: 178). Borçlanma Genel Müdürlüğü'nün yanısıra Kamu Finansmanı Genel Müdürlüğü ve Dış Ekonomik İlişkiler Genel Müdürlüğü kurulmuştur. 1 Sayılı Cumhurbaşkanlığı Kararnamesi ile borç yönetimi ile ilgili tüm işlemler Hazine ve Maliye Bakanlığı ve Borç ve Risk Yönetimi Komitesi tarafından gerçekleştirilmeye başlanmıştır (Türkal, 2020: 155).

4749 Sayılı Kanunda değişiklik yapan 1 Numaralı Cumhurbaşkanlığı Kararnamesi ile Hazine garantilerine ilişkin olarak, bu garantilerin sağlanması, sağlanan şartlara hazırlık ve değişiklik yapılmasının Kamu Finansmanı Genel Müdürlüğü tarafından sürdürüldüğü belirtilmiştir. Aynı zamanda Hazine garantisi sağlanacak taraftan garanti ücreti olarak bir defaya mahsus olmak üzere garanti tutarının %1'ine kadar garanti ücreti alınması belirlenmiştir. Bu oranı beş katına kadar arttırmaya ise ilgili Bakan yetkili kılınmıştır. Hazine'nin yurtiçi piyasalardan borçlanma için herhangi bir garanti vermediği ise açıkça belirtilmiştir. Piyasa yapıcılığı sisteminin kurulması ve sistemin işleyişi ile ilgili her türlü tedbiri almaya ve sistemi kaldırmaya Bakanlık yetkili kılınmıştır.

2.2. KAMU BORÇLARININ KAYNAĞINA GÖRE GELİŞİMİ

Devletler, giderlerini karşılamada kaynak yetersizliği yaşadığı durumlarda borçlanmaya başvurmaktadır. Borçlanma konusunda en önemli husus borcun hangi kaynaktan sağlanacağını seçimidir. İç veya dış piyasalardan borçlanma, ekonomide farklı etkiler yaratmaktadır. Bu nedenle Türkiye'de kamu borçlanma verileri

incelenirken borcun hangi kaynaktan sağlandığına göre ayırım yapılarak incelenmesi daha doğru olacaktır.

2.2.1. İÇ BORÇLAR

Türkiye’de iç borçlanma uygulamasının sorgulanması, 1980’li yıllarla birlikte artış gösteren iç borç stokunun mali ve ekonomik krizlere sebep olmasıyla başlamıştır. Artan iç borç stokunun sağlam kaynaklarla ödenememesi durumu Türkiye’nin bir borç faiz kısır döngüsüne girmesine neden olmuştur (Yılmaz, 2015: 176). Aynı zamanda kamu maliyesinde yaşanan yapısal sorunlar ve mali disiplinin sağlanamaması Türkiye ekonomisinin sürekli bir borçlanma haline girmesine neden olmuştur (Demir, 2009: 105).

Kamu harcamaları için gerekli olan finansal kaynağın zamanla kamu gelirlerinden karşılanamaması, kamu kesiminin sürekli açık veren bir konuma itmektedir. Söz konusu açığın giderilmesinde dış borçlanmaya başvurulması hem dış borç temin etmedeki güçlük hem de maliyeti açısından dikkate alındığında iç borçlanmaya nispeten maliyeti yüksektir. MB kaynaklarından borçlanmak ise emisyon ve dolayısıyla enflasyona sebep olacağı için, en uygun borçlanma kaynağı iç borçlanma olarak karşımıza çıkmaktadır (Saraçoğlu, 2002: 56).

2.2.1.1. 2000- 2010 Yılları Arası İç Borçlar

1990’lı yıllardan itibaren Türkiye ekonomisi, yapısal sorunlardan kaynaklanan ekonomik krizlerle karşı karşıya kalmıştır. Artan kamu harcamaları ve yüksek faizli borçlanmalar, borcu ödemek için yeniden borçlanmaya gidilmesi kısır döngüsüne neden olmuştur. Kriz dönemlerinde yaşanan sermaye çıkışı TCMB rezervleri erimesine neden olmuştur. Dolayısıyla borçlanmaya olan talep artış göstermiştir. 1990 yılı sonrasında yaşanan ekonomik krizler, artan borç yükünün bir sebebi olduğu kadar sonucunu da oluşturmuştur (Toprak, 2010: 11).

Türkiye’de iç borçlanmanın önemli bir sorun haline gelmesi dinamik bir süreç olarak karşımıza çıkmaktadır. 1980-1985 yılları arasında iç borçlanmaya sınırlı olarak başvurulmuş ve genellikle bütçe açığının finansmanında Merkez Bankası kaynakları kullanılmıştır. 1990’lı yıllarda iç borç stoku önemli bir seviyeye gelmiş ve bozulan mali denge, Körfez Krizi ve sonrasında uygulanan seçim ekonomisi uygulamaları kamunun borçlanma gereğini arttırmıştır. Artan kamu kesimi

borçlanma gereği sonucunda makro ekonomik dengelerde yaşanan değişimler 1994 Krizi'ne neden olmuştur. Bu kriz ile birlikte bozulan makro ekonomik göstergeleri dengelemek amacıyla kısa vadeli avans kullanımı düşürülmüştür. Ardından devam eden 1998 Rusya Krizi, 1999 Brezilya Krizi ve yaşanan 17 Ağustos depremi iç borçlanma faizleri ve borçlamanın gayri safi milli hasılaya oranında artış meydana getirmiştir. Kasım 2000 Krizi ve ardından yaşanan 2001 Krizi sonucunda Merkez Bankasından kısa vadeli avans kullanımı kaldırılmıştır. Yine 2001 yılında Güçlü Ekonomiye Geçiş Programı hazırlanmış ve kamu borçlarının sürdürülebilirliği hedeflenmiştir (Bayraktar, 2009: 287). Güçlü ekonomiye geçiş programı ile birlikte, kamu finansman dengelerinde ve kamu-özel sektör borçlanması, iç veya dış borçlanma tercihleri konusunda 2002 yılı önemli değişimlerin yaşandığı bir dönem başlangıcı olmuştur (Berkay ve Ağcakaya, 2017: 12).

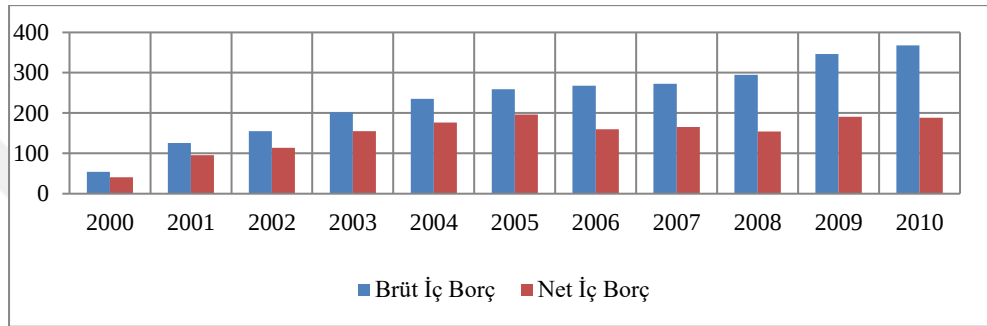
2.2.1.1.1. İç Borç Stokunun Gelişimi ve Dağılımı

İç borç stokunu, hazine bonosu, devlet tahvili, Merkez Bankası avansları ve konsolide borçlar oluşturmaktadır (Şen vd., 2007: 19). *Merkezi yönetim kavramı kamu kesiminin en büyük bölümünü kapsamaktadır. Genel bütçe içinde yönetilen daireler (Türkiye Büyük Millet Meclisi, Cumhurbaşkanlığı, Bakanlıklar vb.) , özel bütçeli idareler (Yüksek Öğretim Kurumu, Üniversiteler, Türk Tarih Kurumu vb.) ve düzenleyici ve denetleyici kurumlar (Bankacılık Düzenleme ve Denetleme Kurumu, Sermaya Piyasası Kurulu vb.) bulunmaktadır* (Eğilmez, 2021b:1). Merkezi yönetim borcu, kamu borcunun en dar kapsamını oluşturmaktadır. Türkiye'de kamuoyuna açıklanan merkezi yönetim borcunun temelini 5018 sayılı Kamu Mali Yönetimi ve Kontrol Kanunu oluşturmaktadır. 5018 sayılı kanuna göre merkezi yönetimi, temelinde bakanlıkların bulunduğu genel bütçe kapsamındaki kamu idareleri, özel bütçeli idareler ve düzenleyici ve denetleyici kurumlar oluşturmaktadır (Turan, 2013: 170).

Kamu iç borç stokunu arttıran faktörler ülkelere göre değişiklik gösterebilmektedir. Türkiye açısından iç borç stokunun artışı değerlendirildiğinde; ekonomik istikrarsızlıkların yanısıra borçlanma politikasının etkin ve sürdürülebilir olmaması, kamu harcamalarının kamu gelirlerini aşması durumları söz konusu olmuştur. Türkiye'de özellikle 1990'lı yıllar itibariyle borçlanma, bir maliye

politikası aracı olma özelliğini kaybetmiştir. Borçlanma, ekonomik ve siyasi faktörlerin bir sonucu olarak gerçekleşmeye başlamıştır (Yılmaz ve Cural, 2010: 18). İç borç stokunun büyüklüğü pek çok ekonomik sorunun oluşumu üzerinde etkilidir. Yüksek iç borç stoku, gelir dağılımında adaletsizlik, enflasyon ve uzun dönemde uygulanacak olan ekonomik politikalarının uygulanamaması sorunlarına yol açmaktadır (Ulusoy ve Cural, 2006: 2).

Şekil 1: İç Borç Stoku (Milyar TL)



Kaynak: (T.C. Hazine ve Maliye Bakanlığı, 2021b)

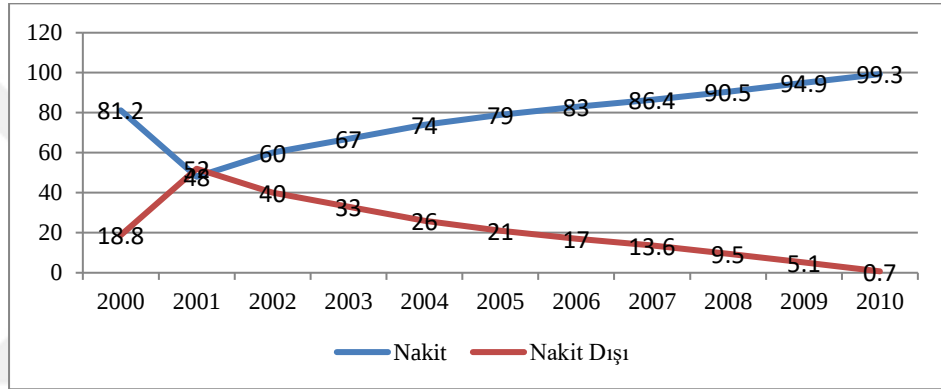
Bir ülkenin kamu kesiminde yer alan, Kamu İktisadi Teşebbüsleri (KİT) haricinde birimlerin iç ve dış borçlarının toplamı brüt borç stokunu oluşturmaktadır. Kamunun alacaklarının brüt borç stokundan düşülmesi sonucu da net borç stokuna ulaşılmaktadır (Eğilmez, 2012: 1). Şekil-1 yardımıyla iç borç stokunun 2000- 2010 yılları arası brüt ve net tutarları incelendiğinde 2000 yılında 40,5 milyar TL olan kamu net iç borç stoku 2001 yılında 95,5 milyar TL'ye ulaşmıştır. 2010 yılına gelindiğinde ise bu tutarın 188,6 milyar TL olarak gerçekleştiği görülmektedir.

2005 yılında toplam iç borç stoku 2004 yılına göre nominal olarak %9 artış göstermiştir. Buna karşın net borç stoku 2004 yılı ile kıyaslandığında azaldığı görülmektedir. Borçlanma vadelerinde artış ve faiz oranlarındaki düşme eğiliminin devam etmesi sonucu elde edilen faiz dışı fazla net iç borçlanmayı azaltıcı şekilde etkilemiştir. 2004- 2005 döneminde yine net iç borçlanmayı azaltıcı etmenlerden biri de Tasarruf Mevduatı Sigorta Fonu (TMSF)'den sağlanan gelir ve özelleştirme gelirleri olmuştur (T.C. Merkez Bankası, 2006: 36).

İç borç stoku, nakit ve nakit dışı borç stoku olarak iki kalemde takip edilmektedir. Hazineye nakit olanağı tanıyan devlet iç borçlanma senetlerinden doğan tüm yükümlülüklerin toplamı nakit borç stokunu oluşturmaktadır.

Karşılığında hazineye nakit imkânı sağlamayan ve özel kanunlar kapsamında ihraç edilen borçlanma senetleri ise nakit dışı borç stokunu oluşturmaktadır (Yılmaz, 2015: 179-180). 2001 Krizi sonrası bankacılık sektörünün yeniden yapılandırılması için özel tertip senetler ihraç edilmiştir. Bu nedenle nakit dışı iç borçlanma senetlerinin toplam iç borçlanma içerisindeki payı 2001 yılında %52,6 olarak gerçekleşmiştir. 2010 yılı sonu itibariyle nakit dışı iç borç senet stoku sona ermiştir (T.C. Hazine ve Maliye Bakanlığı, 2008: 30).

Şekil 2: İç Borç Stokunun Yapısı (%)



Kaynak: (Türkiye Sermaye Piyasaları Birliği, 2003) verileriderlenerek oluşturulmuştur.

2001 yılında kamu bankalarının görev zararlarının borçlanma kağıdı ihraç edilerek iç borç stokuna dahil edilmemesi ve bankacılık sektöründe ortaya çıkan kırılganlıklar sebebi ile nakit dışı stokta artış meydana gelmiştir. Nakit dışı stok özellikle kriz dönemlerinde yani Kasım 2000 ve Şubat 2001 de ciddi artışlar sergilemiştir (Vardar, 2007: 106). Kamu bankalarının görev zararlarının yanı sıra dış konjonktürde yaşanan gelişmeler neden ile dış piyasadan borçlanmak zorlaşmıştır. Bu nedenle finansman ihtiyacı iç piyasadan borçlanarak karşılanmaya çalışılmıştır (Cura, 2004: 171).

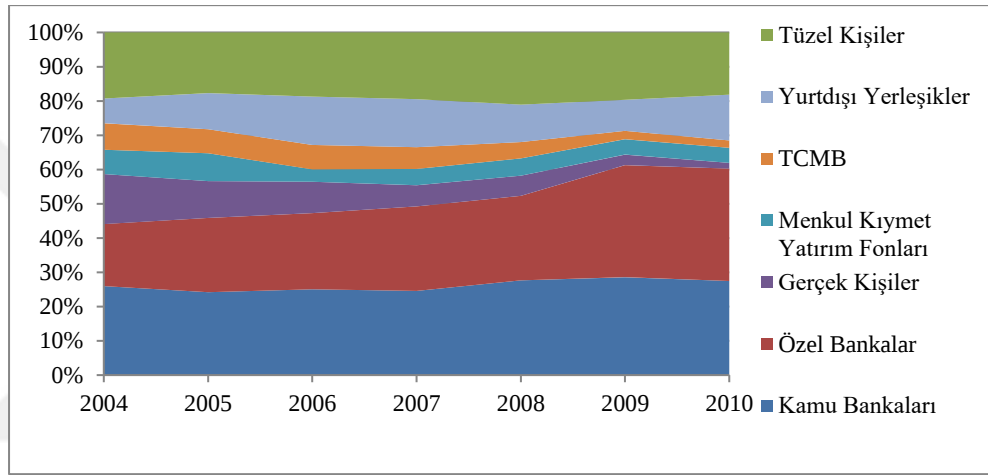
2001 Krizi Hazine'nin nakit ihtiyacının artmasına neden olmuştur. Yaşanan likidite riski iç borçlanmanın çevrilmesi ile ilgili tereddütler meydana getirmiştir. Bu doğrultuda Hazine, bankalarla gönüllü iç borç takası yaparak 3 ve 5 yıl vadeli üç ayda bir kupon ödemeli dövizde endeksli ve aynı zamanda 1 ve 2 yıl vadeli değişken faizli üç ayda bir kupon ödemeli türk lirası cinsinden senetler vererek borçlanmanın vadesini uzatmayı amaçlamıştır. Gönüllü iç borç takası ile iç borç vadeleri uzadığı

gibi bankaların açık döviz pozisyonlarını da olumlu etkilemiştir (Parasız ve Eroğlu, 2017: 322).

2.2.1.1.2. İç Borç Stokunun Borç Verenlere Göre Gelişimi

İç borçlanmada başvuru kaynakları; özel ve kamu bankaları, gerçek ve tüzel kişiler, menkul kıymet yatırım fonlar, TCMB ve yurtdışı yerleşikler oluşturmaktadır.

Şekil 3: İç Borç Stokunun Borç Verenler Dağılımı (%)



Kaynak: (T.C. Hazine ve Maliye Bakanlığı, 2021c)

Şekil-3’de Türkiye’de iç borçlanmada başvuru kaynaklar ve bu kaynakların hangi yoğunlukla kullanıldığı gösterilmektedir. Şekil-3 ‘de görülmektedir ki yıllar itibari ile kamu ve özel bankaların ellerinde bulunan DİBS’ler artış eğilimindedir. Gerçek kişilerin payının azaldığı ve aynı zamanda yurtdışı yerleşiklerin payının da artmaya başladığı görülmektedir. Devlet borçlanma senetlerini ellerinde tutan özel ve kamu bankalarının, Türkiye’de finansal sistemin temellerinden olması sebebiyle kar etmesi önem arz etmektedir. Uzun yıllar boyunca bankalar, kar elde etme güdüsü ile devlet iç borçlanma senetleri satın almışlardır. 2001 yılı itibariyle uygulamada olan piyasa yapıcılığı sistemi ile piyasa yapımcılarından olan bankalar düzenli olarak devlet iç borçlanma senetleri satın almaktadırlar (Yılmaz, 2015: 172). Tasarruf sahibi gerçek kişilerin, devlet iç borçlanma senetlerine olan talebin düşük düzeyde olduğu görülmektedir. Gelir düzeyindeki düşüklük, yetersiz tasarruf ve bunların yanısıra altın, döviz gibi likit değeri yüksek olan yatırım seçeneklerinin de bulunması sebebiyle hanehalkının

tahvil ve bono satılması düşük seviyelerde kalmaktadır. Ayrıca hanehalkının iç borçlanma senetleri hakkında yeterli bilgiye sahip olmaması da söz konusu talebin düşük seviyede kalmasında etkili olmaktadır (Demir, 2009: 121-122).

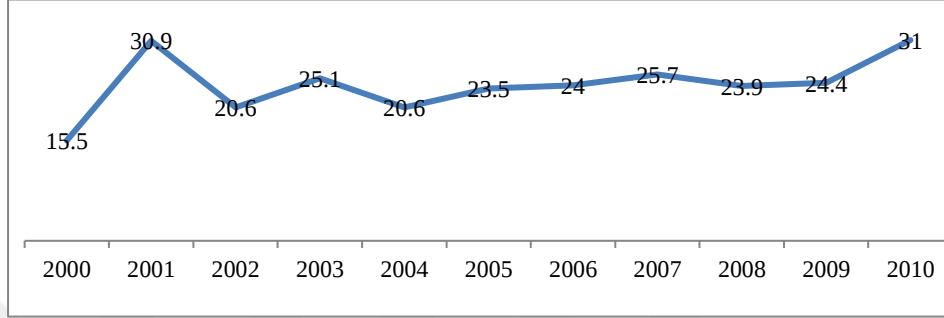
TCMB, kamuya borç olarak verdiği fonları emisyon ile finanse etmektedir. Emisyon para arzını arttırıcı yani enflasyona neden olan bir finansman yöntemidir. Enflasyonist dönemlerde TCMB'den borçlanmak enflasyon oranını arttırıcı etki yaratırken deflasyonist dönemlerde ise durgunluğu giderici etkiye sahip olmaktadır. Dolayısıyla TCMB'den enflasyonist dönemlerde borçlanma tercih edilmemesi gerekmektedir. Söz konusu borçlanma doğrudan veya dolaylı olarak iki şekilde yapılmaktadır. Hazine bonosu satışı, altın ve döviz satışı karşılığı avans ve kısa vadeli avans şeklinde yapılan borçlanma doğrudan borçlanma olarak adlandırılmaktadır. Hazine kefaletine haiz bonoların Merkez Bankasına iskonto ettirilmesi, satılması veya bu bonolar karşılığında avans alınması ise Merkez Bankasından dolaylı borçlanmadır (Şen vd., 2007: 9). Türkiye'de, Hazine'nin Merkez Bankası'ndan doğrudan borçlanması 2002 yılında kaldırılmıştır. MB, ikinci elden hazine kağıdı alışveriş yapabilmektedir (Eğilmez, 2004: 72). Dolayısıyla TCMB'nin hazine kağıtlarını elinde bulundurma oranı değerlendirilirken bu oranın 2002 yılından itibaren sadece dolaylı yoldan borçlanma sonucu oluştuğundan dikkat edilmelidir.

2.2.1.1.3. İç Borç Stokunun Vade- Faiz Yapısına Göre Gelişimi

Borç vadesinin uzun ve faiz oranının düşük olması, etkin bir borç yönetiminde en önemli amaçlar arasında yer almaktadır. Uzun vadeli borçlanma özellikle gelişmekte olan ülkeler açısından değerlendirildiğinde uzun vadelerin belirsizlik ve risk taşıması sebebiyle bu ülkelerin borçlanma seçeneklerini azaltmaktadır. Uzun vadeli borçlanmanın söz konusu olumsuz etkilerine rağmen, borcun geri ödenmesi aşamasında sağladığı avantajlardan dolayı kısa vadeli borçlanmaya göre daha az olumsuz etkiye sahip olduğu görülmektedir (Ünsal, 2003: 195). Kısa vadeli iç borçlanma senetlerine başvurulması, ekonomide yaşanan birtakım gelişmeler nedeni ile gerçekleşmektedir. Söz konusu nedenler; siyasi ve ekonomik istikrarsızlık, yüksek enflasyon, döviz kurundaki dalgalanma, kamu borçlarının milli gelire oranının yüksek seyretmesi olarak bilinmektedir. Ekonomide

yaşanan bu gelişmeler bütçe açıklarını arttırırken reel faizlerin de artışına neden olması sebebiyle borçların vadesinin kısalması sonucunu doğurmaktadır (Ceyhan, 2005: 649).

Şekil 4: İç Borç Stokunun Vade Yapısı (Ay)

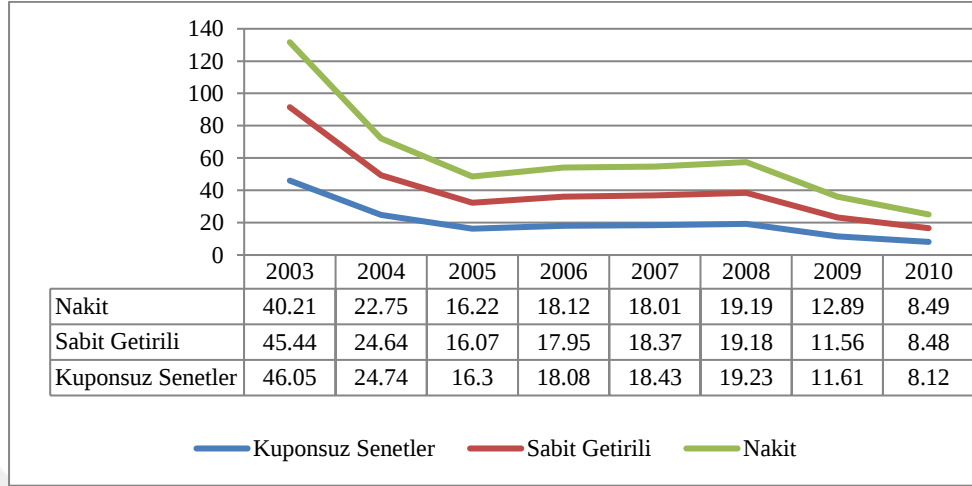


Kaynak: (Türkiye Sermaye Piyasaları Birliği, 2009) verileri kullanılarak hazırlanmıştır.

2000 yılı sonrası iç borç stokunun ortalama vadeleri ay cinsinden Şekil-4’de verilmiştir. 2001 yılında 30,9 ay ve 2010 yılında 31 ay en uzun ortalama vade olarak karşımıza çıkmaktadır. Bilindiği üzere bir yıl ve daha uzun süreli olan borçlar orta-uzun vadeli borçlanma olarak sınıflandırılmaktadır. Dolayısıyla söz konusu 10 yıllık süreçte borçlanmanın vadesinin orta vadeli olarak gerçekleştiği söylenebilmektedir.

Bir ekonomide enflasyon ve büyüme oranının çok daha üzerindeki faiz oranı ile iç borçlanmaya başvurulması; bütçedeki iç faiz yükünün artmasına ve iç borçlanma politikasının sürdürülemez hale gelmesine neden olmaktadır. Ülkede ekonomik ve siyasi istikrarın sağlanarak ekonomi politikalarına duyulan güvenin arttırılması gerekmektedir. Ancak ekonomiye olan güvenin tahsis edilmesiyle birlikte sağlıklı ve sürdürülebilir borçlanmaya gidilmesi mümkün hale gelmektedir (Orhan, 1996: 71).

Şekil 5: İç Borçlanmanın Ortalama Maliyeti (%)



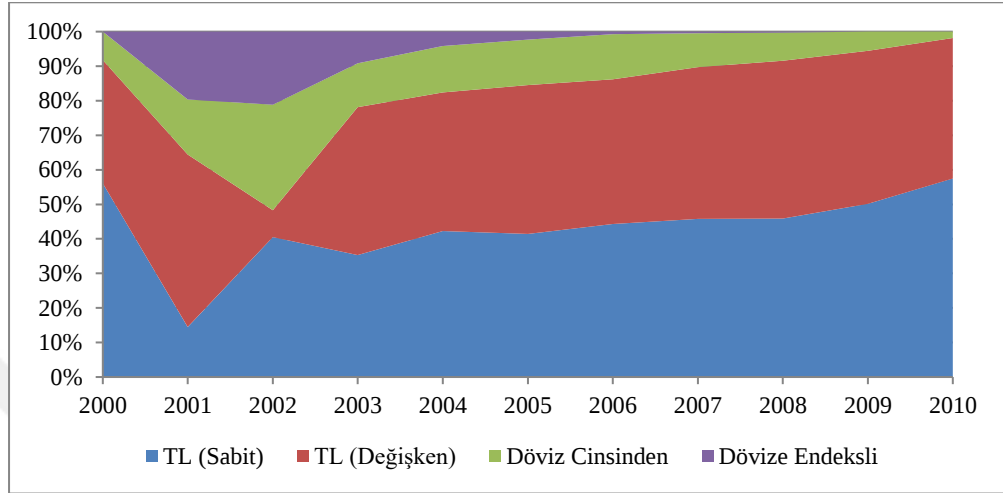
Kaynak: (T.C. Hazine ve Maliye Bakanlığı, 2022a)

2000 yılı Ocak- Ağustos ayı dönemlerinde meydana gelen faiz oranlarının aşağı yönlü eğilimi sonucu küçük ve orta ölçekli bankaların ellerinde bulundurdıkları borçlanma kağıtlarını zararına satmalarına neden olmuştur. Dolayısıyla söz konusu bankaların karlılığı azalmış ve Kasım ayında yaşanan likidite krizine ortam oluşturmıştır (Parasız ve Eroğlu, 2017: 317). Devlet iç borçlanma senetlerinin vergiden muaf olması ve faiz gelirlerinin ise kurumla vergisi matrahından düşülebilmesi ayrıcalıkları sağlanması sonucunda piyasada kamu kağıtlarına olan talebi arttırarak diğer faiz oranlarını da dengesiz şekilde yükseltmektedir (Kalaycı vd., 2004: 83). 2003 yılından itibaren iç borçlanmanın ortalama maliyetindeki düşüş dikkate değerdir. 2010 yılı sonunda kuponsuz, sabit getirili ve nakit borçlanmanın ortalama maliyeti %9 civarında gerçekleşerek düşüş eğilimini korumuştur.

Hazine tarafından yurtiçi piyasaya ihraç edilen senetler vadelerine, para birimine, faiz türlerine ve kupon bulundurup bulundurmama durumuna göre sınıflandırılmaktadır. İhraç edilen para birimine göre sınıflandırmada, döviz veya türk lirası cinsi olarak ayırım yapılmaktadır. Döviz cinsinden ihraç edilen borçlanma senetleri dövizde endeksli ve döviz cinsinden olarak ikiye ayrılmaktadır. Dövizde endeksli senetler borçlanma ve ödemeleri belirlenen kur üzerinden hesaplarak türk lirası cinsinden yapılmaktadır. Döviz cinsinden senetler ise dövizde endeksli

senetlerden farklı olarak türk lirası cinsinden değil döviz olarak ödemesi yapılan senetlerdir (T.C. Hazine ve Maliye Bakanlığı, 2008: 65).

Şekil 6: İç Borç Stokunun Faiz Yapısı (%)



Kaynak: (T.C. Başbakanlık Hazine Müsteşarlığı, 2008) (T.C. Başbakanlık Hazine Müsteşarlığı, 2010) (T.C. Merkez Bankası, 2003)

Şekil-6’da iç borç stokunun faiz yapısı, TL sabit ve değişken, döviz cinsinden ve dövize endeksli olarak sınıflandırılmıştır. 2001 ve 2002 yılında dövize endeksli senetlerin artan payı yıllar itibariyle azalma eğilimine girmiş ve 2010 yılında dövize endeksli senet ihracı yapılmamıştır. Aynı zamanda döviz cinsinde borçlanmanın payı 2000 yılında %8,2 iken bu oran 2010 yılında %1,6 olarak gerçekleşmiştir. Döviz cinsinden ve dövize endeksli borçlanmanın payının azalması borç portföyünün karşı karşıya kalabileceği kur riskinin önüne geçmektedir. TL cinsinden borçlanmanın payı incelendiğinde ise sabit faizli borçlanmanın 2000’de %56,1 olan payı 2001 Krizi’nin etkisiyle bu oranın 2001 yılında %25 azaldığı görülmektedir. 2002 yılı sonrası TL cinsi sabit faizli borçlanmanın payının toparlanma sürecine girdiği görülmektedir. İç borçlanmada faizleri etkileyen birçok etken bulunmaktadır. Örneğin, ekonomide geleceğe ilişkin belirsizlik olması vadeleri kısaltan aynı zamanda da faizi yükselten etki yaratmaktadır. Kamunun kaynak sıkıntısı çekmesi sebebi ile bankacılık kesiminden sürekli ve düzenli olarak borçlanması, yani kamu kaynaklarının bankacılık kesimine aktarılması Türkiye’de bankaların karlılığını arttırmasına, kamunun da yüksek faiz ödemeleri yapmak durumunda kalmasına

neden olmaktadır. Kamunun kaynak yetersizliğini azaltıcı önlemler almadığı takdirde faiz oranları aşağıya doğru esnekliğini kaybetmektedir (Yılmaz, 2015: 185-186).

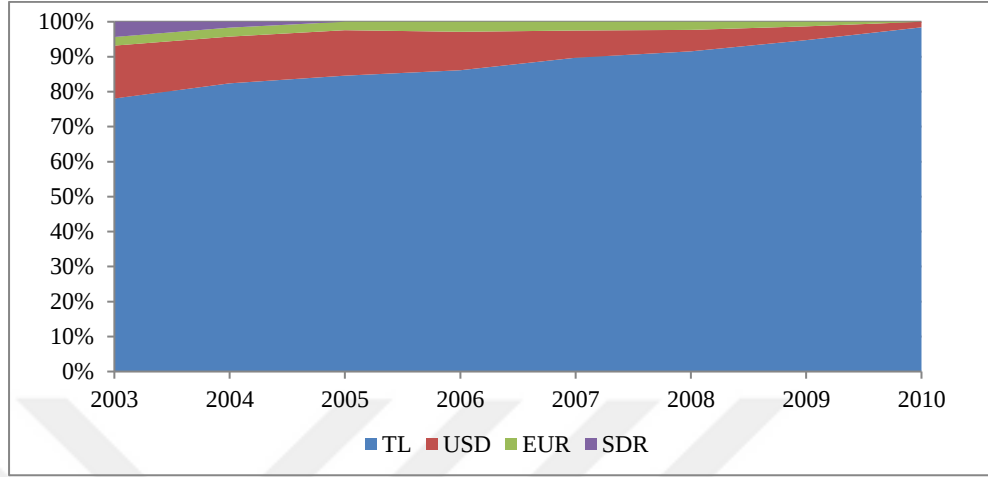
2000 yılı itibariyle piyasalarda yaşanan devalüasyon ve likidite krizi dövize olan talebi arttırmıştır. Artan döviz talebi sonucunda Hazine 2001 yılında bankaların varlıklarında bulunan TL cinsinden DİBS'leri dövize endeksli hale getirmek durumunda bırakmıştır. Dolayısıyla döviz cinsi borçlarının yanına bir de dövize endekslenen borçlanma senetleri eklenince toplam borç stoku içinde dövize endeksli senetlerin oranı 2002 yılında %58,1'e yükselmiştir (Akduğan, 2020: 79).

Uzun vadeli döviz cinsi, değişken faizli ve dövize endeksli senetler, Kasım 2000 ve Şubat 2001 krizlerinin etkisiyle borç stokundaki paylarında artış meydana gelmiştir. Söz konusu artışın nedeni krizler ile birlikte TMSF'ye devredilen bankaların açık döviz pozisyonlarının düzeltilmesi ve aynı zamanda takas ihaleleri kapsamında bankaların portföylerinde bulunan kısa vadeli TL cinsinden borçlanma senetlerinin uzun vadeli ve dövize endeksli senetlerle değiştirilmesi olmuştur. Aynı zamanda türk lirasına olan güvenin azalması da döviz cinsinden ve dövize endeksli senetlere olan talebin artışını etkileyen faktörlerden bir başkasıdır. 2002 yılından itibaren türk lirasına olan güvende düzelmeler ve borç vadelerini uzaması borç stokunun kırılğanlığının azaldığının bir göstergesidir (Gürçihan ve Yılmaz, 2007: 6).

2.2.1.1.4. İç Borç Stokunun Döviz Cinsinden Gelişimi

Kamu borçlarının bileşenleri yani vade-faiz ve döviz yapısı hem devletler açısından hem de piyasalar açısından önem taşımaktadır. Borç yapısının düşük risk taşıması borçlanmanın olumsuz mali sonuçlara yol açmaması açısından önem taşımaktadır. Latin Amerika ülkelerinde 1994 yılında yaşanan krizden sonra ülkeler borç kompozisyonlarında değişikliğe gitmişlerdir. Meksika'da döviz cinsinden borçlanmaya yüksek miktarlarda başvurulması ve ardından yaşanan devalüasyon sonucu borç stokunda önemli artışlar meydana gelmiştir. Söz konusu değişim, daha az döviz kuruna bağlı borçlanmaya başvurulması ve uzun vadeli borç senetlerinin kamu borç portföyündeki payının artışının sağlanması şeklinde gerçekleştirilmiştir (S. Das, Papapioannou vd., 2010: 11-12).

Şekil 7: İç Borç Stokunun Döviz Cinsi (%)



Kaynak: (T.C. Başbakanlık Hazine Müsteşarlığı, 2010)

Şekil-7 yardımıyla 2000-2010 yılları arası kamu iç borç stokunun döviz cinsinden dağılımı incelenmiştir. TL cinsi borçlanmanın yıllar itibariyle artış eğiliminde ve aynı zamanda dolar cinsinden borçlanmanın ise azalma eğiliminde olduğu görülmektedir. 2010 yılında Euro ve SDR cinsinden borçlanma yapılmamıştır. SDR cinsi iç borçlanma 2004 yılından sonra gerçekleşmemiştir. TL cinsinden borçlanmanın kamu borçları içindeki payı 2010 yılında %73,3 olarak gerçekleşmiştir. Yerli para biriminden borçlanma, döviz dalgalanmaları karşısında borç portföyünün karşılaşılabileceği riski azaltmaktadır. Dolayısıyla kamu borç portföyünde TL cinsinden borçların ağırlıklı olması borç yönetiminde risk yönetimi çerçevesinde önem taşımaktadır.

Türkiye’de 2007 yılında uygulamaya konan ‘‘Stratejik Ölçütler’’ planlaması ile birlikte nakit iç borçlanmanın sabit faizli ve TL cinsinden yapılması, döviz endeksli iç borçlanmanın yapılmaması ve aynı zamanda döviz cinsinden borçlanmanın sınırlandırılması kararları alınmıştır. Borç ve nakit yönetiminde oluşacak riskleri engellemek amacıyla alınan kararlar doğrultusunda vadelerin piyasa koşulları göz önüne alınarak bir yılın üzerine uzatılmasını ve yıl boyunca yeterli rezerv tutulmasını içermektedir. (Yılmaz, 2015: 189). Söz konusu stratejik ölçütler (T.C. Hazine ve Maliye Bakanlığı, 2020: 1):

- Uluslararası piyasalarda ABD dolarının yanında imkan olması durumunda diğer döviz cinslerinden de ihraç yapılması,

- Borç ve nakit yönetimde meydana gelebilecek likidite riskinin azaltılması amacıyla nakit rezervinin sağlam tutulması,
- Borçlanmanın TL cinsinden yapılması
- Faiz giderlerinin en uygun şekilde yönetilmesi amacıyla, uygun borçlanma şekli ve vade bileşimine dikkat edilmesi ve ayrıca gelecek 12 ayda faizi yenilecek senetler ile vadesine 12 aydan az kalmış senetlerin oranının belirli bir seviyede tutulması kararlarını kapsamaktadır.

Stratejik ölçütler çerçevesinde uygulanmaya başlanan iç borçlanmanın TL cinsinden yapılması uygulaması ile TL'nin yüksek değer kaybı yaşadığı dönemlerde borcun sürdürülebilirliğine ilişkin olumlu katkıda bulunmuştur. Ayrıca stratejik ölçütler kapsamında alınan kararların borçlanmanın uygun risk ve maliyet düzeyinde gerçekleşmesine katkı sağladığı görülmektedir (T.C. Başbakanlık Hazine Müsteşarlığı, 2010: 20).

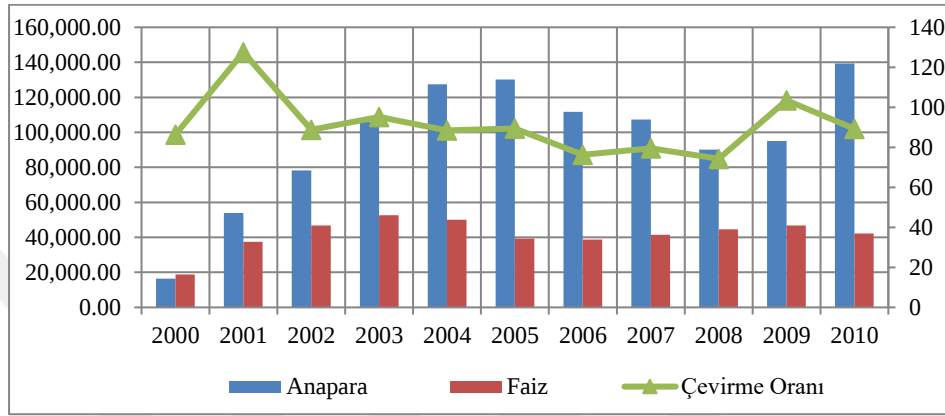
2.2.1.1.5. İç Borç Servisinin Gelişimi

İç borç servisi, bir mali yıl içerisinde ödenecek anapara ve faizlerin toplamından oluşmaktadır. Anapara ödemeleri bütçe harcamaları içinde değil hazine hesapları içinde yer almaktadır. Faiz ödemeleri ise bütçe harcamaları içinde transfer harcamaları kaleminde gözükmektedir. Faiz ödemelerindeki artış, iç borçlanmaya negatif bakılmasının en temel sebeplerinden biri olarak karşımıza çıkmaktadır (Ünsal, 2003: 196).

Yüksek iç borçlanma, borçlanma kağıtlarını elinde bulunduranların likit servet miktarlarını arttıracak için tüketim yapma arzusunda artışa neden olabilmektedir. Dolayısıyla ekonomide faiz oranlarının yükselmesine rağmen tasarrufların azalması ve tüketim harcamalarının artması enflasyonist sonuçları karşımıza çıkarmaktadır. Yüksek faizli borçlanmanın bir diğer sonucu da halka yapılan yüksek faiz ödemeleri gelir dağılımında bozucu etkiler yaratmasıdır (Evgin, 1995: 215). Yüksek borçlanma faiz ödemelerini yapabilmek amacıyla faiz dışı fazla verilmesi hedefi çeşitli olumsuz sonuçlar da doğurmaktadır. Bütçede eğitim, altyapı gibi temel ihtiyaç harcamalarının düşürülerek faiz dışı fazla verilmesi sonucu ekonomide sosyal maliyetlerin oluşması ve yetersiz tasarruf sorununa neden

olmaktadır (Susam, 2005: 103). Yüksek borç faiz ödemeleri sonucu ekonomide oluşan söz konusu olumsuz sonuçların değerlendirilmesi amacıyla Şekil-8 'de 2000-2010 yılları arasında gerçekleşen kamu iç borç servisi tutarları ve iç borç çevirme oranları verilmiştir.

Şekil 8: İç Borç Çevirme Oranı ve Borç Servisi(Milyon TL)



Kaynak: (T.C. Hazine ve Maliye Bakanlığı, 2021d)

2000 yılında iç borç faiz tutarının anapara tutarını aştığı görülmektedir. Borç faizi ödemesinin bu şekilde yüksek olduğu durumlarda mali dengesizlikler meydana gelmektedir. Yine 2001 yılında borç faiz ödemesi tutarının borcun anaparasının yaklaşık %69 olduğu görülmektedir ve bu oran ekonomi üzerinde ağır bir yük oluşturmaktadır. Nitekim 2001 krizi sonrası borç faiz ödemelerinin anapara ödemelerinin altında seyrettiği görülmektedir. 2001 yılında %127,5 ve 2002 yılında %88,8 olan iç borç çevirme oranı Güçlü Ekonomiye Geçiş programı ile birlikte ilerleyen yıllarda nispeten düşüş göstermiştir. 2009'da ise bu oran %103,5 olarak gerçekleşmiştir.

1990'lı yıllardan itibaren Türkiye'de mali disiplinin bozulması, 2001 Krizi mali yapıda olumsuzlukları meydana getirmiştir. Dolayısıyla Türkiye daha yüksek faizler ve borçlanma faiz-anapara yapısının bozulmasıyla karşı karşıya kalmıştır. 2002 yılı itibariyle IMF öncülüğünde uygulanan Mali İstikrar Programı'nın uygulanmasıyla Türkiye, borç ödemesinden daha az faiz ödemesi yapmıştır (Sami, 2017: 170). 1990'lı yıllar ile başlayan borç faiz yükünün ekonomide yarattığı ağır yükün giderilmesi amacıyla 2002 yılından sonra iç borç ödemelerine yoğunlaşarak iç borç stokunun çevirilebilir seviyeye gelmesi amaçlanmıştır. 2008 Küresel mali

krizin etkisi ile Türkiye’de 2009 ve 2010 yıllarında iç borçlanmada yeniden bir artış yaşandığı görülmektedir (Dağ ve Tüğen, 2018: 233).

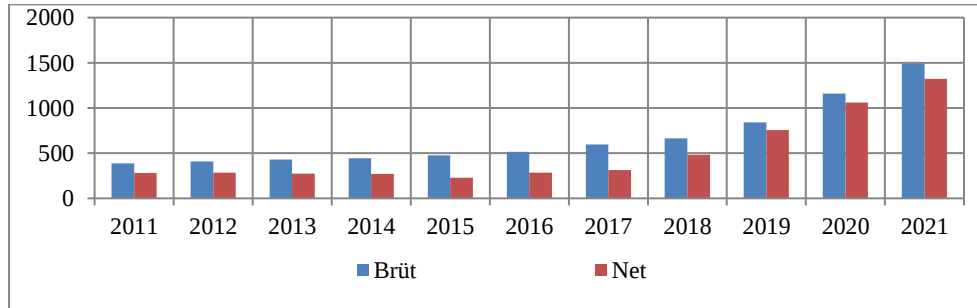
2.2.1.2. 2011-2021 Yılları Arası İç Borçlar

Yukarıdaki bölümde Türkiye’de 2000-2010 yılları arasında yapılan iç borçlanma verileri incelenmiştir. Kamu iç borçlanmasının yıllar itibariyle incelenmesi borç yönetiminde etkinliğin sağlanması hususunda karşılaştırma yapmak amacını taşımaktadır. Bu sebeple 2010 yılı sonrası kamu borçlanma verileri ayrıca ele alınacak ve karşılaştırma yapılacaktır.

2.2.1.2.1. İç Borç Stokunun Gelişimi ve Dağılımı

Kamu net borç stoku, kamunun toplam iç ve dış yükümlülüklerinden kamunun elinde bulundurduğu finansal varlıkların düşülmesi sonucunda elde edilen bir göstergedir. Genel yönetim sektörüne KİT’ler eklenerek bulunan kamu borcundan yine bu kapsamdaki ve merkez bankasındaki varlıklar düşülerek IMF metodolojisi çerçevesinde kamu net borç stoku verisine ulaşılmaktadır. Ulaşılan kamu net borç stoku göstergesi, kamu borcunun sürdürülebilirliği ve riskliliğinde bir araç olarak kullanılmaktadır (Turan, 2013: 172).

Şekil 9: İç Borç Stoku (Milyon TL)



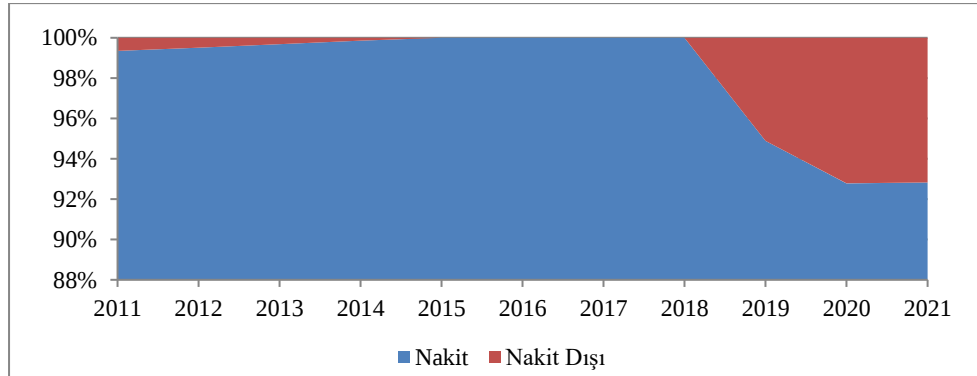
Kaynak: (T.C. Hazine ve Maliye Bakanlığı, 2020). (T.C. Hazine ve Maliye Bakanlığı, 2021a).

Şekil-9’da 2011 -2021 yılları arası kamu iç borç stoku tutarları verilmiştir. İç borç stokunun 2017 yılı itibariyle yükselme eğilimine girdiği görülmektedir. 2017 yılında net iç borç tutarı 312,23 milyon TL iken 2021 yılında 1.321,19 milyon TL olarak gerçekleşmiştir. 2020 yılından 2021 yılına borçlanmadaki değişim yaklaşık %25 oranında artış olarak karşımıza çıkmaktadır.

Küresel pandeminin etkilerinin Türkiye’de hissedildiği yıl olan 2020 yılı itibariyle bu salgına bağlı olarak kamu harcamalarında artış meydana gelmiştir. Covid-19 pandemisinin vatandaş üzerinde etkilerini en aza indirmek amacıyla vergi ötelemeleri yapılmıştır. Dolayısıyla artan kamu harcamaları ve vergi gelirlerinin ötelenmesi kamuyu iç borçlanmaya itmiştir (Türkiye Sermaye Piyasası, 2021: 5). Covid-19 pandemisi kamu borç yükünün artmasına neden olmuştur. Pandemi ile birlikte küresel ekonomi yavaşlama eğilimine girmiştir. Pandeminin getirdiği ve getireceği olumsuz etkileri gidermek amacıyla kamu harcamaları artış göstermiştir. Aynı zamanda salgının seyri sırasında gerçekleşebilecek olan likidite krizleri yaşanmaması adına kamunun artan finansman ihtiyacı borç yükünde artışı da beraberinde getirmiştir (Türkiye Odalar ve Borsalar Birliği, 2021: 135).

Bilindiği üzere nakit dışı iç borç stoku Hazine’ye herhangi bir nakit girişi sağlamayan, kamunun kendi içindeki yükümlülüklerini gidermek amacıyla ihraç ettiği senetleri oluşturmaktadır (Parasız, 2003: 588). Şekil-10’da 2011-2021 yılları arası merkezi yönetim borç stokunun nakit ve nakit dışı yapısı verilmiştir.

Şekil 10: İç Borç Stokunun Yapısı (Milyar TL)



Kaynak: (T.C. Hazine ve Maliye Bakanlığı, 2021a)

2015 yılı sonunda, yeni nakit dışı borçlanma yapılmaması nedeniyle nakit dışı borçlanmanın toplam iç borç stoku içindeki payı % 0,1 olarak gerçekleşmiştir (T.C. Başbakanlık Hazine Müsteşarlığı, 2016: 30). 2015-2018 yılları arasında hazinenin nakit dışı borçlanmaya başvurmadığı görülmektedir. 2019 yılı itibariyle nakit dışı senetler yeniden kullanılmaya başlamıştır.

Nakit dışı borçlanma senetlerinin ihracı bütçe kanununa dayanarak gerçekleştirilmektedir. Fakat borçlanmanın nakit dışı yapısı bütçe finansmanı ile

ilgisi bulunmamaktadır. Genellikle görev zararları ve tahkim uygulamaları sonucunda nakit dışı stok oluşmaktadır. Nakit dışı borçlanma kağıtlarının vadesi doldukça ödemesi gereken faizler için hazine yeniden borçlanma kağıdı ihraç etmektedir. Ödemelerinin bütçe dışından yapılması borçlanma ihtiyacını arttırıcı etki de yaratmaktadır (Emil vd., 2005: 33).

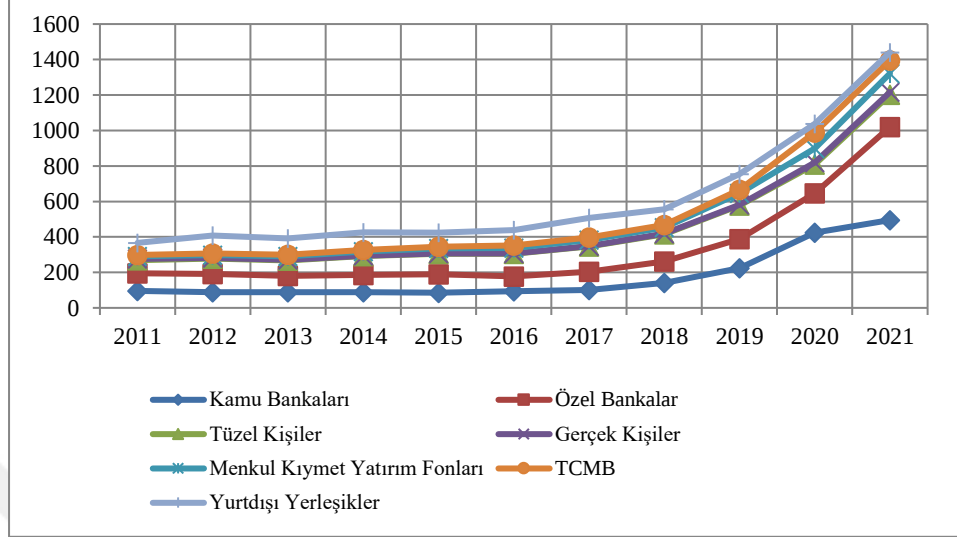
Nakit dışı DIBS'ler Hazine ile bazı kamu kuruluşları arasında borç-alacak ilişkisi sonucu ihraç edilen senetlerdir. Türkiye Varlık Fonu'nun kamu bankaları ve kamu katılım bankalarına likidite yapılarını ve sermayelerini güçlendirmesi amacıyla finansman desteği sağlamaktadır. Söz konusu finansmanın kaynağının ise Hazine'nin ihraç ettiği özek tertip DIBS'lerin bankalara satışından elde edildiği de bilinmektedir (Yılmaz, 2022: <https://www.binhanelifyilmaz.com/>).

2.2.1.2.2. İç Borç Stokunun Borç Verenlere Göre Gelişimi

Gelişmekte olan ülkelerde devlet borçlanma senetlerine en kolay ulaşabilen kaynağın bankalar olduğu görülmektedir. Yüksek miktarda bankalardan borçlanma ise çeşitli makroekonomik sorunlara neden olmaktadır. Bir anlamda bankalardan borçlanma, bankaların kaydi para yaratma şekillerini daraltarak piyasaya ödünç verilebilir fon arzının düşürülmesi anlamına gelmektedir. Yüksek iç borçlanma, faiz oranlarının da yükselmesine ve dolayısıyla özel sektörün borçlanma maliyetlerini de artmasına yol açmaktadır (Cural, 2012: 26).

Tahvil ve bonoların taşıdığı riskin düşük olması ve bazı vergi ayrıcalıklarının olması durumu, bankaların kaynaklarını tahvil ve bonolara yönlendirmesinde etkili olmaktadır. Ticari bankaların yasal karşılıklarının bir bölümünün kamu mali araçlarında tutma yasal zorunluluğunun bulunması da bankaların kaynaklarını devlet borçlanma senetlerine yönlendirmesinde önemli bir faktör olarak karşımıza çıkmaktadır (Özbilen, 2012: 145).

Şekil 11: İç Borç Stokunun Borç Verenler Dağılımı (Milyar TL)



Kaynak: (T.C. Hazine ve Maliye Bakanlığı, 2021b)

İç borçlanma senetlerini ellerinde tutanlar Şekil- 11’da incelendiğinde gerçek kişiler ve yurtdışı yerleşikler dışında borç verenlerin oranında 2011 yılından itibaren artış görülmektedir. En yüksek artış ise 2020 yılında borç senetlerini elinde bulunduran kamu bankalarında gerçekleşmiştir. 2021 yılında ise kamu bankalarının ellerinde bulundurduğu borçlanma senetlerinin tutarı, özel bankaların altında kalmıştır.

Kamu iç borçlanma senetlerinin büyük çoğunluğunun bankaların elinde bulunması, bu bankaların özel sektöre kredi olarak verebileceği kaynakları DİBS olarak bütçe açıklarının finansmanında kullanması anlamına gelmektedir. Bu durum özel sektörün üretim, yatırım ve istihdam sağlamasını özel sektörü dışlayıcı etki yaratmaktadır (Şen vd., 2007: 18-19). Türkiye’de devlet iç borçlanma senetlerinin en yoğun alıcısının bankacılık kesimi olduğu görülmektedir. Bankaların oligopolcü yapısı ve borçlanmayı düzenli olarak gerçekleştirmeleri borçlanma faizlerini yükselten bir faktör olarak karşımıza çıkmaktadır. Kamu kesiminde yaşanan kaynak sorunu, bankalar aracılığı ile giderilmiş ve aynı zamanda bankaların karlılığını arttırıcı etkinin oluşması sağlanmıştır (Yılmaz, 2010: 264).

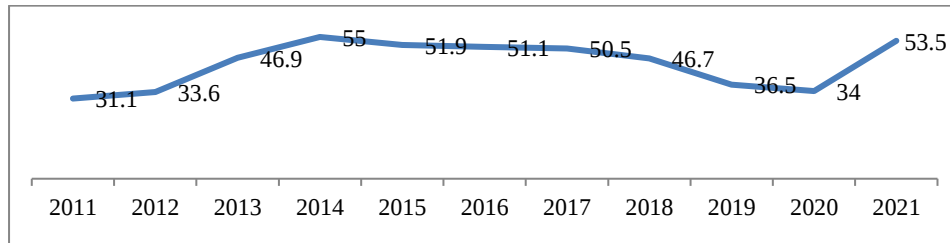
2011 ve 2012 yılında devlet borçlanma kağıtlarını elinde bulunduran yurtdışı yerleşiklerin oranında artış gözlemlenmiştir. Küresel kriz sonrası gelişmiş ülkelerin genişletici para politikalarıyla likidite bolluğunun olduğu yıllarda sermayenin

gelişmekte olan ülkelere kaydığı bilinmektedir. Dolayısıyla Türkiye’ye söz konusu dönemde yabancı yatırımcıların ilgisinin arttığı görülmektedir. 2013 yılından sonra ise Amerika Birleşik Devletleri Merkez Bankası (FED)’nin genişleyici para politikasını terk edeceği düşüncesi yabancı yatırımcıların borç verme isteklerini azaltması ile sonuçlanmıştır (Türkiye Odalar ve Borsalar Birliği, 2014: 120-121). 2021 yılına gelindiğinde ise yurtdışı yerleşiklerin borç verme isteklerinde azalma devam etmiştir.

2.2.1.2.3. İç Borç Stokunun Vade - Faiz Yapısına Göre Gelişimi

Kısa vadeli borçlar, bütçe dönemi içinde ortaya çıkan gecici açıkların kapatılması için başvurulmuş borçlanma çeşitidir. Uzun vadeli borçlara ise bütçenin gelir yönünden yetersizliği durumunda kaynak yaratmak amacıyla başvurulmaktadır (Saraçoğlu, 2002: 61). İç borç portföyünün oluşturduğu risklerden biri olan borcun geri ödenme yani yeniden finansman riskidir. Finansman riski borç tutarı ve vadesi ile yakından ilişkilidir. Borcun vadesinin kısa olması ve borç ödemesinin yüksek olması yeniden finansman riskini de arttırmaktadır. Dolayısıyla finansman riskini azaltmak amacıyla uzun vadeli borçlanma araçlarının tercih edilmelidir (Misztal, 2021: 11). Uzun vadeli borçlanma aynı zamanda borcun çevirme riskini de azaltmaktadır. Kamu borç portföyünde uzun vadeli borçlanmanın yoğun olması borcun ödenmesi sırasında kaynak yaratma sıklığını azaltarak borcun geri ödenmesini kolaylaştırmaktadır. Uzun vadeli borçlanma ile borç geri ödemesinde yaşanacak sorunların en aza indirilmesi de elde edilen kaynakların verimli alanlarda kullanılmasına katkı sağlamaktadır (Yıldız, 2019: 211).

Şekil 12: İç Borç Stokunun Vade Yapısı (Ay)

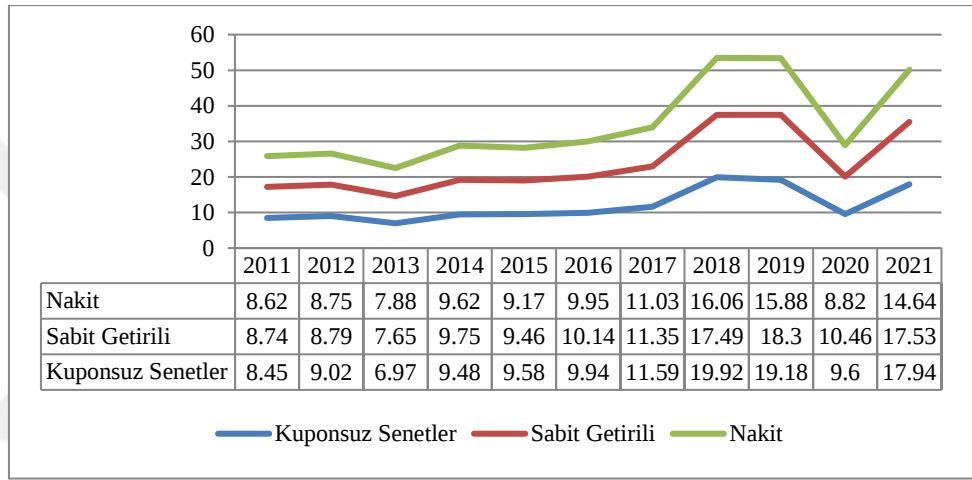


Kaynak: (T.C. Merkez Bankası, 2018)

2011 yılı itibarıyla 2010 yılında ihracına başlanan 10 yıl vadeli enflasyona endeksli ve sabit faizli DİBS’ler ile borçlanma vadesinin uzatılması amacıyla işlem

görmeye devam etmiştir. Söz konusu borçlanma senetlerinin ihracıyla birlikte birincil ve ikincil piyasalarda fiyat etkinliğinin arttığı gözlemlenmiştir (T.C.Başbakanlık Hazine Müsteşarlığı, 2012: 20). İç borç stokunun ortalama vadesinin 2011 yılı itibariyle yükseliş içinde olduğu görülmektedir. 2017 yılı sonrasında borçlanmanın daha kısa vadelerle yapılmaya başlandığı dikkat çekse de 2021 yılında borçlanma uzun vadeli gerçekleşmiştir.

Şekil 13: İç Borçlanmanın Ortalama Maliyeti (%)



Kaynak: (T.C. Hazine ve Maliye Bakanlığı, 2022a)

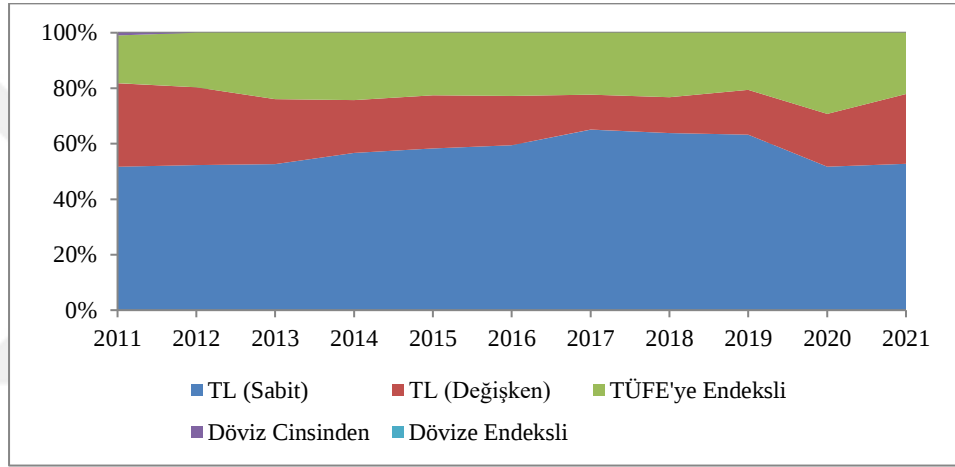
İç borçlanmanın ortalama maliyetinde 2000 yılı sonrası yaşanan düşüşün 2011 yılından itibaren korunamadığı görülmektedir. Şekil-13’de incelenilen dönemde borçlanma maliyetlerinde artış yaşandığı görülmektedir.

Borç yönetimi uygulamaları çerçevesinde borç stokunun faize karşı duyarlılığının azaltılması amacıyla sabit faizli borçlanma senetlerine ağırlık verilmiştir. 2010-2015 yılları süresince borçlanma senetlerinin faiz dengesi sabit faiz yönünde artış göstermiştir. 2015 yılı itibariyle, önceki dönemlerde ihraç edilmiş döviz cinsi ve dövize endeksli senetlerin tamamı itfa edilmiş ve 2012–2015 dönemlerinde iç borç stokunda döviz cinsi senetlerin payı sıfırlanmıştır. Dolayısıyla söz konusu dönemde kur dalgalanmalarından kaynaklanan riskler de ortadan kaldırılmıştır (T.C. Başbakanlık Hazine Müsteşarlığı, 2015: 32).

İç borç stokunda bulunan değişken faizli, kısa vadeli, dövize endeksli veya döviz cinsinden borçlanmanın payının yüksek olması borç stokunu kur ve faizlerde meydana gelen dalgalanmalara karşı riski hale getirmektedir (Bayraktar, 2010: 474).

2003 yılında belirlenen Stratejik ölçütler çerçevesinde borç stokunda oluşabilecek likidite, döviz kuru ve faiz risklerinin bertaraf edilmesi amacıyla 2020 yılı sonunda önemli gelişmeler kaydedilmiştir. 2020 yılı iç borç stoku içerisinde TL cinsi borçların payı %43,8, sabit faizli borçlanma senetlerinin payı ise %70 olarak gerçekleşmiştir. Ayrıca enflasyona endeksli senetlerin borç stoku içindeki payı %14 seviyesinde iken değişken faizli senetlerin payı %16 olarak gerçekleşmiştir (T.C. Hazine ve Maliye Bakanlığı, 2021e: 27).

Şekil 14: İç Borç Stokunun Faiz Yapısı (%)



Kaynak: (T.C. Başbakanlık Hazine Müsteşarlığı, 2015)

Borç portföyü içinde Tüketici fiyatlarına endeksli (TÜFE) borçlanma senetlerinin artışı para ve maliye politikaları arasındaki uyumun önemini ortaya çıkarmaktadır. Aynı zamanda sabit faizli borçlanmanın yoğunluğu ise faiz oranlarında yaşanacak herhangi bir değişimde borç stokunun söz konusu değişimden etkilenmesini en aza indirmektedir (Küçükkırmızı, 2017: 14). Faiz oranı arttığında değişken faizli senetler alıcı açısından avantaj sağlarken bu durum Hazine açısından tam tersi bir durum ortaya çıkarmaktadır. Değişken faizli borçlanma ile Hazine faiz riskini yüklenerek bir yandan da vade uzatarak borcunu yenileme riskini azaltmayı amaçlamaktadır. TCMB'nin faiz arttırımı sonucunda sabit faizli senetler üzerindeki faiz yükü yatırımcının üzerinde kalmaktadır (Yılmaz, 2021: binhanelifyilmaz.com).

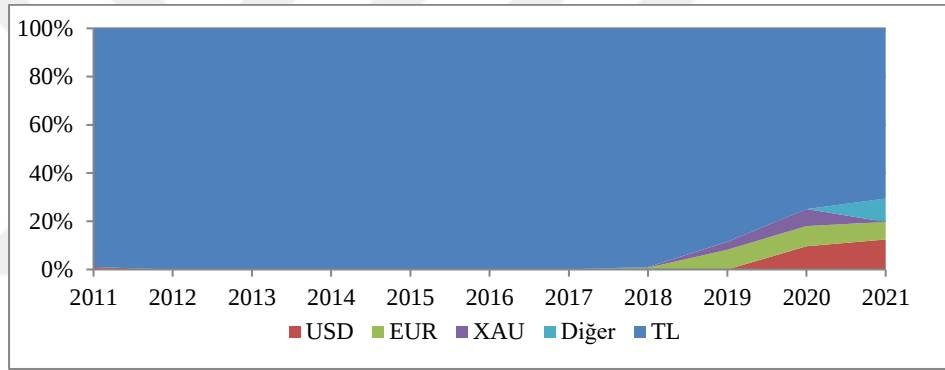
2.2.1.2.4. İç Borç Stokunun Döviz Cinsinden Gelişimi

4749 sayılı Kamu Finansmanı ve Borç Yönetiminin Düzenlenmesi Hakkında Kanun ile borç yönetiminin temel çerçevesi oluşturulmuştur. 2002 yılı sonrasında

kamu borçlanmasında sabit oranlar ve TL cinsinden borçlanmaya ağırlık verilmesi, dövizde endeksli iç borçlanmanın borç portföyü içinde bulunmaması gibi hedefler belirlenmiştir (Ulusoy ve Kara, 2017: 36).

Yabancı para cinsinden ihraç edilen devlet tahvilleri, ulusal paranın değer kaybettiği ekonomik konjunktürde bütçeyi ve borç stokunu olumsuz yönde etkilemektedir. Olumsuz etki ülkenin döviz yükümlülüklerinin artması ile sonuçlanmaktadır. Gelişmekte olan ülkelerin sıklıkla karşılaştığı kur riski bazı durumlarda endeksli iç borçlanma senetlerinden çok daha fazla risk taşımaktadır (Barro, 1999: 6).

Şekil 15: İç Borç Stokunun Döviz Cinsi (%)



Kaynak: (T.C. Hazine ve Maliye Bakanlığı, 2021a)

2019 yılında döviz ve altın cinsi DİBS ve döviz ve altına dayalı kira sertifikası ihraçlarına başlanarak yatırımcı portföyünün genişletilmesi ve kurumsal yatırımcı taleplerinin karşılanması amaçlanmıştır. Bu amaç doğrultusunda söz konusu kira sertifikalarının toplam borçlanma içindeki payı artış göstermiştir (T.C. Hazine ve Maliye Bakanlığı, 2020: 24). 2011–2016 yılları arasında Euro ve altın cinsinden borçlanma yapılmamıştır. Aynı zamanda 2017 yılında Dolar ve Euro cinsinden iç borçlanmaya başvurulmamıştır. 2020 yılına gelindiğinde yabancı para cinsinden borçlanmaya başvurulmaya başlandığı görülmektedir. 2021 yılında TL cinsinden borçlanmanın kamu borçlanması içindeki payı %34, dolar cinsi %6 ve diğer para birimlerinden ise %4,7 oranında gerçekleşmiştir.

Döviz cinsinden yapılan borçlanmalar çeşitli riskleri de beraberinde getirmektedir. Bu risklerden birisi ülkedeki döviz varlıklarından daha fazla döviz yükümlülüğünün olması durumudur. Bu durumda yerli paranın değer kaybetmesi

yönünde baskı oluşmaktadır. Devalüasyon sonucunda borç verenin ekonomik durumunda iyileşme olmaması durumunda temerrüt riskinin artması sonucunda yüksek faiz ödemeleri ile karşılaşilmektedir. Dolayısıyla ülkenin finansal istikrarını bozucu etki meydana getirmektedir. Diğer bir risk ise yurtiçi kaynaklı döviz cinsi borçlanmalarda yaşanan, kurun yukarı yönlü dalgalanması riskidir. Yukarı doğru dalgalanan kur borcun ve bütçe açığının artmasına neden olmaktadır. Aynı zamanda döviz cinsinden borçlanan devletlerin bilançolarında varlıkları ve yükümlülükleri arasında para birimi uyumsuzluğunun bulunması çeşitli krizlere, borç yükümlülüğünün artmasına ve borcun çevrilememesine neden olmaktadır (Yavuz, 2009: 282- 283).

2.2.1.2.5. İç Borç Servisinin Gelişimi

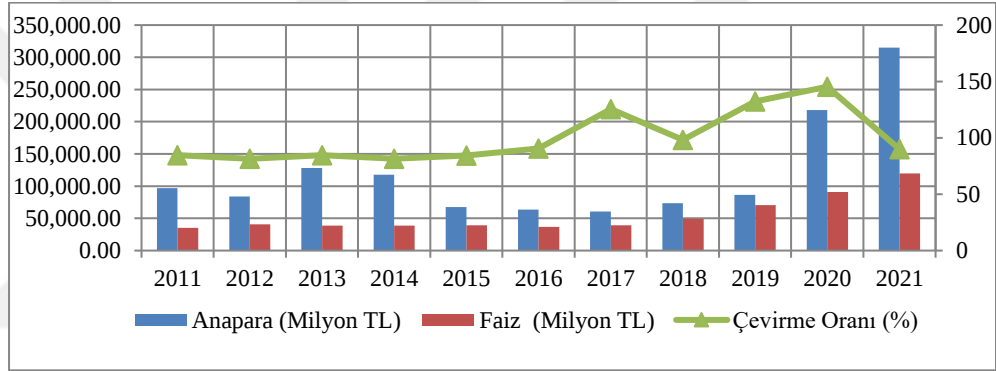
Türkiye’de faiz oranlarından iç borçlanmaya doğru bir ilişki olduğu görülmektedir. Oluşan bütçe açıklarını kapatmak amacıyla devlet, iç borçlanma senetlerinin faizlerini yükseltmek durumunda kalmaktadır. Burada devletin krediye olan talebinin artması sonucu faizlerin yükselmesi durumu ortaya çıkmaktadır. İç borçlanma ve faiz oranları arasında söz konusu nedensellik ilişkisinin dışında farklı ekonomik ve siyasi nedenlerden dolayı faizlerin yükselmesi ile de karşılaşilmektedir. Bu ekonomik nedenler ekonomik istikrarsızlık, yüksek faiz-düşük kur politikası olarak sıralanabilmektedir (Özkan, 2009: 101-102). Borç yönetiminin en önemli kısımlarından biri de iç borç stokunda yaşanan likidite ve faiz riskidir. Kısa vadeli borçlanmalar artan faiz maliyetlerini de beraber getirmektedir. Dolayısıyla risklerin azaltılarak maliyetlerin en uygun seviyeye gelmesi borç yönetimi açısından önem taşımaktadır (Yılmaz, 2018: 242).

Yüksek kamu borcunun olduğu ülkelerde reel borçlanma faiz oranları da yüksektir. Ekonomide yaşanan birtakım olumsuz gelişmeler nedeni ile bu borcun ödenemeyeceği algısının oluşması, ülkenin yeni borçlanma ihalelerinde daha yüksek faiz oranlarından borçlanmasına neden olmaktadır. Söz konusu bu süreçler birbirini takip ederek borç kısır sarmalına neden olmaktadır. Bu kısır sarmalının oluşmasını engellemek, faiz oranlarındaki artışın giderilmesi yani bütçenin faiz dışı fazla vermesiyle gerçekleşebilmektedir (Özatay, 2020: 204-205).

İç borçlanma sonrası kamunun ödeyeceği faiz miktarı, borç portföyünün vade yapısı ve finansman yöntemi ile bağlantılı olarak oluşmaktadır. Fiyatlar genel

düzeyinin yüksek olduğu bir ekonomide fiyatların ve gelecekteki getirinin belirsizliği nedeni ile değişiklik gösteren reel faiz oralarından yararlanma isteği uzun vadeli borçlanmada risk primini arttırmaktadır. Uzun vadeli borçlanmalar sonucunda yüksek faiz ödemeleri yapan kamu sektörü kriz dönemlerinde vadeyi uzatmak istediğinde çok daha yüksek faiz ödemesi yapmak durumunda kalmaktadır (Yılmaz, 2010: 260). Kamu iç borç yönetimi çerçevesinde borçlanma maliyetlerini en aza indirmek amacıyla borç anapara ve faiz ödemelerinin dönemler arası dengeli dağılmasını sağlamak önem arz etmektedir (T.C. Kalkınma Bakanlığı, 2012: 26).

Şekil 16: İç Borç Servisi ve Çevirme Oranı



Kaynak: (T.C. Hazine ve Maliye Bakanlığı, 2021d)

Bir ülkedeki iç borç toplamının ilgili dönemdeki iç borç servisine bölünmesiyle elde edilen orana iç borç çevirme oranı adı verilmektedir. 2020 yılında Türkiye’de kamunun finansman ihtiyacı küresel pandemi nedeni ile artış göstermiştir. Dolayısıyla iç borç çevirme oranları 2019 yılında %132,4 iken 2020 yılının ilk dokuz ayında %188,6 olmuştur (T.C. Cumhurbaşkanlığı Strateji ve Bütçe Başkanlığı, 2020: 43). 2015 yılına kadar yatay seviyede gelişen iç borç çevirme oranları 2016 yılından itibaren yükselme eğilimine girmiştir. Küresel Pandeminin etkileri bu oranda kendini göstererek 2019 yılından itibaren yükselişi ile devam etmiştir (Çadircı, 2022: 218).

Covid-19 pandemisi ile hükümetler hastalıkla mücadele etmek ve vatandaşlarını korumak adına daha yüksek harcamalar yapmak durumunda kalmıştır. Artan kamu harcamaları ve yaşanan durgunluk nedeni ile kamu gelirlerinin yetersiz kaldığı durumda devletler borçlanma araçlarına başvurmak durumunda kalmıştır (Okamoto, 2020). Türkiye ekonomisinin küresel pandemi döneminde borçlanma

verileri incelendiğinde 2019 yılının sonundan itibaren tüm kesimlerde borçluluğun artış gösterdiği görülmektedir. Kamu ekonomisinde salgının etkilerini kontrol altına almak amacıyla uygulanan mali önlemler de kamu borçluluğunun artışında etkili olmuştur (T.C. Merkez Bankası, 2020: 11). 2019 yılında 86.611,60 milyon TL ve Covid-19 pandemisinin Türkiye’de etkilerinin hissedilmeye başladığı 2020 yılında ise borçlanmanın 218.158,90 milyon TL olarak gerçekleştiği görülmektedir. 2019-2020 yılları arasında iç borçlanmadaki artış %251 olarak gerçekleşmiştir. Dolayısıyla pandeminin Türkiye kamu kesiminde borçlanmanın artışı yönünde etkileri olduğu söylenebilmektedir.

2.2.2. DIŞ BORÇLAR

Dış borçlar, yabancı devletler, yabancı kuruluşlar ve uluslararası para ve sermaye piyasalarından sağlanabilmektedir. Hazinenin dış borçlanmaya başvurmasında temel iki amaç bulunmaktadır. Bu amaçlardan ilki ödemeler dengesinin finansmanı ikincisi ise belirli projelerin yürütülmesi için gerekli olan finansmanı sağlamaktır. Devlet adına Hazine, söz konusu dış borçlanma kaynaklarından doğrudan kendisi borçlanıp kullanacağı gibi, bu borcu başka bir kamu kurumuna devrederek o kamu kurumun kullanmasını sağlayabilmektedir (Eğilmez, 2004: 75-76). Dış borçlanma tercihinin belirlenmesinde en önemli unsurlardan biri de ekonomi politikası oluşturmaktadır. Ekonomi politikasında yaşanan zorluklar ve vergilendirmede yaşanan yetersizlikler kamu açıklarını oluşturmaktadır. Oluşan kamu açıkları da borçlanmayı zorunlu bir hale getirmektedir. Bu bağlamda Türkiye 1980 sonrası dönemde yalnızca dışa açık büyüme politikasını uyguladığı ölçüde dış borç bulabilir duruma gelmiştir (Kepenek ve Yentürk, 2007: 304). Kamunun dış borç bulabilmesi kadar, borçlanıldığında bu kaynağın nasıl kullanacağı da önem taşımaktadır. Dış borcun geri ödenmesi sırasında ekonomiden dış dünyaya bir kaynak transferi gerçekleşmektedir. Söz konusu kaynak transferi bir bakıma dış borcun kullanılırken sağladığı yararın karşılığını oluşturmaktadır. Dolayısıyla dış borç sağlanırken ve kullanılırken geri ödmeden kaynaklanacak olan kaynak transferinin, borç yüküne ve geri ödeme sorununa neden olmaması için dikkate alınması gerekmektedir (Egeli, 1992: 126).

Dış borç yönetiminde en önemli nokta hem ülkenin dünya piyasasında kredi güvenilirliğini sürdürmek hemde reel borç yükünün ağırlaşmasını önlemektir. Borçların vade dağılımını, miktarını ve dış borcu kullanacakları alandan alınacak olan verimle faiz karşılaştırmasını analiz etmek borç yönetiminin temel kurallarındandır (Kazgan, 1988: 177).

2.2.2.1. 2000- 2010 Yılları Arası Dış Borçlar

Türkiye’de kamu dış borçları incelendiğinde, kriz yıllarının öncesinde ve sonrasındaki yıllarda belirgin bir artış gösterdiği gözlemlenmektedir. Dış borçlarda yaşanan artış iktisadi krizin ortaya çıkmasında etkili olmasının yanı sıra krizden çıkış için başvurulmuş bir kaynak olarak da karşımıza çıkmaktadır. Dolayısıyla kriz dönemlerinde dış borçlanma kısır bir döngüye dönüşmektedir (Koçak, 2009: 78). Dış borçlanmadan elde edilecek kaynağın kullanımı konusunda dikkat edilmesi gereken en önemli husus; borcun ödenme profili ile borcun gelir getirme profili arasındaki uyum olmasıdır. Örneğin 10 yıl vadeli bir kredi ile bir ülkede baraj yapımı sağlanacaktır. Barajın yapımından 10 yıl sonra gelir getirmeye başlaması borcun ödeme profili ile gelir getirme profili arasında uyumsuzluk anlamına gelmektedir. Yani yatırımın gelir getirmediği sürede borcun ödenmesi gerekecektir ve kaynak yetersizliği borcun ödenmesini zorlaştıracaktır (Kazgan, 1988: 178).

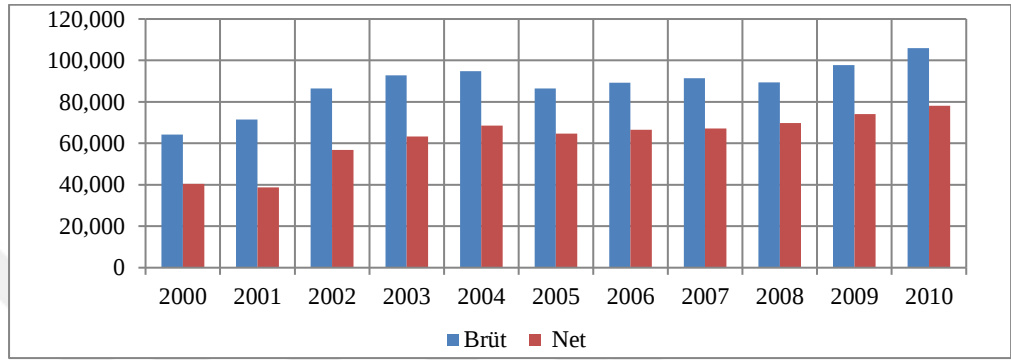
2.2.2.1.1. Dış Borç Stokunun Gelişimi ve Dağılımı

Kamu kesiminin dış borçları ile birlikte TCMB’nin ve özel sektörün dış borçlarının toplamı Türkiye toplam dış borç stokunu oluşturmaktadır. Toplam kamu dış borç miktarından TCMB ve bankacılık sektörünün çıkarılması sonucu da net dış borç stokuna ulaşılmaktadır (Koçak, 2009: 77). 2001 yılından itibaren, bir yıldan uzun vadeli sektör kredilerinin takibi MB’ye devredilmiştir. Dış borç tablolarında 2001 yılından itibaren kamu kesimi, MB ve özel sektörden oluşan bir sınıflandırma yapılmıştır. Dolayısıyla MB dış borçları, kamu borçlarından ayrı olarak gösterilmektedir (Özbilen, 2012: 49).

Türkiye’de dış borçlanma belirli tarihler aralığında yaşanan döngüler şeklinde gerçekleşmiş ve borçlanma verileri değişiklik göstermiştir. 1989 düzenlemesi ve 2001 krizi arasında yaşanan aşırı borçlanma birinci borçlanma döngüsü olarak karşımıza çıkmaktadır. 2008 krizine kadar geçen sürede yani 2001-2008 yılları

arasında küresel likiditenin bolluğu ve borçlanma maliyetinin düşüklüğü sebebi ile de borçlanma oranlarında artış yaşanmıştır. 2008 krizine kadar yaşanan bu dönemde kamu borçlanmasının yanı sıra özel borçlanmada da artış yaşanmıştır (Aydın ve Ak, 2020: 1825).

Şekil 17: Dış Borç Stoku (Milyon Dolar)



Kaynak: (T.C. Hazine ve Maliye Bakanlığı, 2021f), (T.C. Hazine ve Maliye Bakanlığı, 2021b).

Şekil-17’de 2000-2010 yılları arası dış borç stoku tutarları incelenmiştir. 2000 yılında 40.513 milyon dolar olan kamu net dış borç stoku 2010 yılına gelindiğinde 78.085 milyon dolar seviyesinde gerçekleşmiştir.

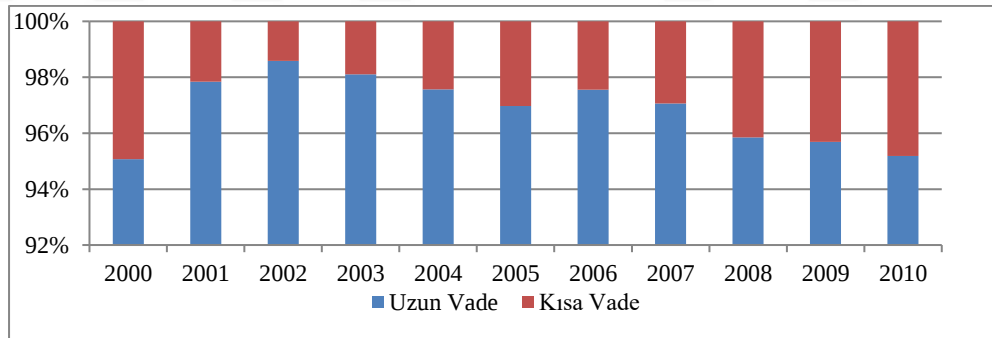
Türkiye ekonomisinde 2000 ve 2001 yılında yaşanan krizler ekonomiden hızlı şekilde sermaye çıkışına neden olmuştur. Sermaye çıkışlarının ekonomide yarattığı olumsuzlukları gidermek amacıyla IMF’den kaynak sağlanmıştır. 2000 yılında 2,9 milyar dolar olan kaynak miktarı 2001 yılında 10,2 milyar dolar olarak kullanılmıştır (Adıyaman, 2006: 27). SDR, çeşitli para birimlerinin IMF hesap birimi olarak bir araya getirilmiş halidir ve sadece IMF ile yapılan işlemlerde kullanılmaktadır (Çörtük, 2006: 29). 2002 yılında IMF ile yapılan ve 2002-2004 yıllarını kapsayan Stand-by anlaşması ile 12,8 milyar SDR kaynak aktarılması ve bu kaynağın bütçe finansmanı amacıyla kullanılması kararlaştırılmıştır. 12,8 milyar SDR kaynağın 4,9 milyar SDR’lik kısmı da IMF’den Ek Rezerv Kolaylığı kapsamında alınan kaynağın geri ödemesi için kullanılmıştır. 2002 yılında yapılan Stand-by anlaşması ile sağlanan kaynaklar ekonomide olumlu gelişmelere katkı sağlamıştır (Çörtük, 2006: 74-75). 2002 yıl sonunda IMF’e olan toplam borç stoku 16,2 milyar SDR olarak gerçekleşmiştir. Söz konusu tutarın bütçeye aktarılan kısmı ise 14,6 milyar SDR’dir

(T.C. Merkez Bankası, 2003: 32). 2007 yılında kullanılan kaynak finansmanı ile 2007 yıl sonunda IMF'e olan borç stoku 4.530 milyon SDR olarak gerçekleşmiştir (T.C. Başbakanlık Hazine Müsteşarlığı, 2008: 20). 2008 yılına kadar geçen süreçte Türkiye IMF ile 19 stand-by anlaşması imzalamıştır. 19. Stand-by anlaşması 2005-2008 dönemini kapsamaktadır. 2008 Küresel Kriz sonrası ödemeler dengesinde sorun yaşanmaması IMF ile çalışılmadan da başarı elde edilebileceği düşüncesini yaratmıştır ve bu nedenle IMF ile olan ilişkiler sadece üyelik kapsamında devam etmiştir (Karagöl ve Bingöl, 2013: 7).

2.2.2.1.2. Dış Borç Stokunun Vade- Faiz Yapısına Göre Gelişimi

Kamu dış borç yönetimi açısından, dış borçların toplam büyüklüğü kadar vade yapısı da önem taşımaktadır. Dış borç portföyünün vadesinin kısa ve yüksek dış borç servisinde oluşması borçlanan ülke açısından ödeme riski taşımaktadır (Hüseyin, 2020: 475). Bu bağlamda Şekil-18'de söz konusu dönemdeki dış borç stoku kısa-orta ve uzun vadeli ayrımı yapılarak incelenmiştir.

Şekil 18: Dış Borç Stokunun Vade Yapısı (%)



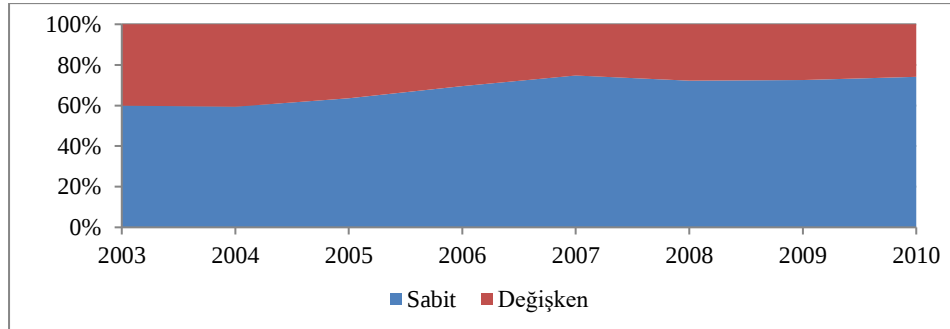
Kaynak: (T.C. Hazine ve Maliye Bakanlığı, 2021f)

Uzun vadeli dış borçlar genellikle uluslararası kuruluşlardan, hükümet kuruluşlarından, tahvil ihracı ile borçlanmadan ve finansal kuruluşlardan sağlanabilmektedir. Dış borçlanma vadeleri incelendiğinde özellikle kriz dönemlerinde uzun vadeli borçlanmanın arttığı görülmektedir. Söz konusu artışın temel özelliklerinden biri kriz dönemlerinde yaşanan yerli para birimindeki değer kaybı ile birlikte kısa vadeli dış borç bulma imkânının daralmasıdır. Aynı zamanda krizin etkilerinden çıkılması amacıyla uluslararası kuruluşlardan özellikle IMF'den alınan borçların da vadesinin uzun olması etkilidir (Bülbül vd., 2006: 112). Bu bağlamda Şekil-18'den hareketle 2001 ve 2002 yıllarında uzun vadeli borçlanmanın

payının %95'in üzerinde olduğu görülmektedir. 2008 sonrası dönemde ise 2001 yılına nazaran uzun vadeli borçlanmanın payı düşük seviyelerde gerçekleşmiştir. Borçlanma vadelerinin uzamasının borçlanma maliyetini arttırdığı bilinmektedir fakat söz konusu maliyetin değişkenliğinden kaynaklanan risk de düşmektedir (T.C. Başbakanlık Hazine Müsteşarlığı, 2004: 63). Dolayısıyla uzun vadeli borçlanmanın sonucunda öngörülebilir maliyetler ile karşılaşılmakta ve riskin olumsuz etkileri bertaraf edilmektedir.

Borç yönetiminde karşılaşılan risklerden bir tanesi de faiz yapısından kaynaklanan risktir. Faiz riskine karşı, orta ve uzun vadede yapılacak olan borç ödemeleri, döviz girişleri ve piyasa durumu dikkate alınarak dalgalı veya sabit faizli borçlanma tercih edilmelidir (Cangöz, 1994: 108). Değişken faizli borçlanmalar, dış borç portföyünün uluslararası ekonomik gelişmelere duyarlılığını arttırmaktadır. Vadelerin kısalması ve sabit faizli borçlanmadan değişken faizli borçlanmaya olan yönelim gelişmekte olan ülkelerin dış borçlanlama maliyetlerini arttırıcı etki yaratmaktadır (Sarı, 2004:77).

Şekil 19: Dış Borç Stokunun Faiz Yapısı (%)



Kaynak: (T.C. Hazine ve Maliye Bakanlığı, 2008)

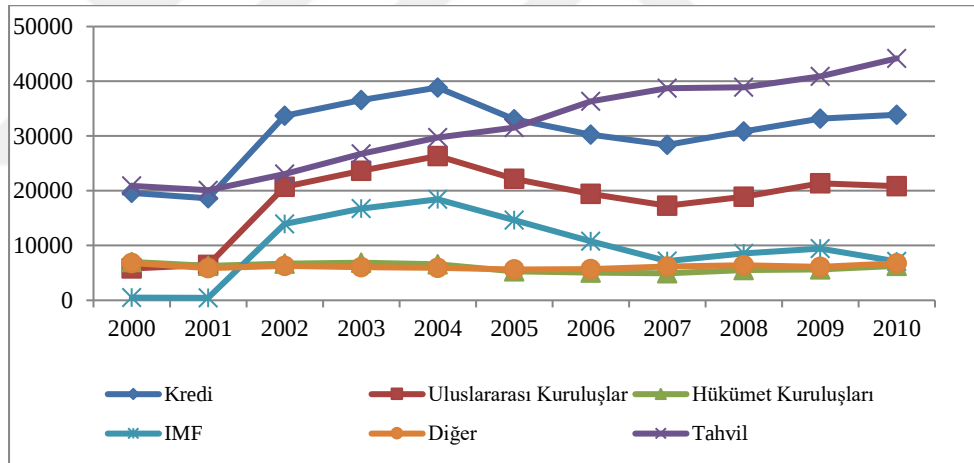
Şekil-19 incelendiğinde sabit faizli dış borçlanma oranının yıllar itibariyle yükselme eğiliminde olduğu görülmektedir. Sabit faizli borçlanmanın borç portföyündeki payının yüksek olması borç yönetiminde risk yönetimi çerçevesinde faiz riskini azaltmaktadır. 2010 yılında sabit faizli dış borçların oranı %74,1, değişken faizli borçlar ise %25,9 olarak gerçekleşmiştir.

2.2.2.1.3. Dış Borç Stokunun Borç Verenlere Göre Gelişimi

Hükümet kuruluşlarından sağlanan krediler iki ülke tarafı olarak belirli bir anlaşma karşılığında elde edilen kaynaklardır. Hükümet kredileri genellikle uzun

vadeli ve düşük faizli krediler olarak karşımıza çıkmaktadır. Aynı zamanda gelişmiş ülkelerden gelişmekte olan ülkelere doğru bir kredi olduğu da gözlemlenmektedir. Hükümet kredileri ile borç veren devletler faiz getirisi elde ederken borçlanan devletler ise belirli bir proje veya sektör için kaynak elde etmiş olmaktadır (Kavcıoğlu, 2013: 147). Uluslararası kuruluşları ise IMF, Dünya Bankası gibi kuruluşlar oluşturmaktadır. Ekonomik kriz dönemlerinde Türkiye'nin de söz konusu kuruluşlardan borçlandığı bilinmektedir (Bülbul vd., 2006: 105). Ayrıca uluslararası kuruluşlar piyasa şartlarından daha uygun kaynak sağlamaktadırlar. Dolayısıyla uluslararası kuruluşlardan sağlanan kaynağın payının yüksek olması borçlanma maliyetini düşürmekte ve vadeyi uzatmaktadır (T.C. Başbakanlık Hazine Müsteşarlığı, 2014: 67) .

Şekil 20: Dış Borç Stokunun Borç Verenler Dağılımı(Milyon Dolar)



Kaynak: (Türkiye Sermaye Piyasaları Birliği, 2005)ve (T.C. Hazine ve Maliye Bakanlığı, 2022b)verileri derlenerek hazırlanmıştır.

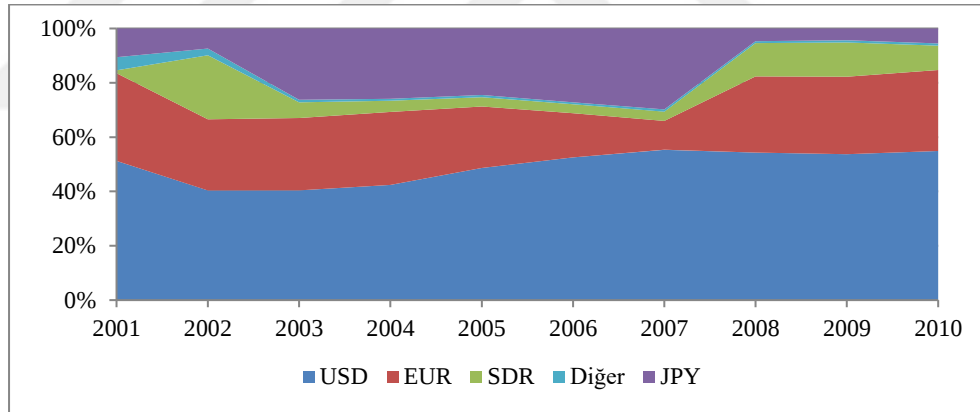
Türkiye’de dış borçlanma kaynakları incelendiğinde 2001-2005 dönemlerinde, ekonomik kriz nedeni ile yabancı piyasalarda tahvil satışının az, uluslararası kuruluşlar ve IMF’den borçlanmanın ise daha yüksek olduğu görülmektedir. 2005 yılı sonrası ise tahvil ihracı ile yapılan borçlanma artış göstermeye başlamıştır (Yıldız, 2014: 97). Şekil-20’de görüldüğü üzere 2001 Krizi sonrasında IMF kaynaklı dış finansmanın artışı, tahvil ihracılarının ise düzenli yükseliş içerisinde olduğu, hükümet kuruluşlarından sağlanan kredilerin ise birbirine yakın miktarlarda seyrettiği, uluslararası kuruluşların payının özellikle 2001 yılı

sonrasında büyük artış içine girdiği görülmektedir. 2000 yılında uluslararası kuruluşlardan 5.808 milyon dolar kaynak sağlanmış iken bu tutar 2010 yılında 20.868 milyon dolar olarak gerçekleşmiştir.

2.2.2.1.4. Dış Borç Stokunun Döviz Yapısına Göre Gelişimi

Döviz cinsinden borçlanmanın yüksek olduğu gelişmekte olan ülkelerde yaşanan devalüasyon sonucunda toplam borç stokunun GSYH'daki payının arttığı bilinmektedir. Dolayısıyla kur-faiz riskini azaltmak amacıyla dalgalı döviz kuru uygulayan ülkelerde finansal yapının gelişmiş ve sağlam temelli makroekonomik politikalar uygulanması gerekmektedir. Gelişmekte olan ülkelerde, kur faiz riskinin azalmasıyla yatırımcılar ulusal para cinsinden borç vermeye istekli olacaktır ve devalüasyon yaşanan dönemde kamu borç stokunun artış hızı daha düşük seviyede gerçekleşecektir (Cural, 2012: 66).

Şekil 21: Dış Borç Stokunun Döviz Cinsi(%)



Kaynak: (T.C.Başbakanlık Hazine Müsteşarlığı, 2012).

Şekil-21’de 2001 yılından itibaren dış borç stokunun döviz cinsinin toplam borç stokundaki payı oransal olarak incelenmiştir. Dış borç stoku içindeki en büyük paya sırasıyla Dolar, Euro ve Japon Yeni sahiptir. Euro’nun payının son yıllarda yüksek seviyelere gelmesinin nedeni ise dolar karşısında değer kazanması olmuştur. Ayrıca IMF’e olan borçların ödenmesi ile birlikte SDR cinsi borçlanmanın payı azalmaya başlamıştır (Yılmaz, 2015: 248). Uluslararası fonlarda dolar cinsinden fonun ağırlıklı olması gelişmekte olan ülkelerin borçlarının yoğunluklu olarak dolar cinsinden yapması anlamına gelmektedir. Dolayısıyla dolar kurunda yaşanacak değişimler borç yönetimi açısından önem taşımaktadır. Borçlu ülkelerin dış borç

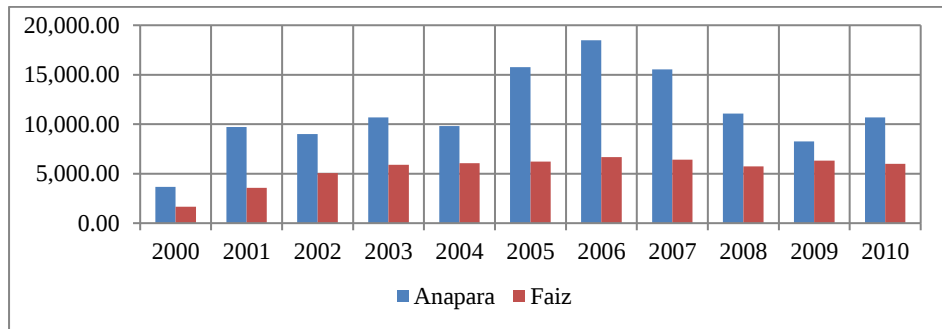
portföyleri dikkate alındığında borçlanmanın tek bir para cinsinden yapılmadığı bilinmektedir. Borç portföyü içinde ağırlıklı olarak kullanılan para biriminin etkisi toplam borçlar içindeki payına bağlı olarak değişmektedir. Örneğin dolar cinsinden borçlanma ne kadar yüksek ise kurda yaşanacak olan değişiklik de bu ölçüde kurdan kaynaklı riski beraberinde getirmektedir (Yazıcı, 1993: 45).

2.2.2.1.5. Dış Borç Servisinin Gelişimi

Ülkelerin dış borçlanmaya gitme tercihi genellikle sürekli hale gelen bütçe açıkları, ülke içi sermaye birikiminin yetersiz olması ve ödemeler dengesinde meydana gelen açıklar etkili olmaktadır. Türkiye ekonomisi 1980 yılı itibarıyla serbest piyasa ekonomisine geçerek dolayısıyla kamunun ekonomideki payının azaltılması çabasına girmiştir. Fakat kamu kesiminin ekonomideki payı rakamsal olarak küçülmemiş aksine harcama tutarında artışlar meydana gelmiştir. Kamu harcamalarında meydana gelen artış kamuda finansman kaynağı sorununu da beraberinde getirmiştir. Vergi gelirlerinin yetersiz olduğu durumlarda borçlanmaya başvurulmuş, borçlanma miktarı yıllar itibarıyla artış göstermiştir. Artan kamu borçları artan borçlanma maliyetlerini de beraberinde getirmiştir. Borç servisinde yaşanan artışın kamu gelirlerini de arttırdığı fakat vergi gelirlerinde söz konusu artış sağlanmadığı bilinmektedir. Dolayısıyla borç ile borcun finansmanı şeklinde gerçekleştiği sonucu çıkarılmalıdır (Bağdigen ve Abdulkakimoğulları, 2005: 46-47).

Dış borçlar iç borçlara kıyasla milli ekonomide önemli etkiler yaratmaktadır. Dış borçlanma sonrası elde edilen kaynak ile artan milli gelir servis aşamasında milli gelirden azalışa neden olmaktadır. Dolayısıyla dış borç servisi miktarında iç kaynak karşılıksız olarak dışarıya transfer olmaktadır (Yılmaz, 2015: 261- 263).

Şekil 22: Dış Borç Servisi (Milyon TL)



Kaynak: (T.C. Hazine ve Maliye Bakanlığı, 2021g)

Borçlanma maliyetlerinin en aza indirilmesi açısından önemli bir husus olan borç servisi ödemeleri Şekil-22’de verilmiştir. 2008 Küresel Krizi sonrası yaşanan dış kaynak bulmaktaki zorluğun 2009 yılında etkisini gösterdiği görülmektedir. Dış kaynak yetersizliği nedeni ile yüksek faiz ödemesi yapılmak durumunda kalınmıştır.

Dış borçlanmada dikkat edilmesi gereken en önemli hususların başında, dış borç ödemesi sırasında gerçekleşecek olan kaynak transferidir. Dış borçlanmadan elde edilen kaynağın hangi alanlarda kullanıldığı ve aynı zamanda ekonominin ve dış ödemeler dengesinin yapısına göre dış borç ödemesinin etkileri farklı şekillerde gerçekleşmektedir. Yıllık borç ve faiz ödemesinin yani borç servisi ödemesinin bir borç tuzağına düşmemesi için kullanılan dış borcun ülke içerisinde, döviz kazandırıcı faaliyetlerde kullanılmış olması gerekmektedir. Böylelikle ödemeler dengesinde herhangi bir açıkla karşılaşılması ve borç tuzağına düşülmesi ihtimali en aza indirilmiş olacaktır (Egeli ve Egeli, 2008 :15).

2.2.3. Koşullu Yükümlülükler Kapsamında Dış Borçlanma

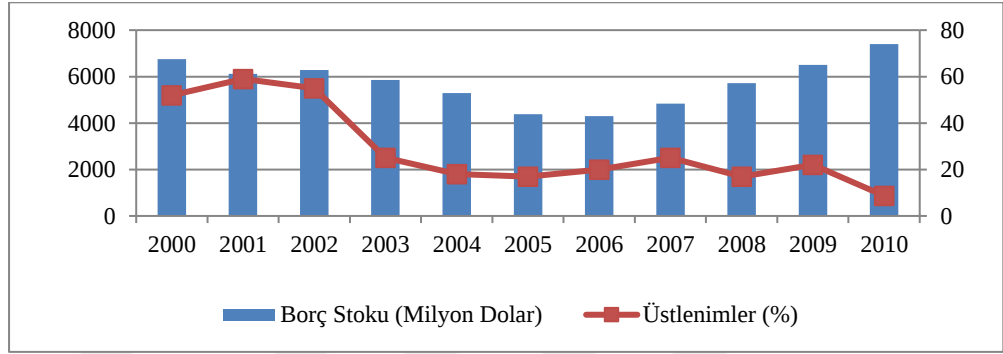
4749 sayılı Kanunun 2. Maddesine göre, dış borçlanma, herhangi bir dış finansman kaynağından belirli bir itfa planına göre geri ödenmek üzere sağlanan finansman imkanları ile borç üstlenimi ile ve Hazine garantileri kapsamında üstlenilen her türlü mali yükümlülüğü ifade etmektedir. Bu bağlamda Hazine garantileri ve Kamu–Özel İşbirliği (KOİ) projelerinden kaynaklanan yükümlülüklerin kamu borç yönetiminde etkinliğin sağlanması amacıyla takip edilerek incelenmesi gerekmektedir.

2.2.3.1. Hazine Garantileri ve KOİ Projeleri

Hazine garantisi, borcu alan kuruluşun bu borcu ödeyememesi durumunda hazinenin ödeyeceği anlamını taşıyan borçlanma çeşitidir. Borçlanan kuruluşun finansman kaynağı bulmasını kolaylaştıran hazine garantisi yap-işlet-devret, işletme hakkının devri, KOİ gibi finansman modelleri çerçevesinde bu kuruluşlara devredilmektedir. Söz konusu hakların devredildiği kuruluşların borcunu ödeyemediği durumda bu borç kamu borcu halini almaktadır (Eğilmez, 2021a: www.mahfiegilmez.com). KOİ’lere ait olan yatırım projelerine ait finansman kamu borcu olarak görünmese de hazine garantisi kapsamında olması hazinenin bu borcu ödeme yükümlülüğü altına girmesi anlamına gelmektedir. Dolayısıyla söz konusu

borcun ilerleyen dönemlerde hazineye ek bir yük getirmesi sonucunu doğurabilmektedir (Alagöz ve Yokuş, 2018: 885).

Şekil 23: Hazine Garantili Dış Borç Stoku ve Üstlenim Oranları



Kaynak: (T.C. Başbakanlık Hazine Müsteşarlığı, 2010)

Hazine garantili dış borç stoku 2001 krizinin ardından 2006 dönemine kadar hafif bir düşme eğiliminde olmasına karşın 2006 yılı sonrasında yaşanan artış 2001 yılında gerçekleşen hazine garantilerinin tutarını geçerek yükselme eğiliminin devam ettiği görülmektedir. Hazine garantilerinden kaynaklanan borç üstlenim oranları ise 2000 yılında %52, 2010 yılında ise %8,7 olarak gerçekleşmiştir. Borç stokundaki artışa rağmen üstlenim oranında yaşanan düşüşün kamu borç yönetiminde koşullu yükümlülüklerin yönetilmesi kapsamında pozitif katkı sağladığı söylenebilmektedir.

Hazine garantili dış borçlanma yapan kuruluşların taahhüt ettikleri görevlerini yerine getirmeme riski kredi riski olarak adlandırılmaktadır. Kredi riskinin oluşması kamu borçlanma politikasında olumsuz etkiler yaratabilmektedir. Dolayısıyla hazine garantisi kapsamına alınan dış borçların da ayrıca takibi ve gerekli önlemlerin alınması gerekmektedir (T.C. Başbakanlık Hazine Müsteşarlığı, 2014: 40). Hazine garantisi kapsamında, ilgili kamu kurum ve kuruluşunun ödeme yetersizliği durumunda Hazine tarafından ödemenin üstlenilmesi konsolide bütçe toplam borç stokunu arttırıcı etki yaratmaktadır. Hazine tarafından üstlenilen borç, diğer kamu kurum ve kuruluşlarının da borçlarını ödeme konusunda isteklerini azaltmaktadır. Ayrıca artan borç stoku borçların sürdürülebilirliğini tehlike altına atarak önemli bir risk oluşturmaktadır (T.C. Başbakanlık Hazine Müsteşarlığı, 2003: 71).

Hazine garantili dış borç stokunun özellikle kriz dönemlerinden sonra artış içine girmesi kriz dönemleri sonrası finans piyasalarının likidite hacminin daralması

ve güven ortamının oluşturulamaması nedenleri söylenebilmektedir. Türkiye’de hazine garantili borçların payı incelendiğinde kamu bankalarına verilen garantilerden kaynaklı artışın en büyük paya sahip olduğu görülmektedir (Şen ve Tokathioğlu, 2020: 228).

Hazine garantisi verilen kurumlar içerisinde mahalli idareler ve KİT’lerin payının yüksek seviyelerde olduğu görülmektedir. Kamu kurumlarına verilen hazine garantileri 2002 yılı sonrasında oransal olarak azalma, özel sektöre verilen garantiler ise artış eğilimine girmiştir (Yereli vd., 2009: 20-21). Mahalli idarelere verilen Hazine garantileri ve bu garantilerden doğan ödemeler, özellikle 1990’lı yıllardan sonra büyük artış sergilemiştir. Bu artışta mahalli idarelerin bu borcu kendi borçları gibi görmeme yani borç kullanımı sonucunda bu borcun Hazine tarafından ödeneceği düşüncesi etkili olmuştur. Dikkate değer bu artış, kamu borçlanma kanununda birtakım değişiklikler yapılmasını zorunlu hale getirmiştir. 4749 sayılı kanun ve tamamlayıcı mevzuatlar ile mahalli idarelerin dış borçlanmasının kamu yatırım programında bulunan projelerle sınırlandırılması sağlanmıştır (Gül, 2009: 102). Hazine garantilerinden kaynaklanan ilk kredi ödemesi 1992 yılında yapılmıştır. 1996-2001 döneminde verilen garantiler incelendiğinde ise %54,2’sini KİT’lerin, %22,3’ünü yerel yönetimlerin kullandığı görülmektedir. Dolayısıyla KİT’ler ve yerel yönetimlerin hazine garantili borç stoku içerisindeki payı diğer kurum ve kuruluşlara kıyasla yüksek seviyelerde gerçekleşmiştir (Türkiye Cumhuriyeti Cumhurbaşkanlığı Strateji ve Bütçe Geliştirme Başkanlığı, 2006: 54).

Borçlanma Kanunda yapılan değişiklik ile getirilen düzenlemelerin 2002 yılından itibaren üstlenim oranlarında düşüş ve tahsilatlarda artış şeklinde olumlu etkileri görülmeye başlanmıştır. 2005 yılında 2004 yılına kıyasla hazine garantili borç stoku %19,3 oranında azalarak 4,3 milyar dolar seviyesindedir. Borç stokunun düşmesi Hazine’nin koşullu yükümlülüklerini azaltarak dış borç yönetimini olumlu yönde etkilemektedir (Yurt, 2008: 168). Hazine geri ödemeli borç stoku 2009 yılından %11 artış ile 2010 yılında 7,4 milyar dolar olarak gerçekleşmiştir. %11’lik bu artışın nedenini 2009 ve 2010 yılında kamu bankalarına sağlanan kredilerden ve yenilenebilir enerji sektörüne ilişkin garantileri içermektedir (T.C. Hazine ve Maliye Bakanlığı, 2011: 32).

KÖİ projeleri, kamu ve özel sektörün işbirliğine dayalı olarak risk paylaşımı çerçevesinde uygulanan bir finansman yöntemidir. KÖİ projeleri genellikle gelişmekte olan ülkelerde tasarruf açığı nedeniyle ülkenin altyapı ihtiyaçlarını karşılamak amacıyla tercih edilmektedir (Türk Akademisi Siyasi Sosyal Stratejik Araştırmalar Vakfı, 2017:1). KÖİ projeleri ile kamunun mali kapasitesinin yetersiz kaldığı durumlarda özel sektörün sermaye birikimi ile işbirliği yapması sağlanmaktadır. Dolayısıyla kamu hizmetlerinin kamunun belirlediği ölçüler çerçevesinde özel sektörün tasarladığı projeler sonucunda üretilmesi ve sunulmasını içeren projeler ortaya çıkmıştır. Özel sektörün KÖİ projelerine katılımını sağlamak amacıyla kamu kesimi tarafından çeşitli garantiler verilmektedir. Söz konusu garantiler kredi geri ödeme garantisi, borç üstlenim taahhütleri ve proje kapsamında üretilen mal ve hizmetler için verilen teşvik ve satınalma garantileridir. Koşullu yükümlülükler kapsamında değerlendirilebilen bu garantiler uzun vadede kamu kesimi yükünü arttırmaktadır (Parlak vd., 2020: 12). Kredi geri ödeme garantisi ile KÖİ projelerine borç veren finansal kurumların ödemelerini tahsil edememesi durumunda Hazine tarafından ödenmesi için verilen bir çeşit garantidir. Hazine böylelikle borç servisini ödemekle yükümlü hale gelmektedir. Borç üstlenim taahhütlerinde ise proje sözleşmesi feshedildiğinde Hazine yetkili firmanın borç servisi ödemesini üstlenmektedir. Borç üstlenimi proje sözleşmesinden ayrı bir sözleşme yapılarak düzenlenmektedir (Emek, 2021: 29/35).

Türkiye’de artan KÖİ projeleri bu projelerin incelenmesi ve takip edilmesi gerekliliğini arttırırken uzun dönemde oluşabilecek koşullu yükümlülüklerin sorgulanmasını zorunlu bir hale getirmiştir. KÖİ projelerine ait yükümlülüklerin kamuoyu ile şeffaf bir şekilde paylaşılması konusunda Türkiye’de çeşitli mevzuat düzenlemeleri ile çalışmalar yapılmıştır fakat yine de KÖİ’ye ait koşullu yükümlülüklerin değerinin belirlenmesi oldukça zor bir hal almıştır (Karabudak, 2020: 122-123). Tablo 1’de gösterilen KÖİ yatırım tutarları ve proje sayıları incelendiğinde 2002 yılında KÖİ yatırımı yapılmadığı görülmektedir. Proje sayılarındaki artış düzenli olmamakla birlikte 2010 yılında 15 adet proje gerçekleşmiştir. Proje sayısı ve yatırım tutarları kıyaslandığında, 2010 yılında yatırım tutarı yüksek projelerin gerçekleştiği dikkat çekmektedir.

Tablo 1: KOİ Yatırım Tutarları ve Proje Sayıları

Yıllar	Yatırım Tutarı (Milyon Dolar)	Proje Sayısı
2000	25,19	3
2001	25,84	4
2002	0	0
2003	207,96	8
2004	774,97	8
2005	658,72	5
2006	40,93	8
2007	836,36	12
2008	1.008,70	8
2009	158,66	4
2010	8.880,70	15

Kaynak: (T.C. Cumhurbaşkanlığı Strateji ve Bütçe Başkanlığı, 2021)

Borç üstlenim ve kredi geri ödeme garantisinin verilmesi sonucu oluşabilecek mali etkilerin incelenmesi belirli ölçütler çerçevesinde değerlendirilebilmektedir. Koşullu yükümlülüğün büyüklüğü ve bu büyüklük çerçevesinde yüksek miktardaki yükümlülüğün sonucunda yükümlülüğün gerçekleşme olasılığının düşük olması bile büyük yükümlülükler yaratabilmektedir. Ayrıca ölçülebilen yükümlülüklerin dışında da yükümlülükler bulunması ve devlet raporlarında gösterilememesi de risk barındırmaktadır. Bu çerçevede KOİ projelerinin büyüklükleri ve sayılarının listelenerek değerlendirilmeye tabii tutulması faydalı olmaktadır (Turan, 2014: 8-9).

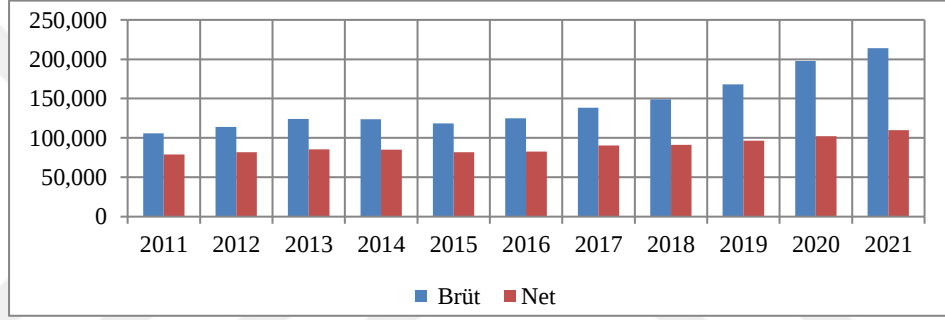
2.2.2.2. 2011 – 2021 Yılları Dış Borçlar

Kamu borç portföyü devlet mülkiyetini ve ülkenin finansal istikrarını zedeleyebilecek çeşitli riskler taşımaktadır. Bu nedenle kamu iç ve dış borç yönetimi kamu sektörünün finansman ihtiyacını düşük maliyet ve faiz, döviz gibi riskleri kabul edilebilir düzeyde korumayı amaçlamaktadır (Pascal, 2011: 576). Türkiye 2008 Küresel Kriz'in etkisiyle 2008-2009 yıllarında büyüme, dış ticaret, istihdam gibi çeşitli göstergelerde daralmalar yaşamıştır. Aynı zamanda bu dönemde enflasyon baskısı da artış göstermiştir. 2010-2011 yıllarında söz konusu temel göstergelerde nispeten düzelme gerçekleşmesine rağmen Avrupa'da yaşanan borç krizinin etkisiyle Türkiye dış finansman kaynağı bulmakta zorlanmıştır (Şahin, 2020: 274).

2.2.2.2.1. Dış Borç Stokunun Gelişimi ve Dağılımı

Ülkelerin dış borç stoklarının, diğer ekonomi politikalarının bir sonucu olarak görülmesi ve borç yönetimi çalışmalarının da bu çıkarım doğrultusunda uygulanması gerekmektedir. Geçmiş ve o dönemde uygulanan ekonomi politikaları neticesinde borç stokları oluşmaktadır. Dolayısıyla dış borç, birikim süreci bir sonuçtur ve bu sonuca neden olan ekonomi politikalarının ele alınarak etkin bir dış borç yönetimi uygulaması oluşturulması önem arz etmektedir (Sarı, 2004: 104).

Şekil 24:Dış Borç Stoku (Milyon Dolar)



Kaynak: (T.C. Hazine ve Maliye Bakanlığı, 2021f) (T.C. Hazine ve Maliye Bakanlığı, 2021b).

Dış borç birikim sürecini incelemek adına Şekil-24’de 2011–2021 yılları arası dış borç stoku verileri verilmiştir. Kamu net dış borç stokunun en yüksek seviyesinin 2021 yılında 109.732 milyon dolar olarak gerçekleştiği görülmektedir. Net borç stokunun 2011 yılı itibariyle incelenen periyotta artış eğiliminde olduğu görülmektedir. 2011 yılında 79.184 milyon dolar olan net dış borç stoku 2021 yılında 109.732 milyon dolar olarak gerçekleşmiştir.

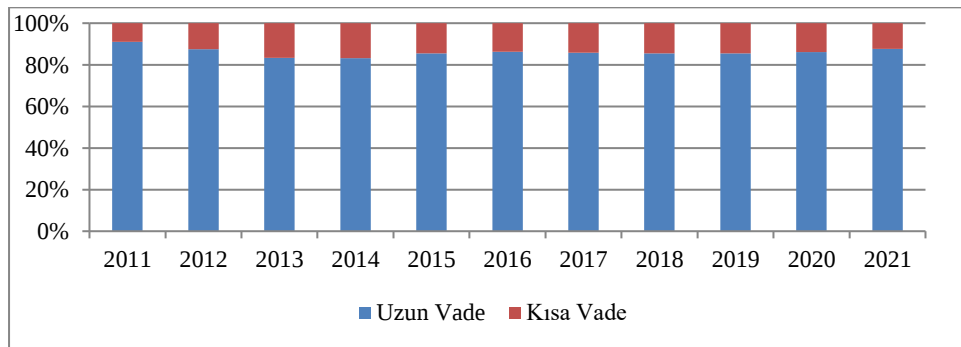
Son yıllarda kamu dış borçlanmasında yüksek miktarlarda yaşanan artışın bir nedeni olarak 2020 yılında Türkiye’de etkisini gösteren Covid-19 küresel pandemisi ile birlikte devletin uygulayacağı politika sonucunda maliyetlerinin artış göstermesi söylenebilmektedir (Yurdadoğ vd., 2021: 96). Pandemi süresince maliye politikası araçları etkin şekilde kullanılmaya başlanmıştır. Vergi erteleme ve kolaylıkları, işsizlik nedeni ile vatandaşa yapılan nakdi ödemeler, tedarik zincirinin kırılmaması adına işletmelere verilen düşük faizli ve uzun vadeli krediler başlıca araçlardandır. Maliye politikası araçlarının kullanımı kamu harcamalarını arttırmış ve kamu

gelirlerinde de azalışına neden olmuştur. Dolayısıyla bütçe açıkları meydana gelmeye başlamış ve borçlanma ihtiyacı artış göstermiştir (Sertkaya ve Baş, 2021: 159). Ayrıca pek çok ülkede olduğu gibi, Türkiye’de de pandeminin ekonomik ve sosyal etkilerini en aza indirmek amacıyla çeşitli destek paketleri ve yardım kampanyaları düzenlenmiştir. Artan harcamalar kamu bütçesinde olağandışı bir yüke neden olmuştur. Kısa vadeli yabancı kaynakların da ülkeden çıkması dolar kurunun yükselmesine neden olmuş ve dolayısıyla artan döviz kuru ile birlikte dolar cinsinden borçlu olan kesimlere risk oluşturmıştır (Ünlü ve Armutçuoğlu Tekin, 2020: 178).

2.2.2.2.2. Dış Borç Stokunun Vade - Faiz Yapısına Göre Gelişimi

Gelişmekte olan ülkelerin gelişmelerine katkı sağlamak amacıyla dış borçlanmaya başvurdıklarında bu borçların vadelerinin genellikle orta ve uzun vade olması tercih edilmektedir. Kısa vadeli borçlanmanın, toplam borç portföyü içindeki payının yüksek olmasının borç servisi kapasitesini azaltıcı etki yaptığı söylenebilmektedir (Bal, 1999: 106). Bu bağlamda Şekil-25’de dış borç stokunun vade yapısı incelenmiştir. Kısa vadeli dış borçlanmanın dış borç stoku içindeki payının %10 seviyesini aşmadığı görülmektedir.

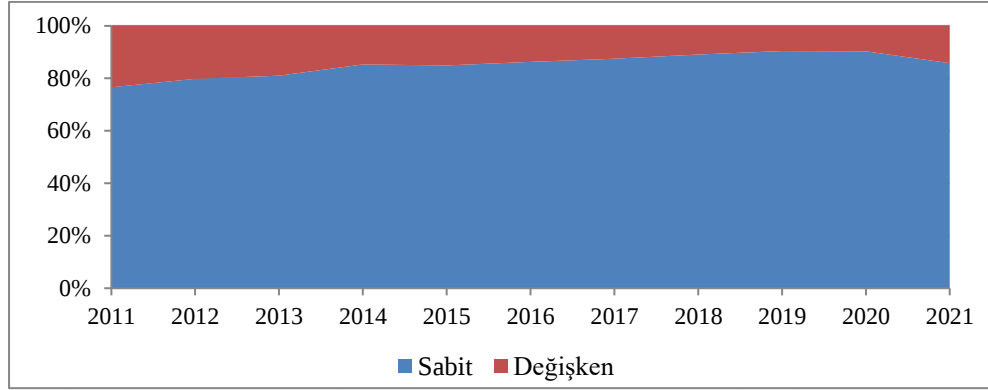
Şekil 25: Dış Borç Stokunun Vade Yapısı (%)



Kaynak: (T.C. Hazine ve Maliye Bakanlığı, 2021f)

Borç yönetimi kapsamında borç stokunun karşı karşıya kaldığı riskler bulunmaktadır. Söz konusu risklerden biri de faiz riskidir. Faiz riski kapsamında borçlanma tercihinde sabit faizli borçlanma araçlarının kullanılması önem taşımaktadır. Böylelikle borç geri ödemesi sırasında öngörülemeyen faiz oranları ile karşı karşıya kalınmayarak faiz riski en düşük seviyeye çekilecektir (T.C.Başbakanlık Hazine Müsteşarlığı, 2013: 11).

Şekil 26: Dış Borç Stokunun Faiz Yapısı (%)



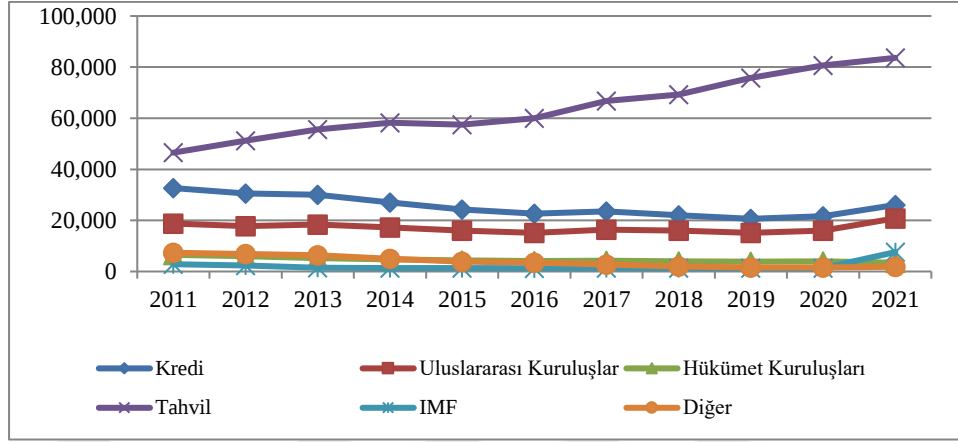
Kaynak: (T.C.Başbakanlık Hazine Müsteşarlığı, 2013)

Borç portföyünün taşıdığı faiz riskini incelemek adına Şekil-26'da Türkiye kamu kesimi dış borçlarının faiz yapısı sabit ve değişken faizli olarak sınıflandırılmıştır. 2011 yılından itibaren sabit faizli dış borçlanmanın dış borç portföyü içinde artış eğiliminde olduğu görülmektedir. Sabit faizli borçlanma, borç yönetiminde faiz riskini yönetmek açısından olumlu etki sağlayan bir borçlanma enstrümanıdır. Dolayısıyla 2011-2021 yılları arası kamu dış borç portföyü faiz riskini bertaraf etme açısından olumlu gelişmeler seyrettiği söylenebilmektedir.

2.2.2.2.3. Dış Borç Stokunun Borç Verenlere Göre Gelişimi

Dış borçlanma kaynakları, tahvil ihracı, hükümet kuruluşları, uluslararası kuruluşlar, krediler ve diğer borçlanma kaynakları şeklinde sınıflandırılabilir. Şekil-27'de 2011 sonrası dönemde kamu dış borçlanma kaynaklarından elde edilen tutarlar verilmiştir. İncelenen dönemde tahvil ihraçlarından sağlanan dış finansmanın yıllar itibarıyla artışı önemli bir gelişme olarak nitelendirilebilmektedir. 2001 yılında 46.527 milyon dolarlık yapılan tahvil ihracı 2021 yılında 83.631 milyon dolar olarak yapılmıştır. Dış piyasalarda bir ülkenin tahvillerine olan talebin fazla olması borç alan ülkenin borçlarını ödeyeceği güvencesini göstermektedir.

Şekil 27:Dış Borç Stokunun Borç Verenler Dağılımı (Milyon Dolar)



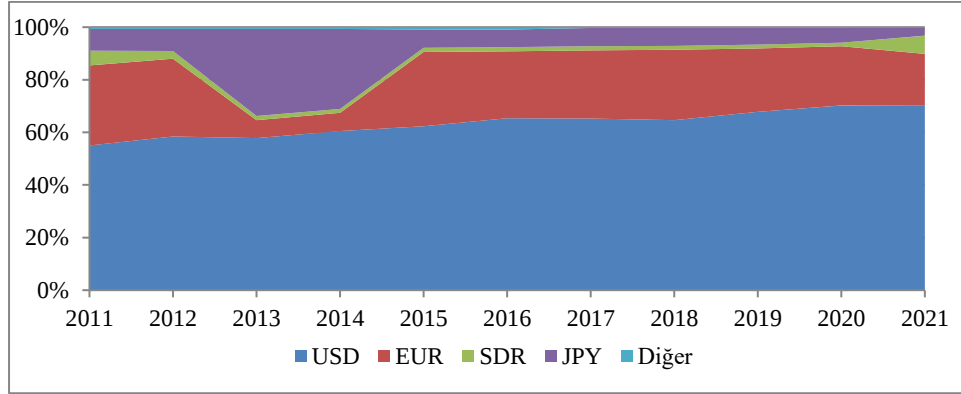
Kaynak: (T.C. Hazine ve Maliye Bakanlığı, 2022b)

2013 yılında Hazine'nin, IMF'ye 281.054.809 SDR'lik anapara ödemesini yaparak Stand-By düzenlemelerinden kaynaklanan borcunu tamamladığı bilinmektedir (T.C. Başbakanlık Hazine Müsteşarlığı, 2014:27). 2021 yılı Ağustos ayında IMF'in üye ülkelere fon'daki kotalarına paralel olarak SDR kullandırımı yapılmıştır. Bu bağlamda Türkiye 4,5 milyar SDR tutarında kullanım yapmıştır (T.C. İş Bankası, 2021: 5). Covid-19 salgınının önleminde kullanılmak amacıyla sağlanan bu tutar 6,3 milyar dolar olarak Türkiye tarafından tahsil edilmiştir.

2.2.2.2.4. Dış Borç Stokunun Döviz Yapısına Göre Gelişimi

Kamu borç portföyü çeşitli riskler taşımaktadır ve bu risklerin en aza indirilmesi kamu borç yönetiminin temel amaçlarından biridir. Söz konusu risklerden biri de döviz kuru riskidir. Döviz kuru riski, borçlanma yapılan para birimi kurunda yaşanan dalgalanmanın oluşturduğu riskleri içermektedir. Dolayısıyla kamunun döviz cinsi geliri ile dış borç portföyünün döviz yapısının belirli paralellikte olması gerekmektedir. Böylelikle döviz kurunda yaşanacak herhangi bir dalgalanmanın borç portföyünü olumsuz etkileme ihtimali en aza indirilecektir (Oğuz, 2019: 299). Dış borçlanmada en önemli husus ülkenin döviz açığı vermesi durumudur. Cari işlemler dengesinde meydana gelen açıkların finanse edilmesi amacıyla uluslararası finans piyasalarına borçlanma araçları ihraç edilmektedir. Döviz açığını finanse etmek için yapılan ihraçların sürekli hale gelmesi borç yükünde artışa ve dolayısıyla ödeme gücünde zorluğa neden olmaktadır (Yurt, 2008: 161).

Şekil 28: Dış Borç Stokunun Döviz Cinsi (%)



Kaynak: (T.C. Hazine ve Maliye Bakanlığı, 2021a)

Şekil-28 aracılığıyla 2011 yılı sonrası kamu dış borç stokunun döviz cinsinin toplam kamu borç stoku içindeki payları incelenmiştir. Dolar cinsinden borçlanmanın söz konusu yıllar itibariyle artış içinde olduğu görülmektedir. Ayrıca Japon Yeni cinsinden borçlanmada 2013 ve 2014 yılı, %10,3 , %9,8 olarak incelenen dönemde en yüksek orana sahip olduğu yıllar olmuştur. Euro para birimi ile borçlanma 2012 ve 2013 yıllarında büyük bir düşüş göstererek %2,1 ve %2,2 oranlarında gerçekleşmiştir. Euro cinsinden borçlanma 2014 yılı sonrasında %7,69 oranında artış sergileyerek devam eden yıllarda toplam borç stoku içerisinde artış göstermiştir.

Euro'nun yoğunluğunun 2010 yılından sonra azalmaya başladığı görülmektedir. Ayrıca IMF para birimi olan SDR'nin IMF'e olan borçların ödenmesi nedeniyle azaldığı görülmektedir (Yenisu, 2020: 201-202). 2011 yılında Japon Uluslararası İşbirliği Bankası garantisinde Japon Yen'i cinsinden borçlanma senetleri ihraç edilmeye başlanmıştır. Alternatif piyasalardan borçlanarak yatırımcı tabanının genişletilmesi amacıyla Japon Yen'i cinsinden ihraçlar gerçekleşmiştir (T.C. Başbakanlık Hazine Müsteşarlığı, 2014: 67). Nitekim 2014 yılı sonrasında söz konusu ihraçların düşüş yaşadığı görülmektedir. Geleneksel piyasalardan alternatif piyasalara olan yönelimin uzun yıllar devam ettirilemediği görülmektedir.

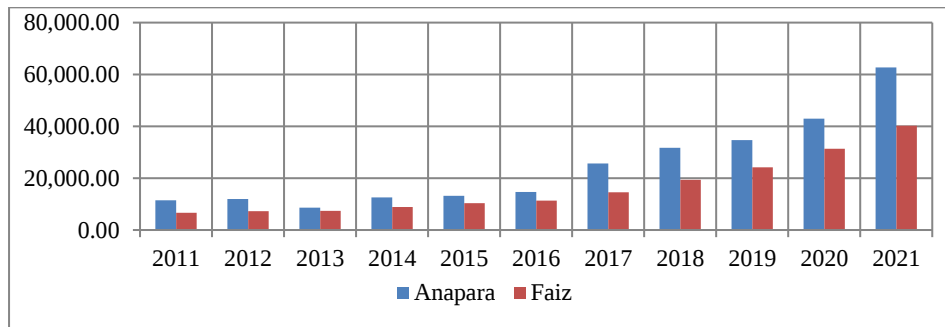
2.2.2.2.5. Dış Borç Servisinin Gelişimi

Yüksek borçlanmaya sahip gelişmekte olan ülkelerdeki yüksek faiz oranı dış borç faiz yükünün de artmasına neden olmaktadır. Borç geri ödemesi sırasında ülke

içi kaynaklar karşılıksız olarak dış kaynaklara aktarılmaktadır. Dolayısıyla dış borç faiz yükü borçlu ülkenin toplam reel gelirinin azalmasına neden olmaktadır (Evgin, 1996: 23). Yeni bir dış borçlanmaya başvurulduğunda bu kaynağın, bir önceki borçlanmanın faiz ve anapara ödemesinde kullanılması durumunda ise bu ülkeye net bir kaynak girişi yaşandığı söylenememektedir (Yazıcı, 1993: 160).

Dış borç faiz yükünün incelenmesi açısından Şekil-29'da 2011 yılı itibariyle Türkiye kamu kesimi dış borç servisi tutarları verilmiştir. Dış borç anapara ve faiz ödemeleri incelendiğinde, borç anapara ödemesinin yaklaşık %65'i oranı tutarında da faiz ödemesi yapıldığı görülmektedir. 2013 yılında 8.680 milyon TL olan anapara borçlanması için yapılan faiz ödemesi 7.396,60 milyon TL olarak gerçekleşmiştir. Söz konusu yılda faiz ödemesi neredeyse borç anapara ödemesi ile eşit seviyededir. Bilindiği üzere yüksek dış borç faiz ödemeleri bütçede ağır bir yük oluşturmaktadır. Borç yönetiminde etkinliğin sağlanması açısından borç faiz ödemelerinin minimum seviyede tutularak bütçede oluşabilecek ağır yükleri bertaraf etmesi gerekmektedir. Bu çerçevede 2011 yılından itibaren Türkiye'de kamu kesimi dış borçlanma sonucunda yüklü miktarlarda faiz ödemesi yapmak durumunda kalmıştır.

Şekil 29: Dış Borç Servisi (Milyon TL)



Kaynak: (T.C. Hazine ve Maliye Bakanlığı, 2021g)

Bilindiği üzere borç faiz ve anapara ödemelerinin yüksek olduğu dönemlerde kamu harcamalarının yapısında söz konusu ödemeler nedeniyle değişiklikler meydana gelmektedir. Bu değişiklik faiz ödemelerinde artış ve bütçe açığı oluşması olarak gerçekleşmektedir. Dolayısıyla kamu tasarrufları da azalmakta ve aynı zamanda faiz oranlarının yükselmesine neden olmaktadır (Göğül Karatay, 2016: 310). 2013-2018 yılları arasında faiz harcamalarının GSYH'ye oranı ortalama 2,1 iken 2019 yılında 2,3 ve 2020 yılında ise 2,8 olarak gerçekleşmiştir. Faiz

harcamalarındaki bu yükseliş hazine borçlanması yüksek olması ve aynı zamanda döviz kurunda yaşanan yükselişin önemli ölçüde etkisi bulunmaktadır (Türkiye Ekonomi Politikaları Araştırma Vakfı, 2020: 4). Kamu borç yönetimi çerçevesinde minimum maliyet ile borçlanma, borcun borçla finansmanının ve gelecek nesillere bırakılacak olan mali yükümlülüklerin en aza indirilmesini olumlu yönde etkilemektedir.

2.2.2.3. Koşullu Yükümlülükler Kapsamında Dış Borçlanma

Belirli bir şart veya olayın gerçekleşmesi sonucunda doğacak olan mali yükümlülükler koşullu yükümlülük olarak tanımlanmaktadır. Herhangi bir yükün ortaya çıkması için bazı şartların meydana gelmesi gerekmektedir yani mali yükümlülük belirli bir şarta veya olaya bağlıdır. Koşullu yükümlülükler bütçede yer almamasına rağmen söz konusu mali yükümlülüğün meydana gelmesi borç yönetimini mali açıdan riske sokmaktadır. Burada en önemli etken koşullu yükümlülüğün belirsizliğidir ve bu yapısı nedeni ile borç yönetimi açısından risk taşımaktadır (İnan, 2006: 109).

2.2.2.3.1. Hazine Garantileri ve KOİ Projeleri

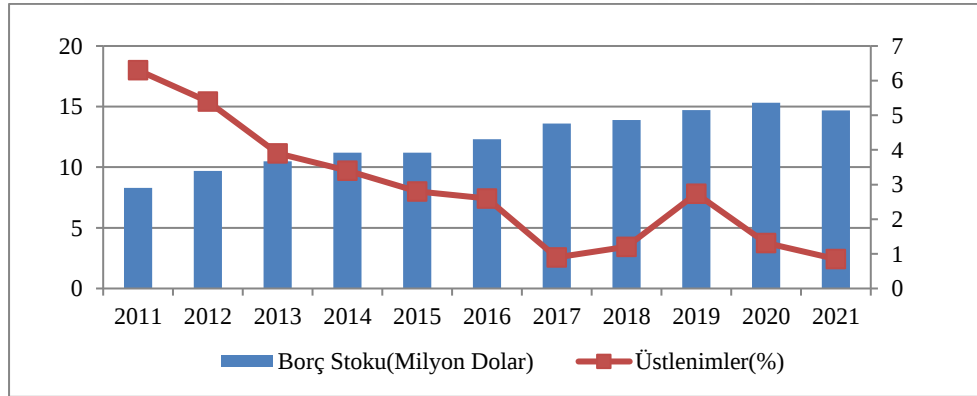
Hazine garantili dış borçlanma, hazine tarafından yetki verilen kuruluşların borcunu ödeyememesi durumunda hazinenin ödeme garantisi verdiği borçlanma çeşididir. Garantili borç ödemesi transfer ödemesi özelliği taşımaktadır fakat bütçe açığı içinde gösterilmemektedir. Dolayısıyla hazine garantisinden kaynaklanan ödemeler bütçe açığı dışında yansıtılan ve borçlanma ihtiyacını arttıran ödemelerdendir (Emil vd., 2005: 33).

Hazine ve Maliye Bakanlığınca, 4749 sayılı Kanun kapsamında dört çeşit Hazine garantisi verilmektedir. Bu garantilerden Hazine karşı garantisi ve Hazine ülke garantisi herhangi bir uygulamada kullanılmamıştır. Diğer iki garanti türü ise yatırım ve ödeme garantisidir. Geri ödeme garantisi kamu yatırım projelerine destek vermek amacıyla, yatırım garantisi ise 90'li yıllarda elektrik santrali projelerinde kullanılmıştır (T.C. Hazine ve Maliye Bakanlığı, 2019a: 35). 4749 Sayılı Kanuna göre; Hazine ülke garantileri, yabancı ülkelerin herhangi bir dış finansman kaynağından sağlayacakları finansmanın geri ödenmesi hususunda verilen garantilerden oluşmaktadır. Hazine yatırım garantisi ise yap-işlet-devret, yap-işlet ve

işletme hakkı devri ve benzeri finansman modelleri kapsamında ilgili kanun hükümlerine dayanan ve bunlarla sınırlı olmak üzere verilen garantilerdir.

Hazine garantilerinin ortak özelliği, ödeme garantisi verildiği anda hazineye herhangi bir yükümlülük oluşturmamasıdır. Garanti verilen kuruluş herhangi bir ödeme güclüğü çekmediği sürece Hazine'den garanti ödemesi çıkmamaktadır dolayısıyla garanti ödemeleri beklenmedik bir zamanda Hazine'ye borçlanma ihtiyacı yüklemektedir (Emil vd., 2005: 48). Risk hesabı, koşullu yükümlülüğten kaynaklanan riskle karşı karşıya kalınması durumunda hazinenin bir yükümlülüğü haline gelmesi durumuna karşı önlem almak amacıyla pek çok ülkede kullanılan bir rezerv fon oluşturma uygulaması olarak karşımıza çıkmaktadır (Cangöz, 2001: 17). Hazine garantisinden kaynaklanan üstlenimler, Merkez Bankası nezdinde bulunan Risk Hesabından karşılanmaktadır. Risk hesabı, 2009 yılından 2020 yılına kadar gerçekleştirilen üstlenim ödemelerini karşılayabilen bir hesap haline gelmiştir (T.C. Hazine ve Maliye Bakanlığı, 2021h :31).

Şekil 30: Hazine Garantili Dış Borç Stoku ve Üstlenim Oranları



Kaynak: (T.C. Hazine ve Maliye Bakanlığı, 2022c)

Hazine garantisi verilen kurum veya kuruluşun verilen her bir garanti için bir defa alınmak üzere garanti edilen tutarın %1'ine kadar garanti ücreti alındığı belirtilerek söz konusu oranın beş katına kadar arttırma yetkisi ilgili bakanlığa verilmiştir. Hazine garantisi verilen kuruluşların, sağlanan dış kredilere ilişkin geri ödemenin yapılabilmesi için gerekli tutarı ilgili yılın bütçesinde öncelikli olarak ayırmaları gerekliliği de belirtilmiştir. İlgili maddede kamu kurum ve kuruluşlarının iç piyasadan yapacağı borçlanmalar için Hazinenin herhangi bir garanti vermediği de

açıkça belirtilmiştir. Hazine garantileri kapsamında yapılan ödemeler, Merkez Bankası nezdinde bulunan Müsteşarlığa ait Risk Hesabı'ndan ödenmektedir. Risk hesabının kaynaklarını, ikraz ve garanti ücretleri, garanti kapsamında ödemeleri yapılan kurum veya kuruluşlardan tahsil edilen ödemeler ve bütçe kanunu ile risk hesabına aktarılmak üzere öngörülen ödenekler oluşturmaktadır.

Hazine garantisi verilen kurumlar çerçevesinde kamu bankalarına verilen garantilerin payının 2015 yılı sonrası yükseldiği bilinmektedir. Şirketler, fonlar ve organizasyonlara verilen garantilerinin payının 2021 yılı itibariyle sıfırlanmıştır. Ayrıca mahalli idarelere sağlanan garantilerin ise büyük bir düşüş yaşadığı söylenebilmektedir. 2019 yılından itibaren bankacılık dışı kesime hazine garantisi verilmeye başlandığı da ayrıca görülmektedir.

Tablo 2:KÖİ Yatırım Tutarları Ve Proje Sayıları

Yıllar	Yatırım Tutarı (Milyon Dolar)	Proje Sayısı
2011	3.274,85	14
2012	3.022,81	8
2013	26.294,1	31
2014	2.732	14
2015	1.066	3
2016	5.865	13
2017	5.490	10
2018	28,13	8
2019	95,7	8
2020	220,65	4
2021	2.492,8	4

Kaynak: (T.C. Cumhurbaşkanlığı Strateji ve Bütçe Başkanlığı, 2021)

Koşullu yükümlülükler kapsamında Türkiye’de en büyük payı Hazine garantileri almakla birlikte KÖİ projelerinde de bu kapsamda taahhütlerde bulunmaktadır. Bu bağlamda kamu otoritesi tarafından, oluşabilecek mali risklerin takibi ve incelenmesi gerekliliği ortaya çıkmaktadır (Turan, 2014: 23). KÖİ projelerinin muhasebeleştirilmesi açısından kamu yatırımı olarak kabul edilmesi sonucu ile bu projelerden kaynaklanan koşullu yükümlülüklerin de borç olarak kaydedilmesi sonucu kamu borcu artış göstermektedir. Dolayısıyla KÖİ sözleşmeleri kapsamındaki koşullu yükümlülükler genel borç yönetim mevzuatına tabi olmaktadır (Emek, 2021: 46). Tablo 2’de yıllar itibariyle KÖİ projeleri yatırım tutarları ve proje adetleri verilmiştir. Yatırım tutarlarındaki artışa rağmen proje sayılarındaki azalış

dikkat çekmektedir. 2011 yılında 3,274 milyon dolar ile 14 proje finanse edilirken 2021 yılında 2011 yılına kıyasla yaklaşık 700 milyon dolar fazla yatırım tutarı gerçekleşirken proje sayısı 4 adettir. Bu bilgiler ışığında proje maliyetlerinin yükseldiği sonucuna ulaşılabilmektedir.

2.2.2.3.2. Hazine Garantili Kur Korumalı Mevduat Hesabı

2021 yılı Aralık ayında 31696 sayılı Resmi Gazetede (T.C. Resmi Gazete, 2021) yayımlanan Türk Lirasını Mevduat ve Katılma Hesaplarına Dönüşümün Desteklenmesi Hakkında Tebliğ ile yurtiçi yerleşiklerin döviz tevdiat hesaplarının ve döviz cinsinden katılım fonlarının Türk lirası vadeli mevduat ve katılma hesaplarına dönüşmesi halinde mevduat ve fon sahiplerine sağlanacak desteğe ilişkin usul ve esasları kapsamaktadır. Bu tebliğ kapsamında, 20.12.2021 tarihinde döviz cinsinden (ABD Doları, Euro ve İngiliz Sterlini) tevdiat hesapları ve katılım fonu hesapları, hesap sahibinin talebi ile birlikte Merkez Bankası tarafından dönüşüm günü saat 11:00'da ilan edilen dönüşüm kuru baz alınarak Türk lirasına çevrilmektedir. Belirlenen 3,6 ve 1 yıl vade sonunda MB tarafından ilan edilen kurun dönüşüm kurundan yüksek olması durumunda, kur farkı üzerinden hesaplanan tutar Hazine'den karşılanarak MB tarafınca ilgili bankaya yatırılmaktadır.

Kur Korumalı Mevduat (KKM) uygulaması ile dolar kurunun 18,4 lirayı aşmasıyla birlikte dövize olan talebi azaltmak amaçlanmıştır. KKM'a ait veriler Bankacılık Düzenleme ve Denetleme Kurumu (BDDK) tarafından 14 Mart tarihi itibarıyla açıklanmaya başlamıştır. Açıklanan verileri çerçevesinde ödemelerin Hazine ve MB nezdinde oluşturacağı yükü hesaplamalar konusunda hangi kurdan hangi tutarda mevduat bağlandığı gibi yeterli verilerin bulunmadığı görülmektedir (Turhan, 2022: www.dunya.com). Bankalarca kur korumalı mevduata uygulanacak olan faiz oranının, TCMB tarafından belirlenen bir hafta vadeli repo ihale faiz oranının altında olmaması kararlaştırılmıştır. Ayrıca azami faiz oranı Hazine ve Maliye Bakanlığı tarafından güncellenebilirken azami faiz oranının, asgari faiz oranının 300 baz puan üstünde belirlenebileceği de belirtilmiştir (T.C. Hazine ve Maliye Bakanlığı, 2022d).

22 Aralık 2022 tarihinde kur korumalı mevduat hesabına 3 ay vadeli geçiş yapanların ödemeleri gerçekleşmiştir. KKM hesabına yatırılan 29 milyar TL'nin geri

ödemesi 10 milyar lira civarında gerçekleşmiştir. Yaklaşık 1 milyar TL bankalar tarafından ve geri kalan 9 milyar TL ise kurdaki artış nedeni ile Hazine tarafından karşılanacaktır (Hacaloğlu, 2022: amerikaninsesi.com). Koşullu yükümlülüklerin gerçekleşmesi halinde Hazine nakit yönetimi ve borçlanma ihtiyacının belirlenmesinde büyük risk faktörlerindendir. Söz konusu belirsizlik nedeniyle borçlanma maliyeti üzerindeki risk primini arttırıcı bir faktör olarak ortaya çıkmaktadır (T.C. Başbakanlık Hazine Müsteşarlığı, 2003: 70). KKM hesabının Hazine’de yaratacağı yük ve yapısı itibarıyla belirsiz olmasının risk taşıması koşullu yükümlülükler kapsamında değerlendirilebilmektedir. Döviz kurundaki oynaklık nedeni ile vade sonunda gerçekleşecek olan paritenin belirsizliği Hazine tarafından yapılacak olan kur farkından kaynaklanan ödemenin de belirsizliği anlamına gelmektedir. Hazine’nin temel gelir kaynağını vergi gelirleri ve borçlanma gelirlerinin oluşturduğu düşünüldüğünde Hazine’nin KKM hesabından kaynaklanan ödemelerinin de vergi ve borçlanma gelirleri ile karşılanacağı ve bu kaynağın tercihinin ekonomide önemli etkiler oluşturacağı görülmektedir.

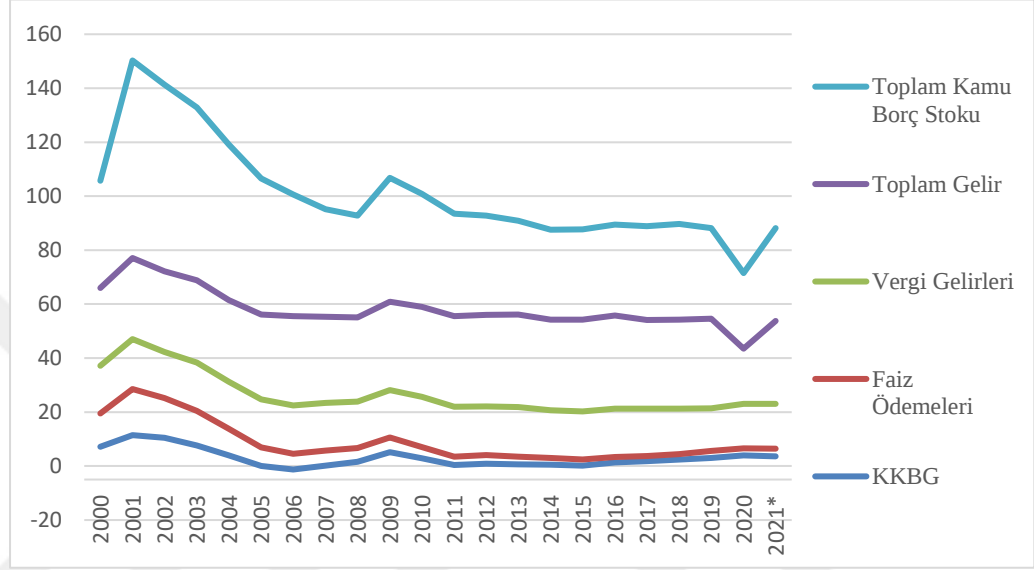
2.3. BORÇ YÖNETİMİ UYGULAMALARININ DEĞERLENDİRİLMESİ

1990’lı yıllardan sonra önem kazanmaya başlayan borç yönetimi, kamu kesimi için önemini korumuş ve devam ettirmiştir. Artan kamu harcamaları ile beraber kamu kesiminin borçlanma gereği de artmıştır. Kamu borç portföyünün çeşitli enstrümanlar barındırması ve bu çeşitlilikten kaynaklanan risk oluşumu da kaçınılmaz bir sonuç olarak ortaya çıkmıştır. Artan borç stoku karşı karşıya kalınan risklerin ve borç servisi ödemelerinin çeşitli makro ekonomik sorunlara neden olmasına yol açmıştır. Türkiye’de 2002 yılında yürürlüğe giren 4749 sayılı Kamu Finansmanı ve Borç Yönetiminin Düzenlenmesi Hakkında Kanun ile kamu borç yönetiminin temel ilkeleri belirlenerek genel çerçevesi çizilmiştir. Bu bağlamda 2000-2021 yılları süresince gerçekleşen bütçe göstergelerinin GSYH’ya oranlarını Şekil-31 yardımıyla incelemek mümkündür. Kamu gelirleri ve harcamaları arasındaki farkı oluşturan kamu kesimi borçlanma gereğinin seyri yine Şekil-31’de incelenmiştir.

Artan kamu harcamalarıyla beraber vergi gelirlerinin azalması borçlanmada yaşanan artış maliye politikalarında sürdürülebilirliğin sorgulanmasına yol açmıştır.

Bu bağlamda 2000 ve 2001 krizlerinin yaşanmasıyla sıkı maliye politikalarının ve Güçlü Ekonomiye Geçiş programının uygulanmaya başlanmasıyla bütçede düzelmeler görülmeye başlanmıştır (Kayalidere, 2011:44).

Şekil 31: Bütçe Göstergeleri ve Borç Stoku /GSYH



Kaynak: (Yurdadoğ vd., 2021: 91) ve (T.C. Cumhurbaşkanlığı Strateji ve Bütçe Başkanlığı, 2021)

*Gerçekleşme tahmini

2003 yılı sonrası azalmaya başlayan kamu kesimi borçlanma gereği 2017 yılına kadar azalma eğilimini korumuştur. Vergilendirme ve özelleştirme kapsamında elde edilen gelirlerin payının artışı kamu gelirlerini arttırarak borçlanma gerekliliğinin düşüşünde etkili olmuştur. Aynı zamanda yüksek maliyetli proje ve altyapı yatırımlarının kamu-özel sektör işbirliği ile hayat geçirilmesi de kamunun harcama yükünü azaltmıştır. Azalan harcamalar ile birlikte faiz ödemelerinin payı da dolaylı olarak azalmıştır (Berkay ve Ağcakaya, 2017: 10). 2008 Küresel Krizi sonrası yaşanan toparlanma ile birlikte 2010 yılında bütçe açığı ve borç stokunda azalmalar görülmüştür. Bütçe görünümü açısından 2011 yılı krizden sonra en iyi dönem olmuştur. Faiz harcamalarında düşüş ve faiz dışı fazla gerçekleştirerek maliye politikası açısından başarılı bir yıl olarak değerlendirilebilmektedir (Karatay Göğül, 2016: 96).

İncelenen 21 yıllık periyotta vergi gelirlerinin GSYH'ya oranının yaklaşık olarak %20 civarında gerçekleşerek bu oranın üzerine çıkmadığı görülmektedir. Toplam gelirlerin payı ise %28-%30 bandında gerçekleşmiştir. Faiz ödemelerinin 2001 yılı sonrası düşüş eğilimine girerek bu eğilimi 2017 yılına kadar koruduğu söylenebilmektedir. 2017 yılı sonrası faiz ödeme oranlarına paralel olarak kamu kesimi borçlanma gereğinin oranı da yükselme eğilimine girmiştir. 2001 yılında Kamu kesimi borçlanma gereği (KKBG)/GSYH %11,45, 2009 yılında %5,17 iken 2021 yılında %4,54 olarak programlanmıştır. Borçlanmanın pek çok nedeni olmakla beraber son dönemlerde ekonomik krizler ve Covid-19 pandemisinin ülkelerin borçlanma gerekliliğini arttırdığı söylenebilmektedir (İnal, 2020: 40). Covid-19 süreciyle birlikte azalan kamu gelirlerine karşın kamu harcamalarındaki artış gerekliliği ile birlikte bütçede faiz dışı açığın artışı ile sonuçlanmıştır. Faiz dışı açıktaki artış borç ödemesi için gerekli olan finansmanın olmaması yani ilerleyen dönemlerden yeniden borçlanmaya başvurulması durumunu meydana getirmektedir. Dolayısıyla da yasal borç limitinin aşılması kaçınılmaz bir hal almaktadır (Kadıköylü ve Özpençe, 2020: 324). Kamu kesimi toplam borç stokunun GSYH'ya oranları 2008-2009 yılında %7,2 artış göstermesine rağmen 2008 Krizinin etkilerinin azalmasıyla birlikte bu oran düşmeye başlamıştır. Türkiye'nin kamu kesimi açısından borçlanmada Maastrich Kriteri olan %60'ı, incelenilen dönemde 2001, 2002 ve 2003 yıllarında aştığı görülmektedir.

2.3.1. İç Borç Yönetimi Uygulamalarının Değerlendirilmesi

Türkiye ekonomisi, 1990 ve 2000'li yıllarda kamu kesiminden kaynaklanan bunalımlar yaşamıştır. Kamu kesiminin artan borçlanma gerekliliği sonucunda transfer harcamalarında yaşanan artış, bir borç kısır döngüsüne neden olmuştur. Konsolide bütçe üzerindeki yüksek faiz, piyasa faiz düzeyini ve enflasyonist baskıyı yüksek tutmuştur ve dolayısıyla kamu kesiminin harcamalarındaki finansman yükünü tasarruf olanağı bulunmayan, DİBS satın alamayan düşük ve orta gelirli kitleler yüklenmek durumunda kalmıştır (Hüseyin, 2020: 620).

Türkiye 2001 Krizi ile birlikte ekonomideki yapısal sorunların farkına vararak ekonominin kurumsal ve yapısal değişimine fırsat tanıma olanağı bulmuştur. Kriz sonrası kamu bankalarının görev zararlarının karşılıklarının devlet borçlanma

kağıtlarına bağlanması, bankacılık sektörünün yaşadığı döviz pozisyon açıklarının iç borç takası ile değiştirilmesi sonucunda finansal sistemdeki kırılganlıkların ortadan kaldırılması amaçlanmıştır. Bu doğrultuda finansal kırılganlıkların azaldığı ve aynı zamanda da iç borç stokunda artışın meydana geldiği söylenebilmektedir. Devletlerin iç borçlanma yapmaması mümkün olan bir durum değildir. Borçlanmada önemli olan hususun her ülkenin kendi ekonomik şartları çerçevesinde optimal seviyede gerçekleştirmesi ve yönetmesi gerekliliği gözardı edilmemesi gerekmektedir (Vardar, 2007: 126-127). 2001 yılı sonrası yaşanan gelişmelerle birlikte Türkiye ekonomisinin içine girdiği olumlu konjonktür iç borç yönetiminde önemli değişimlere neden olmuştur. Enflasyon, risk ve döviz kuru dinamiklerinde yaşanan olumlu gelişmeler iç borç yönetimini de pozitif yönde etkilemiştir. 2005- 2018 dönemi uzun vadeler ile borçlanılan ve borçlanma maliyetlerinin de kabul edilebilir seviyelerde olduğu bir dönem olarak karşımıza çıkmaktadır. Ayrıca TCMB'nin bağımsızlığının sağlanması da borç verenler açısından güvence niteliği taşımıştır. TCMB'nin enflasyonist politikalar uygulayarak borcun reel değerini düşürecek politikalar izlemeyeceği, oluşan güven ortamının en temel düşüncesini oluşturmuştur (Dokuzoğlu, 2019a: 78-79).

Dış borçlanmadan iç borçlanmaya geçişin yaşandığı ülkelerde yüksek kamu iç borçlanması, kurumsal yatırımcılar ve bankalar nezdinde yüksek borçlanma maliyeti yaratmaktadır. Ve dolayısıyla artan kamu borcu, finansal istikrarsızlıklara neden olabilmektedir. Artan kamu iç borçlanması yüksek faiz oranları nedeniyle özel sektör borçlanmasında dışlama etkisi yaratmaktadır. Dolayısıyla kamunun borçlanmayı hangi kaynaktan sağlayacağı seçimi risk yönetimi çerçevesinde değerlendirilmelidir. Farklı para birimlerinden borçlanma maliyetlerinin değerlendirilerek yerli para birimi maliyeti ve faiz oranı ile maliyet karşılaştırılması yapılması gerekmektedir (Panizza, 2008: 2). 2008 yılı sonrası azalmaya başlayan iç borçlanma maliyetleri ile birlikte Hazinesinin iç piyasaya yönelmesi hızlanmıştır. Dolayısıyla dış kaynaklara olan talebin azalması da kamu finansmanında dış kaynak kullanımının azalma eğilimine girmesinde etkili olmuştur. Hazinesinin dış kaynak kullanımını azaltması kur dalgalanmaları riskinden nispeten arınması anlamını da taşımaktadır. Borç yönetiminde risk yönetimi çerçevesinde uygulanan ve riski

azaltmayı başaran bu uygulamalar son yıllarda yaşanan döviz kurundaki artış nedeni ile kesintiye uğramıştır. Her ne kadar dış borç stokunun düşük olsa da kur yükselişleri borç stokunun yükünü arttırmaktadır (TÜRMOB, 2019: 149-150).

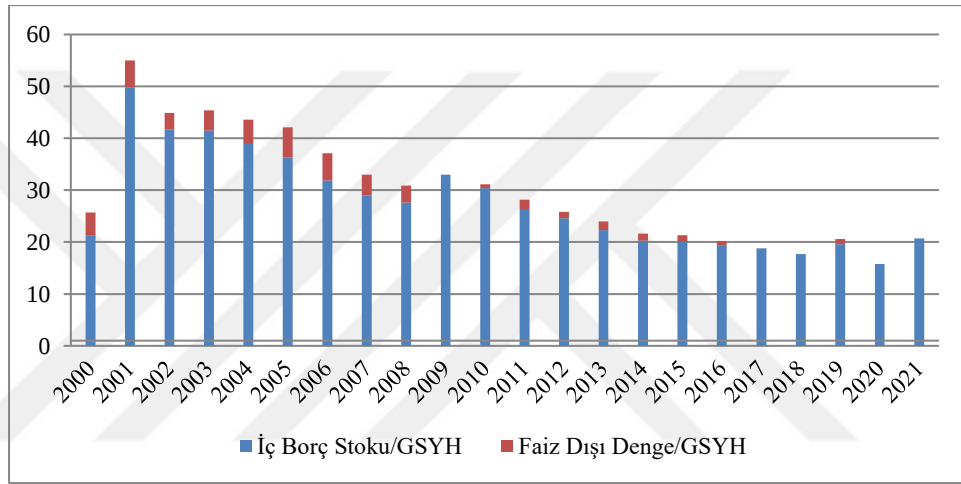
Kamu iç borç yönetiminin temel amaçlarından biri optimal bir borç portföyü oluşturmaktır. Optimal borç portföyünde borçlanma risk ve maliyetinin düşük seviyede olması gerekmektedir. Dolayısıyla bu amaç doğrultusunda ekonomik risklerin yüksek olduğu zamanlarda, kısa vadeli, sabit faizli ve TÜFE endeksli devlet iç borçlanma senetlerinin payının borç portföyü içinde yüksek olması amaçlanmalıdır (Erer, 2019: 295). Borç stokunun kısa vadeli, döviz endeksli ve döviz cinsi ağırlıklı oluşmasının taşıyacağı risk sonucunda büyük sermaye kayıplarına neden olmaktadır. Dolayısıyla kamu borcunun yapısı ve bileşenlerinin açıkça ortaya konması gerekmektedir (Budina ve Van Wijnbergen, 2008: 122). Toplam kamu borçlanması içerisinde türk lirası cinsinden borçlanmanın payı 2010 yılında %85 olarak gerçekleşmiştir. Yine 2010 yılında döviz cinsinden ve döviz endeksli senet ihracı gerçekleştirilmemesi optimal borç portföyü oluşturulması çerçevesinde olumlu bir gelişme olarak değerlendirilebilmektedir. 2011-2021 yılları arasında da bu olumlu seyir devam ederek döviz cinsinden senet ihracı gerçekleştirilmemiştir. 2021 yılı sonunda sabit faizli senetlerin oranı toplam borçlanmanın %52,7'sini oluşturmuştur. Ayrıca TÜFE'ye endeksli senet ihraçları ise 2021 yılında ihraç edilen senetlerin %22,1'ini oluşturmuştur.

Türkiye'de 1989 yılı Ağustos ayında yürürlüğe giren 32 sayılı Karar ile özel sektör ve merkezi hükümet dışında kalan kamu kuruluşlarının dış borçlanma yapması kararı olarak iç borç stokunun gelişiminde yeni bir döneme girmesi hedeflenmiştir. İç borçlanma politikasında diğer bir değişim ise 2001 krizinden sonra 2002 yılında uygulanmaya başlanan sıkı maliye ve para politikası uygulamaları ile iç borç stokunun GSYH'ya oranının azalma eğilimine girmesi olmuştur (Çevik ve Cural, 2013: 134).

Avrupa Birliği, Maastricht anlaşmasıyla borç stokunun da GSYH'nın %60'ına kadar olan sınırın kamu borçlanmasında makul düzeyde kabul edilmesi gerektiğini ifade etmektedir. Dolayısıyla kamunun borç yükünü azaltmak ve borç yönetimini sağlayabilmek amacıyla, kamu kesimi normal gelirlerinin kamu kesimi

faiz dışı harcamalarını aşmasının sağlanması gerekmektedir. Normal gelirlerin faiz dışı harcamaları karşılamaması durumunda borç stoku büyümektedir ve dolayısıyla borç yönetimi sürecinde zorluklar meydana gelmektedir. Türkiye kamu borç yönetiminde 2002-2013 dönemlerinde başarılı sonuçlar elde etmesine rağmen 2016-2018 döneminde kamu borç stokunda yaşanan artışlarla birlikte kamu borçlanma maliyetlerinde yükselme meydana gelmiştir (Şahin, 2020: 623-625).

Şekil 32: İç Borç Stoku Ve Faiz Dışı Denge / GSYH (%)



Kaynak: (TÜRMOB, 2019), (T.C. Hazine ve Maliye Bakanlığı, 2019b), (T.C. Cumhurbaşkanlığı Strateji ve Bütçe Başkanlığı, 2021)

2001 yılında uygulanmaya başlanan Güçlü Ekonomiye Geçiş programı ile borç stokundaki artışın durdurulması ve bankacılık sektörünün yapısal değişiminin milli gelirin %6,5'i kadar faiz dışı fazla verilmesi ile gerçekleşeceği kararı verilmiştir. Ayrıca 2002 yılında uygulanmaya başlanan Acil Eylem Planı ile de vergi ve özelleştirme gelirlerindeki artışlar borç stokunun azalmasında önemli bir etkiye sahip olmuştur (Özcan, 2016: 170). İç borç stokunun GSYH'ya oranının 2000li yıllardan itibaren genellikle düşüş eğiliminde olduğu görülmektedir. 2011-2021 yılları arasında bu oranın en düşük gerçekleştiği yıl %15,6 oranıyla 2018 yılı olmuştur. En düşük seviyedeki 2018 yılından itibaren iç borç stoku/GSYH yükselme trendi göstermeye başlamıştır. Yükseliş trendi, 2018 yılında yaşanan döviz kuru ve faiz etkileşiminden kaynaklanan olumsuzluklar nedeni ile 2020 yılında söz konusu oran %15,8 olarak gerçekleşmiştir (Yurdadoğ vd., 2021: 93). 2021 yılında ise bu oran %20,71 olarak gerçekleşmiştir.

İç borç çevirme oranları ve kamu kesimi iç borç stokunun milli gelir içindeki payları incelendiğinde paralel bir seyir olduğu görülmektedir. İç borç çevirme oranının yüksek olduğu senelerde, iç borç stoku/GSYH oranı da yüksek seviyelerde gerçekleşmiştir. 2001 yılında %50,8 olan iç borç stoku /GYSH oranı aynı dönemde iç borç çevirme oranı ise %103,5'dir (Çadircı, 2022: 218). 2021 yılında ise iç borç stokunun milli gelire oranı % 20,71 iken iç borç çevirme oranı %90,1 'dir.

Kamu kesiminin normal gelirlerinin, kamu kesiminin faiz dışı harcamalarını aşması durumunda kamu borç yükü azalmış ve borç yönetiminde etkinlik sağlanmış olacaktır. Normal gelirlerin faiz dışı harcamalardan düşük seviyede olması borç stokunu arttıracak ve dolayısıyla borçları yönetmek güçleşecektir. Türkiye 1990'lı yıllarda borç stokunu arttırıcı bu durumu yaşamıştır. 2002-2013 döneminde borç yönetiminde yaşanan olumsuz tablo bir nevi düzeltilse de 2016-2018 döneminde kamu maliyesindeki açıklar, borç stokundaki artış iç ve dış borçlanma maliyetlerini arttırmıştır (Hüseyin, 2020: 625). Bütçe kısıtı yaklaşımına göre kamu borç stokunun sürdürülebilirliği uzun dönemde gelir fazlaları ile karşılanıp karşılanamayacağı karşılaştırmasına dayanmaktadır. Uzun vadedeki faiz dışı fazlanın bugünkü değerinin, borç stokuna eşit veya fazla olduğu durumlarda kamu borcunun sürdürülebilir olduğu söylenebilmektedir (Yıldırım ve Özcan, 2011:40). Faiz dışı fazlanın gerçekleşmesi ile elde edilen gelir fazlası borç anapara ve faizlerin ödenmesinde kullanılarak yeniden borçlanma ihtiyacı azaltılmaktadır. Ödemelerden sonra geriye kalan kısım ise yeniden borçlanma ile karşılanmaktadır. Böyle bir durumda faiz dışı fazla verildiği sürece borçlanma gereğinin düşerek borçların sürdürülebilir hale geldiği söylenebilmektedir (Gürdal, 2008: 421).

2001 Krizi ile birlikte ekonomi literatürüne giren faiz dışı denge, artan kamu borç stoklarının düşürülmesi amacı taşıyan bir olgu olarak karşımıza çıkmaktadır. IMF öncülüğünde ortaya atılan faiz dışı denge uygulaması ile Türkiye 2001 Krizi sonrası faiz dışı fazla vererek ekonomisinin büyümesine büyük katkı sağlamıştır. Bu uygulamada esas alınan temel borçlunun borcunu ödeyebilmesi için düzenli geliri olması gerekliliğidir. Dolayısıyla faiz dışı fazla verilmesi ile yeniden borçlanmanın finanse edilmesinin sürdürülebilmesi amaçlanmaktadır (Özyıldız, 2017: hakanozyıldız.com).

Türkiye'nin kamu borç stokunu azaltmak amacıyla faiz dışı fazla verme durumu gelir dağılımında adaletsizliğin var olması nedeni ile güçleşmektedir. Faiz dışı fazla vermek için daraltabileceği kamu harcaması neredeyse bulunmamaktadır. Türkiye kamu ekonomisinin faiz ödemelerinden başka azaltabileceği harcama bulunmamaktadır (Türkal, 2020: 159). Faiz dışı dengenin GSYH'ya oranları incelendiğinde 2009 yılında %1'in altında, 2011 -2015 yılları arasında ise %2-%3 seviyelerinde gerçekleştiği görülmektedir. 2017-2018 yılında bir önceki yıla kıyasla daha da azalmış ve sırasıyla %0,2 ve %0,3 seviyesinde açık vermiştir (TÜRMÖB, 2019: 27).

Faiz dışı fazla verilmesi ve borç stoku arasındaki ilişki incelendiğinde faiz dışı fazla verilmediğinde yeniden borçlanmanın artarak devam edeceği ve dolayısıyla borç yükü ve stokunu arttıracığı söylenebilmektedir. Faiz giderlerini finanse etmek için bile borçlanmaya başvurulması gerekliliğinde faiz oranları yükselerek vadeler de kısalmaktadır. Dolayısıyla borçlanma maliyetleri de yükselmektedir (Demir ve Sever, 2008b: 39). Borç stokundaki artış bütçenin harcamalar kısmında esnekliğini kaybetmesine neden olabilmektedir. Artan borç stoku ile hükümetler borç anapara ve faiz ödemelerine yüksek miktarlar ayırmak zorunda kalarak kamu harcamalarının yapısında değişiklik meydana gelmesine neden olmaktadır. Dolayısıyla belirli kamu harcamalarının azaltılması kamu harcamalarının maliye politikası aracı olarak kullanılmasını sınırlandırmaktadır. Faiz dışı fazla verme amacıyla da kamu harcamalarında birtakım değişiklikler yapıldığında da benzer sonuçlar ortaya çıkabilmektedir (Akdemir ve İlgün, 2011: 198). Bu bağlamda Covid-19 pandemisi ile gelişmekte olan ülkelerin hali hazırda bulunan kamu borç stokları çok daha yüksek seviyelerde gerçekleşmeye başlamıştır. Kamu borç stokunun artışına neden olan etmenler yardım paketleri, işsizlik sonucunda yapılan ödemeler, sağlık harcamalarındaki artışlar olarak sıralanabilmektedir. Aynı zamanda hane halkı harcamalarında yaşanan azalma, piyasalardaki belirsizlik, arz ve talepte yaşanan şoklar da kamu borçlanmasının artışını etkileyen diğer etmenlerdendir (UNCTAD, 2020: 2). Bu dönemde, salgının etkilerini azaltmak amacıyla gerçekleştirilecek olan kamu harcamalarının finansmanı için nakit rezerv tutma gerekliliği yaklaşımı ile bütçe büyüklüklerinde ve bütçe dengesinde sınırlı bozulmalar gerçekleşmiştir

(Türkiye Odalar ve Borsalar Birliği, 2021: 135). Dolayısıyla 2020 yılı itibariyle pandemi sebebi ile artan kamu harcamaları faiz dışı denge hedefinin gerçekleşmesinde en büyük engellerden biri olarak karşımıza çıkmaktadır.

Bu bilgilerden hareketle iç borçlanma, devletlerin, etkin bir şekilde yönetilmesi koşulu ile en önemli gelir kaynaklarından biri olarak nitelendirilebilmektedir. İç borçlanma sonucunda ekonomide faiz oranları, gelir dağılımı, para arzı, özel sektör yatırımları gibi unsurlar üzerinde iktisadi etkiler yaratmaktadır. Söz konusu ekonomik etkilerin yanısıra sosyal yaşamda da olumsuz etkiler yaratabilmektedir. Olumsuz etkilerin giderilmesi borç yönetim uygulamalarının başarısı ile doğru orantılıdır. Etkin bir iç borç yönetimi ise ekonomik konjonktüre göre en uygun borçlanma vadesini, kaynağını ve yöntemini belirleyerek gerçekleşmektedir. İç borçlanmanın kontrolsüz bir şekilde kullanılması gelecek nesiller açısından da tehdit yaratmakla birlikte devletlerin borç sarmalına girmesine neden olmaktadır (Özkan, 2009: 17).

2.3.2. Dış Borç Yönetimi Uygulamalarının Değerlendirilmesi

Borçlanma ihtiyacını karşılamada dış kaynakların önemi ve gerekliliği özellikle gelişmekte olan ülkeler açısından her zaman kabul edilen bir gerçek olmuştur. Dış borçlanma yapmaktan kaçınmak gelişmekte olan ülkeler açısından güçtür ve dolayısıyla kamu finansman ihtiyacının kaynaklarından birinin de dış kaynaklar olması kaçınılmaz bir sonuç olarak ortaya çıkmıştır. Önemli olan husus elde edilen kaynağın ülke kaynakları üzerinde olumsuz etki yaratmasını önlemek olmuştur. Burada gerekli olan, teknik ve sorumluluk açısından iyi durumda olan bir borç yönetim uygulamalarının gerçekleştirilmesidir. Türkiye'nin borç yönetiminde ve borçlanma stratejisinde etkin çalışmalar yapabilme kapasitesinin genişlemesi iç piyasada ekonomik dengelerin kurulması ve istikrarın sağlanması ile gerçekleşecektir (Cangöz, 1994: 126-127). Yurtdışı piyasalardan elde edilen kaynakların yurtiçi tasarruflarla desteklenerek borçlu ülkede, istihdam oluşturan bir üretim yapısına geçmesi gerekmektedir. Aynı zamanda özel sermaye piyasalarından borçlanmanın azaldığı ve gelir dağılımında adaletin sağlanması durumunda dış borçlanmaya başvurmak herhangi bir sorun teşkil etmeyeceği gibi ülkeye kaynak girişlerini de

hızlandıracaktır (Erdem, 2019: 217). Dolayısıyla gelişmekte olan ülkeler gelişmesi ve kalkınmasında dış kaynakların yeri önemini her zaman korumuştur.

Türkiye ekonomisinde krize giden yıllar incelendiğinde, genellikle döviz kaynağının yetersiz olduğu durumlar veya dış borçlanma yapamadığı dönemlerde ortaya çıktığı görülmektedir. Kriz sonrası devam eden yıllarda, kamu dış boçlarının payının artış içinde olduğu bilinmektedir. Makroekonomik dengelerde yaşanan sorunlar nedeni ile dış borçlanmanın azalması krizlerin ortaya çıkışında etkili olmuş ve aynı zamanda krizden çıkılması amacıyla başvurulmuş kaynağın da dış borçlanma olduğu görülmektedir (Cural, 2012: 190). Türkiye'nin toplam gayrisafi iç ve dış kamu borç stokunun GSYH'ya oranı, 1998 yılında %41,3 iken bu oran 2002 yılında %87,8'e çıkarak söz konusu beş yıllık dönemde neredeyse borçluluk oranının iki katına çıktığı görülmektedir (Kazgan, 2013: 316). 2001 krizinin etkilerinin görüldüğü bu yıllarda özellikle kamu borç yönetimi konusunda çalışmalar yapılması adeta zorunlu bir hale gelmiştir.

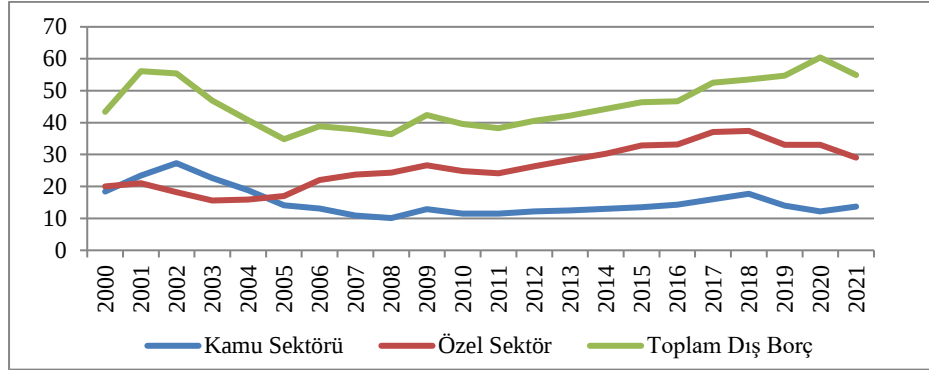
Ülkeler genellikle dış borçlanmaya ülkedeki tasarrufların yetersizliğinden kaynaklanan yatırım eksikliğini finanse etmek amacıyla başvurumaktadırlar. Söz konusu yatırım eksikliği kamu sektöründe olabileceği gibi aynı zamanda özel sektörde de görülmektedir. Dolayısıyla ülkedeki sermaye piyasalarının serbestliğine bağlı olarak dış borçlanma, hem özel hem kamu sektörü tarafından yapılabilmektedir (Çevik ve Cural, 2013: 120). Özel sektör ve merkezi yönetim dışında kalan kamu kuruluşlarının dış borçlanma yetkisi ile birlikte özel sektörün kamu sektörünü ikame ettiği yeni bir borçluluk kompozisyonu ortaya çıkmaktadır. Özel sektör dış borçluluğunun artması yalnızca Türkiye'ye bağlı bir gelişme değildir ve genel kabul edilen görüş özel sektörün dış borçlanmasının teşvik edilmesidir. Söz konusu görüşün dayandığı temel nokta, özel sektörün kar maksimizasyonu amacı taşıması ve dolayısıyla popülist ve rasyonel olmayan kararlar almayacağı yönündedir. Rasyonel kararlar çerçevesinde dış kaynaklardan elde edilen gelirin verimli alanlarda kullanılacağı genel görüşü hakim olmaktadır (Aydın ve Ak, 2020: 1824-1825).

1980li yıllardan bu yana kamu borçlarından kaynaklanan krizler gelişmekte olan ülkelerin sürdürülebilir büyüme ve kalkınma hedeflerinin gerçekleştirilmesinde aksaklık yaşanmasına sebebiyet vermiştir. Dış sermaye akımındaki istikrarsızlık

nedeni ile ülkeler ciddi mali krizlerle karşı karşı kalmışlardır. Özel sektörün, kamu sektörünü finanse ettiği ülkelerde yani özel sektör dış borçlanmasının kamu sektöründen daha yoğun olduğu ülkelerde, devletlerin özel sektör borçlarının sorumluluğunu alması krizlere neden olmuştur. 1980li yıllarda yaşanan Latin Amerika borç krizi özel sektör borcunun sorumluluğunu alan devletlerin krize yol açmasına bir örnek olarak karşımıza çıkmaktadır (Stiglitz, 2017: 254). Kriz yıllarında özel sektörün borçluluğunu azaltmak amacıyla ve aynı zamanda bozulan finansal sistem nedeniyle taleplerin azalması ve fiyatlar genel düzeyinin düşmesi ve bunun sonucunda reel borç yükünün artmasıyla özel sektörün borç sarmalına girmesi borç deflasyon teorisi olarak adlandırılmaktadır (Ulusoy vd., 2015: 24). Özel sektör dış borçlanmasının artışına yönelik çeşitli görüşler bulunmaktadır. Boratav, özel sektör dış borçlanmasının Türkiye ekonomisinin ana kırılganlık noktalarından biri olduğunu vurgulamaktadır. 2002-2007 yılları arasında özel sektör dış borcunda yaşanan artışın %28,5 olduğunu ve döviz geliri olmayan şirketlerin ödemede karşılaştıkları döviz riskine de dikkat çekmektedir (Boratav, 2011: 125).

Özel sektör dış borçlanması, kamu dış borç yönetimi ile dolaylı yönden ilişki içerisindedir. Özel sektör dış borçlanması, devletler açısından makro ekonomik yönetim sürecinin yönetilmesi açısından gözardı edilemeyecek konumdadır. Makro ekonomik yönetim ekonominin uluslararası finansman ve bu çerçevede dış borçlarla olan ilişkiyi içermektedir. Dolayısıyla makro ekonomik yönetim ülkenin büyüme hızını ve bu hızı finanse edecek iç ve dış kaynakları belirlemede önemli bir paya sahiptir (Sarı, 2004:76). Aynı zamanda yönetilemeyen borçlanma, sadece kamu kurum ve kuruluşlarını değil tüm ülke ekonomisini ödeme güçlüğü ve likidite yetersizliği ile karşı karşıya bırakabilmektedir (INTOSAI, 2018: 10).

Şekil 33: Türkiye Dış Borç Stoku / GSYH (%)



Kaynak: (TÜRMOB, 2019) (T.C. Hazine ve Maliye Bakanlığı, 2021f)

Türkiye dış borç stokunun kamu ve özel sektör ayrımı yapılarak GSYH'ya oranlarını yıllar itibariyle Şekil-33'den incelemek mümkündür. 2001 Krizi sonrası kamu borçlanmasında yaşanan artış ile bu oran 2002 yılında %27,3 olarak gerçekleşmiştir. 2003 yılından itibaren özel sektör dış borçlarının artış eğiliminde olduğu ve kamu borçlarına kıyasla yıllar itibariyle ayrılarak azalma içerisine girdiği görülmektedir. Türkiye brüt dış borç stokunun GSYH'ya oranının 2001 yılından 2005 yılına kadar azalma eğilimine girmesine rağmen 2005 sonrası özel sektör borç stokunun artışı ile 2008 Krizine kadar yukarı yönlü seyretmiştir. Türkiye brüt borç stokunun GSYH'ya oranlarına paralel olarak özel ve kamu sektörü borçlarının oranının artışı açıkça görülmektedir. Bu bağlamda 2005 yılı sonrasında özel sektör borçluluğunun günümüze denk kamu borçluluğunun üzerinde gerçekleştiği de görülmektedir.

Türkiye'de kamu net dış borç stoku Şekil-15 'den de görüldüğü gibi artış eğilimi içerisindedir. Finansal serbestlik sonrası dış borç artışlarında sermaye çıkışları ve rezerv birikimi ana etkileyici unsurlar olarak karşımıza çıkmaktadır. Türkiye, finansal kesimin sermaye çıkışlarını ve bu sermaye çıkışlarının krize neden olmasını engellemek amacıyla rezerv birikimine ihtiyaç duymaktadır. Dolayısıyla dış borçlanmada yaşanan, daha çok artış reel ekonominin açıklarını finanse etmekten ziyade finansal kesimde oluşacak krize karşı önlem amacı taşımaktadır (Yeldan, 2004: 25). Türkiye'de ekonomik kriz yılları incelendiğinde krize girilen yıllar öncesinde ve kriz sonrasındaki yıllarda yabancı sermaye çıkışlarının yaşandığı görülmektedir. Bu sonuçtan hareketle özellikle kriz dönemlerinde artan dış kaynak

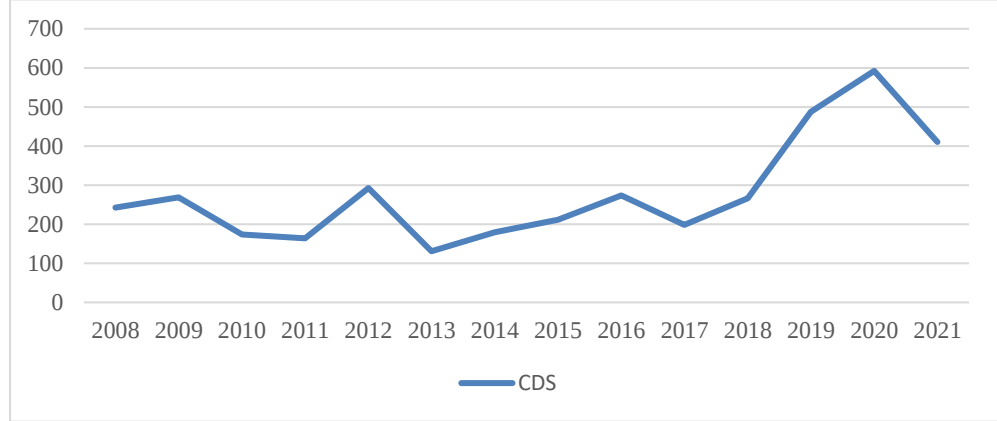
ihtiyacının önemi ortaya çıkmaktadır. Ekonomin dış kaynaklardan sağlanacak sıcak paraya olan ihtiyacın reel faiz oranlarını yükselterek dış kaynakla borçlanmaya gitmesi yani ülkenin dövize olan ihtiyacını karşılamasına neden olmuştur. 2002 yılından sonra Türkiye'nin dış kaynaklara olan bağımlılığı ve dış borç stoku artış içine girmiştir (Özcan, 2016: 185).

Devlet iç borçlanmasının yıllar itibariyle özel borçlanmaya kıyasla azalma eğiliminde olması devlet iç borçlanması ile özel sektör dış borçlanmasının iç içe geçtiğini göstermektedir. Devletlerin artan finansman ihtiyacı özel sektörün dış finansman kaynaklarından sağladığı kaynakla sağlam bir bağlantı kurulmuştur. Ayrıca Merkez Bankası'nın Hazine'ye kredi aktarımını azaltması ve hükümetin iç piyasadan borçlanmaya başvurmak durumunda olduğu durumda finansal sermayenin önündeki engellerin kaldırılması özel sektörün dışardan borçlanmasını arttırıcı etki yapmaktadır (Aydın ve Ak, 2020: 1827).

2008 Küresel mali kriz pek çok ülkeyi çeşitli derecelerde etkilemiştir. Avrupa Avro bölgesinde yaşanan borç krizinde, 2008 Küresel krizin etkisinin yanısıra Avro bölgesinde bulunan ülkelerin yapısal ekonomik sorunlarının da etkili olduğu görülmektedir. Avro bölgesinde 18 ülke ortak para birimi olarak Avro'yu kullanmaktaydı. Ortak paraya geçen ülkelerin borçlanma faiz oranları, Avro bölgesine üye olan Almanya devlet tahvili faiz oranı olarak belirlenmiştir. Dolayısıyla ortak para birimi düşük faiz uygulamasını getirmiştir. Düşük faiz oranları diğer üye ülkelerin kolaylıkla borçlanmasına ve düşük maliyetle borçlanma sonucunda yüksek borç yükleriyle karşı karşıya kalmalarına neden olmuştur. Söz konusu ülkeler, üretmeden, başka ülkelerin kaynaklarını kullanarak yapay bir refah dönemi yaşamışlardır (Hüseyin, 2020: 272-273).

Credit Default Swap (CDS), borç alanın borcu geri ödeyememe olasılığına karşı verilen bir sigorta niteliğini taşıyan primi ifade etmektedir. 2008 Krizinden sonra önem kazanmaya başlayan CDS primi borç verenler açısından önem taşımaktadır. Risk priminin artışı, borçlu tarafın borçlarının sigortalama maliyetinin artacağı anlamına gelmektedir. Dolayısıyla bir ülkenin CDS priminin yükselmesi, o ülkenin dış kaynak bulmasının zorlaşmasına ve maliyetlerinin yükselmesine neden olmaktadır (Ceylan ve Özpençe, 2020: 45).

Şekil 34: Türkiye 5 Yıllık CDS Primi (Baz Puan)



Kaynak: (worldgovernmentbonds.com, 2022)

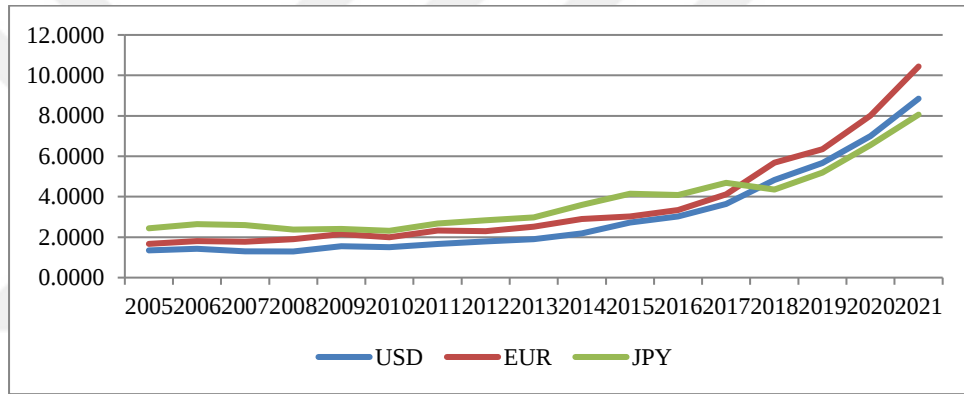
Türkiye'nin 2008 yılı itibariyle 5 yıllık CDS primleri Şekil 34'de incelenmektedir. 2017 yılı itibariyle yükselmeye başlayan CDS primi 2020 yılında 600 baz puan ve 2021 yılına gelindiğinde 410 baz puan olarak gerçekleşmiştir. Risk priminde yaşanan yükseliş dış kaynak bulma maliyetinin yükselmesi anlamına gelmektedir. Dolayısıyla dış borç portföyünün taşıdığı risk artış göstermiş olmaktadır.

2008 Krizi sonrası, IMF programının bitmesi ile birlikte Türkiye'nin ekonomi politikaları açısından bir dönüm noktası olmuştur. Küresel çapta yaşanan gelişmeler ile birlikte FED'in ve Avrupa Merkez Bankalarının genişletici para politikası izlemeleriyle birlikte Türkiye'ye olan doğrudan ve portföy yatırımları artmıştır. Bu dönemde özel sektör dış borçluluğun artışı görülmektedir. 2013 yılına gelindiğinde ise FED'in faiz arttırımı nedeniyle Türkiye'ye olan sermaye akımlarında yavaşlama meydana gelmiştir. Azalan sermaye girişlerinin ardından 15 Temmuz 2016'da meydana gelen darbe girişimi ile birlikte sermaye akımları daralmaya devam etmiştir. Söz konusu daralma ile girilen 2018 yılında yaşanan türk lirasının değer kaybı ile krizin birikim sonucu olduğu söylenebilmektedir (Akkaya, 2021: 42).

Değişken faizli borçlanma ve özel kredilerin artışı borç stokunun dünya mali piyasasında meydana gelen değişimlere olan duyarlılığını arttırmaktadır. Aynı zamanda borç portföyünün döviz yapısı da göz önüne alındığında uluslararası piyasalarda yaşanan gelişmelerle doğrudan ilişkili olduğu söylenebilmektedir. Dolayısıyla dış borç yönetiminin çerçevesinin mali riskleri kapsayacak şekilde

oluşturulması gerekliliği ortaya çıkmaktadır (Sarı, 2004: 77). Akduğan (2020: 91); toplam borç stoku, döviz cinsinden borç stoku ve dış borç stokunun reel döviz kuru değişkeni üzerinde etkili olduğunu belirtmektedir. Dış borç stoku ve döviz cinsinden borçlar döviz kuru üzerinde yukarı doğru baskı yaptığı sonucuna ulaşmıştır. Kamu borç stoku içerisinde artış gösteren döviz cinsinden ve dış borçlanmalar yabancı yatırımcıların temerrüt riski düşüncesi ve ekonomiye olan güvenin azalması sonuçlarını ortaya çıkarmaktadır. Dolayısıyla kısa vadeli sermayenin piyasadan çıkmasıyla döviz kurunu yukarı doğru hareketine neden olmaktadır.

Şekil 35: Döviz Kurlarının Gelişimi



Kaynak: (T.C. Cumhurbaşkanlığı Strateji ve Bütçe Başkanlığı, 2021)

Döviz kuru dalgalanmaları incelendiğinde 2020 yılında yaşanan dalgalanmaların 2019 yılına nazaran çok daha yüksek seviyelerde olduğu görülmektedir. 2020 yılında Türkiye ekonomisinde Covid-19 Pandemisi nedeniyle yavaşlama, piyasalarda meydana gelen belirsizlik, faiz oranlarının düşük tutulmasına yönelik politikalar sonucunda söz konusu dalgalanmalar türk lirasının değer kaybı ile sonuçlanmıştır. Amerikan doları 2020 yıl sonunda %23,6, Euro %26,3 ve Japon Yeni ise %26,4 değer kazanmıştır (Türkiye Odalar ve Borsalar Birliği, 2021: 142). Küresel Pandemi ile dış kaynak bulmakta zorlanan ülkelerin kaynak yetersizliği sebebi ile cari dengenin sağlanması zorlaşarak döviz kuru üzerinde baskı oluşturmaktadır. Döviz kuru üzerinde baskı oluşturan bir başka neden ise yerli para cinsinden borçlanma kaynağı bulamayan ülkelerin emisyon yolu ile finansman ihtiyacını karşılamasıdır. Emisyon yolunu tercih eden ekonomilerde yerli paranın değerinin gelecekte değeri ile ilgili belirsizliğin oluşmasına neden olmaktadır. Dolayısıyla da döviz kurlarının yukarı yönlü seyri sonucunu doğurmaktadır (Tezel, 2020: 290).

Covid-19 pandemisinin de etkileriyle 2018 yılından itibaren türk lirasının reel değer kaybı devam etmiştir. 2013-2015 döneminde küresel konjonktürdeki gelişmeler, politik krizler ve ekonomik temellerin bozulması da türk lirasının değer kaybının nedenlerini oluşturmaktadır. Bu dönemlerde faizlerin düşürülmesi ile ilgili siyasi baskı ve dönemin Hazine ve Maliye Bakanı Albayrak'ın rekabetçi kur taraftarlığı sonucu türk lirasının değerinde düşüşler yaşanmıştır. Döviz satım ihaleleri gibi yollarla türk lirasının değeri korunmaya çalışılmış fakat başarılı sonuçlar elde edilememiştir (Uğurlu, 2021: 2967-2975). Yabancı para cinsinden borçlanma sonucunda kur değişimlerinden etkilenmek kaçınılmaz bir sonuç olarak ortaya çıkmaktadır. Aynı durum borçlanma faiz oranları için de geçerlidir yani değişken faizli borçlanmalar da borcun yapısını olumsuz etkileyebilmektedir. Bu bağlamda kur ve faiz swapları gibi türev araçların kullanılması söz konusu negatif etkilerin kırılmasında yardımcı olacaktır (INTOSAI, 2003: 41). Aynı zamanda Hazine garantili borçlanmanın tutarları incelendiğinde artış eğiliminde olduğu görülmektedir. Söz konusu garanti ve projelerin döviz cinsinden ödemelerinin olması yüksek risk taşıması anlamına gelmektedir (Şen ve Tokatlıoğlu, 2020: 233). İncelenen periyotta hazine garantileri kapsamında dış borç stokunun artışı devam etmektedir. Söz konusu borçlardan kaynaklanan üstlenim oranları ise 2019 yılına kadar borç stokundaki artışa rağmen azalma eğilimini korumuştur. 2019 yılında borç üstlenim oranı bir önceki yıla kıyasla %1,43 artış ile %2,74 olarak gerçekleşerek yükselmeye başlamıştır. KOİ proje sayıları incelendiğinde ise üstlenim oranının yükselmeye başladığı 2019 yılında 8 adet, 2020 ve 2021 yıllarında ise 4'er adet proje olduğu görülmektedir. Bu bağlamda hazine garantileri kapsamında artan borç stoku ve KOİ projelerinden kaynaklanan üstlenim oranlarındaki artış kamu borç yönetiminde karşılaşılması muhtemel olan riskleri de arttırmaktadır.

Bilindiği üzere gelişmekte olan ülkelerde dış borçlanmaya başvurma sebepleri genellikle yatırım ve tasarruf eksikliği, kalkınma ve gelişim sürecinde gerekli olan altyapı ve yatırım projeleri için gerekli olan finansmanı sağlamak, bütçe açıkları, borçların yeniden borçlanma yolu ile ödenmesi gibi ekonomik ve sosyal nedenleri bulunmaktadır. Söz konusu nedenlerin yanı sıra 2020 yılı başlarında ortaya çıkan Covid-19 Pandemisi ile birlikte de borçlanma amaçlarına bir yenisi daha

eklendiği söylenebilmektedir. Küresel pandemi ile birlikte yaşanan üretim hacminin daralması sonucu ortaya çıkan gelir yetersizliği devletleri borçlanma yapmaya mecbur bir hale getirmiştir. Türkiye'nin de içinde bulunduğu pek çok ülke para basma, borçlanma, yardım kampanyaları gibi çeşitli uygulamalara başvurarak finansman sağlama yoluna gitmiştir (Ünlü ve Armutçuoğlu Tekin, 2020: 167). Covid-19 Pandemisi küresel ekonominin 2020 yılında reel bazda %3,5 daralmasına neden olarak 1930 Büyük Buhran sonrası en büyük resesyon olarak ifade edilmektedir (TÜSİAD, 2021: 11). Artan kamu harcamalarını çeşitli dış kaynaklardan temin edilerek karşılanabilmektedir. Bu bağlamda Hazine ve Maliye Bakanlığı tarafından 2020 yılında program finansmanı çerçevesinde, küresel pandeminin vatandaş üzerindeki etkilerini en aza indirmek amacıyla yapılacak olan kamu sağlık harcamalarının finansmanında kullanılmak üzere Avrupa Konseyi Kalkınma Bankası ve EİT Ticaret ve Kalkınma Bankasından toplam 215 milyon Avro tutarında kredi kullanılmıştır (T.C. Hazine ve Maliye Bakanlığı, 2021a: 24).

Pandeminin etkilerini hafifletmek amacıyla Türkiye, genişletici para ve maliye politikası izlemiştir. Açıklanan destek paketlerinin GSYH'ya oranı G20 ülkelerine kıyasla düşük seviyelerde gerçekleştiği bilinmektedir. Yeni destek paketlerinin finansmanı için MB rezerv miktarlarının düşük ve aynı zamanda söz konusu harcamaların bütçe açığını arttıracacağı nedeniyle dış kaynak bulmak adeta zorunlu bir hale gelmiştir (Fırat, 2020: 219). Bu dönemde dış kaynak gerekliliği nedeni ile swap anlaşması uygulamasına başvurulmuştur. Swap anlaşmaları, modern dış borç yönetim tekniklerinden yaygın olarak kullanılan bir anlaşmadır. Dış borç yönetimi açısından ülkeler swap anlaşmalarını iki şekilde kullanabilmektedirler. Herhangi bir riski hedge ederek veya yeni bir borç olarak swap etmesi şeklinde gerçekleşmektedir. Diğer bir yöntem ise farklı bir para birimi olarak sağlanan kredinin başka bir para birimine çevrilerek nakit akımlarıyla uyumlaştırılmasını sağlamak olarak karşımıza çıkmaktadır (Cangöz, 1994: 115). Ayrıca Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası Katar Merkez Bankası ile yapmış olduğu swap anlaşmasını 5 milyar dolardan 15 milyar dolara yükseltmiştir. Yapılan swap anlaşması sonucu döviz kurunda yaşanan yükselişin bir ölçüde gerilemesi sağlanmıştır (Ünlü ve Armutçuoğlu Tekin, 2020: 179).

SONUÇ

Devletler, çeşitli kamu harcamaları yapmak ve bu harcamaların finansmanında kullanmak amacıyla gelir elde durumundadırlar. 1929 Ekonomik Buhranından sonra kamu ekonomisinin genişlemesi yani kamu kesimi harcamalarının artarak ekonomiye müdahalelerde bulunması olağan bir maliye politikası aracı halini almıştır. Kamu kesiminin artan harcamalarına paralel olarak finansman ihtiyacı da artış göstermiştir. Devletlerin temel gelirini oluşturan vergiler dışında daha büyük gelire ihtiyaç duyulmuştur. Bu bağlamda ülkeler hem maliye politikası aracı olarak hem de finansman ihtiyacını karşılamak amacıyla borçlanma yöntemini kullanmaktadırlar. Ülkeler içinde bulundukları ekonomik konjonktüre göre iç veya dış kaynaklardan borçlanma yolunu seçmektedirler. Kamu borçlanmasının devletler için olağan bir gelir haline gelmesi, harcama finansmanının yanı sıra bütçe açıkları, büyük proje ve altyapı yatırımlarının finansmanını sağlamak, maliye politikası aracı olarak ekonomiye yön verme gibi çeşitli amaçlarla kullanılması borç stokunu arttırıcı etki yaratmaktadır. Artan borç stokları hangi kaynaktan kullanıldığına göre ülke ekonomisi ve sosyal yaşamında çeşitli olumsuz etkiler meydana getirebilmektedir. Dolayısıyla borçlanmanın olağan bir gelir kaynağı olmasının kabulü ile birlikte borçlanma sonucu oluşabilecek olumsuz etkilerin en aza indirilmesi adeta zorunlu bir hal almıştır. Söz konusu gerekliliğin borç yönetimi uygulamalarının hayata geçirilmesi ile başarı elde edeceği düşüncesi hakim olmuştur.

Türkiye, 2000 ve 2001 yıllarında yaşadığı krizlere, yüksek borç stokları ile girmesinin yanı sıra krizlerden çıkışında da borç stokunun yüksek seviyelerde gerçekleşmesi sonucu ile karşı karşıya kalmıştır. Döviz cinsi yüksek borçlanma, yüksek borç stoku ve yüksek faiz ödemeleri nedeniyle kamu borç yönetimi uygulamalarının gerekliliği bir kez daha önem kazanmıştır. Türkiye, 2002 yılında yürürlüğü koyduğu Kamu Mali Yönetim ve Kontrol Kanunu ile borç yönetiminde etkinliğin sağlanarak düşük maliyet ile borçlanma hedeflerini gerçekleştirmeyi amaçlamıştır. Bu bağlamda Hazine'nin TCMB'den doğrudan borçlanma imkanı kaldırılarak borç yönetiminde şeffaflık ve para ve maliye politikaları ile uyumlu borçlanma stratejilerinin geliştirilmesi hedeflenmiştir. Ayrıca kamu borç yönetimi kapsamında borç yönetim ofisleri kurulmuş ve piyasa yapıcılığı sistemi uygulanmaya

başlanmıştır. 10 Temmuz 2018’de 1 Numaralı Cumhurbaşkanlığı Kararnamesi ile Hazine Müsteşarlığı ve Maliye Bakanlığı bir araya getirilerek Hazine ve Maliye Bakanlığı oluşturulmuştur. Devlet adına borçlanma yapmaya, hazine ödeme ve karşı garantisi vermeye ve hazine alacaklarını yönetmeye Hazine ve Maliye Bakanlığı yetkili kılınmıştır. Hazine yatırım ve ülke garantisi verilmeye ve zorunlu bir hal alan projelerin gerçekleşmesi için dış finansman kullandırılmasına ise Cumhurbaşkanı yetkili kılınmıştır.

Çalışmada Türkiye kamu kesimi borçlanma verileri öncelikle sağlandığı kaynak çerçevesinde sınıflandırılıp 2000-2010 ve 2011-2021 yılları arasındaki dağılımı şeklinde incelenmiştir. Bu bağlamda borçlanmanın, borç stoku, vade – faiz yapısı, döviz cinsi ve borç servisi bileşenlerinin gelişimi ele alınmıştır. Borç yönetimi uygulamalarının değerlendirilmesi bölümünde ise çeşitli borçlanma ve bütçe göstergeleri incelenerek borçlanmanın seyrinin 21 yıllık serüveni açıkça gösterilmeye çalışılmıştır.

4749 Sayılı Kanun ile kamu borç yönetimi çerçevesinde hukuki ve kurumsal yapının yeniden düzenlenmesi ve Güçlü Ekonomiye Geçiş Programının uygulanması ile borç yönetiminin etkin bir şekilde yürütülmesi sağlanmıştır. 2003 yılından itibaren 2017 yılına denk iç borçlanmada borç yönetiminde etkinlik ve borçların sürdürülebilirliğinin sağlanmasına katkı açısından olumlu gelişmeler yaşandığı görülmektedir. Borçlanma maliyetlerindeki ve kamu kesimi borçlanma gereğinin GSYH’ya oranında düşüş, iç borçlanmada ortalama vadenin uzaması söz konusu olumlu gelişmelerdendir. 2017 yılı itibariyle kamu borçlanma verilerinde çeşitli bozulmalar gözlemlenmeye başlamıştır. Bu bağlamda iç borç çevirme oranı, 2001 yılında %127,5, 2020 yılında %145,3 ve 2021 yılında %90,1 olarak gerçekleşmiştir. DİBS ellerinde tutanlar incelendiğinde piyasa yapıcılığı uygulaması aracılığıyla bankacılık kesiminin yüksek oranlarda olduğu görülmektedir. Bankacılık kesiminde yoğunlukla bulunan devlet tahvilleri borçlanma maliyetlerini arttırıcı etki yaratmasının yanı sıra ikincil piyasaların gelişerek dıbs'lere ulaşımın kolaylaşması sağlanmaktadır. Nakit dışı iç borçlanma senet ihracına 2019 yılında, 2003 yılından sonra yeniden başlanması ve borçlanma maliyetlerindeki yükseliş söz konusu bozulma göstergelerindendir. 2021 yılı iç borç stoku bir önceki yıla kıyasla %25 artış

göstermiştir. Ayrıca çalışmada incelenilen zaman diliminde en yüksek iç borç çevirme oranı %145,3 olarak 2020 yılında gerçekleşmiştir.

Kamu kesiminin en temel dış kaynak sağlayıcılarından biri olan IMF'e toplam 19 stand-by sözleşmesinden kaynaklanan ödemeler 2013 yılında tamamlanmıştır. 2010 yılı sonrası dış piyasalara tahvil ihracının yükselerek en yüksek dış borç stokunu oluşturduğu görülmektedir. İncelenilen periyotta net dış borç stoku artarak devam etmiştir. Dış borç stokunun artışında Türkiye'nin özellikle 2016 yılından sonra yaşamaya başladığı siyasi sorunların döviz kurlarında yaşanan artışı beraberinde gelmesi de etkili olmuştur. Türkiye'nin toplam dış borç stokunu oluşturanlar incelendiğinde en büyük payın özel sektör dış borçları olduğu görülmektedir. 2005 yılından itibaren kamu sektörü dış borçluluğu özel sektör borçluluğundan ayrılarak GSYH'daki payının azalış seyrini korumuştur. Hazine garantili dış borç stoku yıllar itibariyle yükseliş eğiliminde olmasına karşın borcun Hazine tarafından üstlenim oranlarında düşüş dış borç yönetimi açısından olumlu bir gelişme olarak değerlendirilebilmektedir. Türkiye'nin 2000'li yılların başından itibaren iç ve dış borçlanma tercihi, GSYH'ya oransal olarak incelendiğinde iç borçlanmanın yüksek olduğu görülmektedir. 2017 yılı sonrasında söz konusu oran birbirine yakın seviyelerde gerçekleşmeye başlamıştır yani iç ve dış borçlanmanın GSYH'ya oranları eşit seviyelere gelmiştir. Dolayısıyla burada dış kaynaklara olan ihtiyacın artışından söz etmek mümkündür.

Kamu kesimi toplam borç stokunun GSYH'ya oranlarının kriz dönemlerinde yukarı yönlü değiştiği fakat krizin etkilerinin azalması ile birlikte bu oranın azalma eğilimini devam ettirdiği sonucuna ulaşılabilmektedir. 2001, 2002 ve 2003 yıllarında Maastrich Kriterinin üzerinde gerçekleşen borç stoku/ GSYH oranı, bir diğer kriz dönemi olan 2008 yılında yeniden yükselmiş fakat 2001 Krizinde yaşanan seviyelerden daha düşük oranlarda gerçeklemiştir. 2017 yılını, kamu borçlanmasını ve borç yönetimini olumsuz etkileyecek kırılmaların yaşanmaya başladığı bir yıl olarak değerlendirmek mümkündür.

Türkiye için 2002 yılından itibaren borç yönetiminde girdiği yeni düzenlemeler ile 2017 yılına denk borçlanma göstergelerinde çeşitli başarılar elde etmiştir. 15 Temmuz 2016 yılında yaşanan darbe girişimi, döviz kurlarında yaşanan

ani yükselişler ve 2019 yılına gelindiğinde yaşanan Küresel Pandemi gibi küresel ve iç siyasetle yakından ilişkili gelişmelerin borç yönetimini olumsuz etkilediği görülmektedir. Döviz cinsinden borç stokunun yüksek olması döviz yükselişlerinden etkilenmesi, Küresel Pandemi ile kamu harcamalarının artışı ile finansman ihtiyacının büyümesi borç stokunu arttırıcı etki yaratmıştır. Bu bilgiler ışığında risk yönetimi çerçevesinde başarılı uygulamalar ortaya konmadığı sonucu çıkarılabilmektedir.

Türkiye, kamu kesimi borçluluğunu etkileyen çeşitli yapısal sorunlara sahiptir. Bu yapısal sorunlar; uluslararası gelişmelere duyarlılığı, döviz kurunda ani dalgalanmaların yaşanması, çeşitli altyapı ve yatırım harcamalarının finansmanı için dış kaynak ihtiyacının kaçınılmaz olması, bütçe açığı vermesidir. Bu bağlamda Türkiye'nin borç yönetiminde etkinliği sağlaması için;

- Dış kaynaklardan sağlanan finansmanın yatırım ve istihdamı arttırıcı alanlarda kullanılarak yurtiçi piyasaya döviz girişinin sağlanması ve bu bağlamda yabancı yatırımcıların yurtiçi piyasada aktif rol almasının önünü açarak döviz kuru riskinin en aza indirilip borç stokunu arttırıcı etkisinin bertaraf edilmesi,
- Uzun dönemli borçlanma stratejileri belirlenerek olağanüstü durumlarda yaşanacak yüksek borç stoku artışının önüne geçilmesi,
- Bankacılık kesiminin elinde bulunan borçlanma senetlerinin piyasa faiz oranlarını yükselteceği gerekçesi ile birincil borçlanma piyasasının geliştirilmesi,
- Enflasyonist dönemlerde bankacılık kesiminin elinde bulunan borçlanma senetlerinin enflasyonu olumsuz etkileceği gerekçesi ile belirli seviyelerde tutulması,
- Artan özel sektör dış borçlanmasının ileride birkaç firmadan ekonomiye yayılarak dış borç ödemesinin bir sorun haline gelmesiyle bu borcun kamu borcu haline gelmesinin önlenmesi,

- Koşullu yükümlölükler kapsamında hazineye borçlanma yükü getiren uygulamaların azaltılması ve dolayısıyla hazineye yüklenen belirsizliklerin en aza indirilmesi,
- 2002 yılı itibariyle uygulanan borç yönetim stratejileri yeniden hatırlanarak uygulamasının güçlendirilmesi gerekliliğı sonuçlarına ulaşılmaktadır.



KAYNAKÇA

- Açıkgöz, B. (2020). *Devlet Borçları ve Kamu Borç Yönetimi*. Bursa: Dora Basım Yayın.
- Adıyaman, A. T. (2006). Dış Borçlarımız ve Ekonomik Etkileri. *Sayıştay Dergisi*, (62): 21-45.
- Akar, S. (2010). Borç Yönetim Ofisleri ve Türkiye'de Uygulanabilirliği. *Mevzuat Dergisi*, 13 (148): 1- 13.
- Akdemir, T., & İlgün, F. M. (2011). Kamu Borçlanması Sınırlamalarının Kamu Harcamalarının Bileşimi Üzerine Etkileri: Avrupa Birliği Ülkelerine Yönelik Ampirik Bir Değerlendirme. *Maliye Dergisi*, (160): 177- 203.
- Akduğan, U. (2020). Türkiye’de Döviz Kuru Hareketleri ve Kamu Borcu İlişkisi. *Karadeniz Sosyal Bilimler Dergisi*, 12 (22): 75-97.
- Akkaya, M. (2021). Finansal Küreselleşme Altında Türkiye Ekonomi-Politiği . *Stratejik Bakış Dergisi*, 38-43.
- Alagöz, M., & Yokuş, T. (2018). Kamu Özel İşbirliği Yatırımları Ve Dış Borç Ödeme Projeksiyonu. *Ankara Üniversitesi SBG Dergisi*, 73 (3): 867- 889 .
- Aşıkoğlu, R., & Kayahan, C. (2008). Global Finansal Sistem Etkileşimiyle Türkiye'nin Türev Piyasa Görünümü. *Afyon Kocatepe Üniversitesi İ.İ.B.F. Dergisi*, 10 (2): 157- 179.
- Aydın, A. B. (2005). Piyasa Yapıcılığı Sistemi, Seçilmiş Ülke Örnekleri ve Türkiye Uygulaması. *Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası Piyasalar Genel Müdürlüğü Uzmanlık Yeterlilik Tezi*. Ankara.
- Aydın, M. K., & Ak, M. (15 (4):2020). Türkiye Ekonomisi: Özel Sektörün Dış Borçlanma Döngüleri Üzerine Bir Değerlendirme. *Türkish Studies- Economy*, 1821- 1838.
- Baba, N., Packer, F., & Nagano, T. (2008). The Spillover of Money Market Turbulence to FX Swap and Cross-Currency Swap Markets. *BIS Quarterly Review*, 73- 86.
- Bağdigen, M., & Abdulhakimoğulları, E. (2005). Borç Servisi ile Kamu Gelir ve Harcamaları Arasındaki İlişkinin Ampirik Bir Analizi Türkiye Örneği. *Ankara Üniversitesi SBF Dergisi*, 60 (2): 30- 48 .

- Bakkal ve Gürdal, S. T. (2007). İç Borçlanmanın Türkiye Ekonomisi Üzerine Etkileri. *Akademik İncelemeler*, 2(2): 118-173.
- Bal, H. (1999). Uluslararası Finansman Dış Borç Yönetimi ve Türkiye. *Çukurova Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü Doktora Tezi*. Adana.
- Bal, H., & Özdemir, P. (2011). İç Borç Yönetimi ve Türkiye. *Çukurova Üniversitesi İİBF Dergisi*, 15 (1): 38-64.
- Barro, R. J. (1999). Notes on Optimal Debt Management. *Journal of Applied Economics*, 1-7.
- Bayraktar, C. (2011). Türkiye'de İç Borçlanmanın Yapısı: 1980-2010 Dönemi. *Hitit Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü Dergisi*, (4): 1-14.
- Bayraktar, Y. (2009). İç Borçlanmanın Ekonomik ve Sosyal Etkileri: 1980 Sonrası Türkiye Deneyimi. *Erciyes Üniversitesi İktisadi ve İdari Bilimler Fakültesi Dergisi*, 34: 285-313.
- Bayraktar, Y. (2010). Kasım 2000- Şubat 2001 Krizi Sonrasında Alınan Önlemlerin Borç Kompozisyonuna Yansımaları. *Süleyman Demirel Üniversitesi İktisadi ve İdari Bilimler Fakültesi Dergisi*, 15 (1) :463-480.
- Berkay, F., & Ağcakaya, S. (2017). Türkiye'de Kamusal Açıkların Finansmanında İç ve Dış Borç Tercihi: 1990- 2015 Dönemi. *AKÜ İİBF Dergisi*, 19 (1): 1-20 .
- Boratav, K. (2011). *Bir Krizin Kısa Hikayesi*. Ankara: Arkadaş Yayınevi.
- Borç ve Risk Yönetiminin Koordinasyonu ve Yürütülmesine İlişkin Esas ve Usuller Hakkında Yönetmelik. (9 Mart 2019). *Borç ve Risk Yönetiminin Koordinasyonu ve Yürütülmesine İlişkin Esas ve Usuller Hakkında Yönetmelik*. Resmi Gazete.
- Borsa İstanbul. (2017). *Sorularla Vadeli İşlem ve Opsiyon Piyasası*. BİST.
- Buchanan, J., & Wagner, R. E. (1967). *Public Dept In A Democratic Society*. Washington, D.C. : American Enterprise Institute For Public Policy Research .
- Budina, N., & Van Wijnbergen, S. (2008). Quantitative Approaches to Fiscal Sustainability Analysis: A Case Study of Turkey since the Crisis of 2001. *The World Bank Economic Review* , 23 (1): 119- 140.

- Bülbül, D., Ejder, H. L., & Sahan, Ö. (2006). Türkiye'de Kamu Borçlarının Kaynakları, Yapısı ve Niteliklerinin Değerlendirilmesi (1990- 2004 Dönemi Analizi). *İ.Ü. Siyasal Bilgiler Fakültesi Dergisi*, 35 :101- 123.
- Cangöz, M. C. (1994). Türkiye'de Dış Borç Sorunu Borçlanma Stratejileri ve Borç Yönetimi. *Ankara Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü Yüksek Lisans Tezi*.
- Cangöz, M. C. (2001). Kamu Mali Yönetiminde Bir Risk Kaynağı: Koşullu Yükümlülükler. *V. Türkiye Finans Eğitimi Sempozyumu*, (s. 1-19). Balıkesir.
- Cangöz, M. C. (2019). Borç Yönetimini Kurumsal Yapısı: Nereye Gidiyoruz? *Türkiye Ekonomi Politikaları Araştırma Vakfı*, (9): 1-8.
- Casio-Pascal, E. (2006). *The Dept Office and The Effective Dept Management Functions: An Institutional and Operational Framework*. New York.
- Ceyhan, M. S. (2005). Türkiye'de Kamu Borçlarının Boyutları ve Karşılaştırılması ile Kamu Borçlanma Gereğinin Temel Nedenleri. *Erzincan Binali Yıldırım Üniversitesi Hukuk Fakültesi Dergisi*, 9 (1): 635- 664.
- Ceylan, B., & Özpençe, Ö. (2020). Ülke CDS Priminin Dış Borçlar Üzerindeki Etkisinin İncelenmesi: Türkiye Örneği. *Uluslararası Ekonomik Araştırmalar Dergisi*, 6 (2): 43-52.
- Cura, S. (2004). 1980 Sonrası Türkiye ve IMF İlişkilerinin Maliye Politikası Boyutlarıyla Değerlendirilmesi. *Yüksek Lisans Tezi*. Manisa: Celal Bayar Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü.
- Cural, M. (2012). *Kalkınma Finansmanında Kamu İç-Dış Borç Yapısı*. İstanbul: İstanbul Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü (Doktora Tezi).
- Cural, M. (2020). Covid-19 Pandemisinin Türkiye'de Borçların Sürdürülebilirliğine Etkileri. H. Kılıçaslan içinde, *Covid-19: Küresel Pandeminin Ekonomik ve Mali Etkileri* (s. 99-117). Ankara : Gazi Kitabevi.
- Çadırcı, Ç. (2022). Türkiye'de Kamu Kesimi İç Borçlarının Gelişimi: 1980 - 2020 Dönem Analizi. *International Social Mentality and Researcher Thinkers Journal*, 8 (55): 212-221.
- Çataloluk, C. (2009). Kamu Borçlanması, Gerçekleşme Biçimi ve Makro Ekonomik Etkileri (Teorik Bir Yaklaşım, Türkiye Örneği). *Balıkesir Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü Dergisi*, 12(21) 240- 258.

- Çevik, N., & Cural, M. (2013). İç Borçlanma, Dış Borçlanma ve Ekonomik Büyüme Arasında Nedensellik İlişkisi:1989-2012 Dönemi Türkiye Örneği. *Maliye Dergisi*, 115-139.
- Çevik, S. (2019). *Kamu Maliyesi*. Konya: Palet Yayınları.
- Çolpan Nart, E. (2015). Dış Borç Yönetimi Açısından Finansal Kriz Riski. *Dokuz Eylül Üniversitesi İktisadi ve İdari Bilimler Fakültesi Dergisi*, 30(2): 71-85.
- Çörtük, O. (2006). *Türkiye- IMF İlişkileri ve İlişkilerin Hesap Bazında İşleyişi*. Ankara: Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası Muhasebe Genel Müdürlüğü (Uzmanlık Yeterlilik Tezi).
- Dağ, M., & Tüğen, K. (2018). Türkiye'de Bütçe Açıklarının Nedenleri ve Finansman Yöntemleri: Dönemsel Bir Değerlendirme. *MCBÜ Sosyal Bilimler Dergisi*, 16 (2): 218- 239.
- Demir, M. (2009). *Türkiye'de Kamu Borçlarının Gelişimi ve Sürdürülebilirliği*. Konya: Çizgi Kitapevi.
- Demir, M., & Sever, E. (2008a). Kamu İç Borçlanmasının Büyüme, Faiz ve Enflasyon Oranı Üzerindeki Etkileri. *Elektronik Sosyal Bilimler Dergisi*, 7(25) :170-196.
- Demir, M., & Sever, E. (2008b). Kamu İç Borçlanmasının Sürdürülebilirliğinde Faiz Dışı Fazla ve Reel Faiz Oranı Değişkenlerinin Etkisi: Türkiye Uygulaması. *İstanbul Üniversitesi İktisat Fakültesi Maliye Araştırma Merkezi Konferansları*, (s. 34- 54). İstanbul.
- Demirhan, H. (2018). Devlet Borçlarının Etkileri. K. Tüğen, H. Egeli, & H. Tandırcıoğlu içinde, *Devlet Borçları* (s. 153-190). İzmir: Kitapana Yayınevi.
- Dokuzoğlu, S. (2019a). Türkiye'de İç Borcun Vade Yapısı ve Borç Yönetimindeki Etkisinin Ampirik Analizi. *Hacettepe Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü Maliye Anabilim Dalı Doktora Tezi*. Ankara.
- Dokuzoğlu, S. (2019b). Türkiye'de İç Borçlanma Vadelerinin Seyri: 1990-2018 Dönemine İlişkin Garch-M Analizi. *Mustafa Kemal Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü Dergisi*, 16(43) : 46-59.
- Easterly, W. (2003). Can Foreign Aid Buy Growth? *Journal of Economic Perspectives*, 17 (3) 23-48.

- Egeli, H. A. (1992). Türkiye'nin Dış Borç Yapısının Analizi (1980- 1990). *Ankara Üniversitesi SBG Dergisi*, 47(3) :124-138.
- Egeli, H., & Egeli, H. A. (2008-1). Bir Geçiş Ekonomisi Olarak Kırgızistan'ın Dış Borçlarının Sürdürülebilirliği. *Sosyoekonomi Dergisi*, 11-26.
- Egeli, H., & Tandırcıoğlu, H. (2009-2). Borç Yönetiminde Patronaj Sorunu. *Sosyoekonomi*, 9-30.
- Eğilmez, M. (2004). *Hazine*. İstanbul: Remzi Kitapevi.
- Eğilmez, M. (2012, Ocak 30). *Kendime Yazılar* . Haziran 27, 2021 tarihinde <https://www.mahfiegilmez.com> adresinden alındı
- Eğilmez, M. (2021a, Nisan 01). *Kendime Yazılar*. 02 12, 2022 tarihinde Dış Borçlar ve Hazine Garantileri: <https://www.mahfiegilmez.com/2021/04/ds-borclar-ve-hazine-garantileri.html> adresinden alındı
- Eğilmez, M. (2021b, Nisan 16). *Hazinenin İç Borçları*. Nisan 17.04.2021, 2021 tarihinde <https://www.mahfiegilmez.com>: <https://www.mahfiegilmez.com/2021/04/hazinenin-ic-borclar.html#more> adresinden alındı
- Eker, A., & Bülbül, D. (2017). *Kamu Maliyesi*. Ankara: Gazi Kitapevi.
- Emek, U. (2021). *Kamu Özel İşbirliklerinde Fırsatlar ve Tehditler?* Ankara: Türmob.
- Emil, F., Yılmaz, H., & Van Rijckeghem, C. (2005). *Kamu Borcu Nasıl Oluşturdu? Bu Noktaya Nasıl Gelindi?* . İstanbul: TESEV.
- Erassa, İ., & Özkanca Andıç, N. (2017). Türkiye'de Kamu Harcamalarının Finansmanı Vergiler İle Mi Yoksa Borçlanma İle Mi Sağlanmaktadır? 2006-2016 Dönemine Ait Bir İnceleme. *Uluslararası İktisadi ve İdari Bilimler Dergisi*, 3(2) : 123-149.
- Erdem, M. (2012). *Devlet Borçları*. Bursa: Ekin Basım Yayın Dağıtım .
- Erdem, N. (2019). Az Gelişmiş Ülkelerde Borç Açmazı. *Mülkiye Dergisi*, 43 (1): 203-2019.
- Erer, E. (2018). Optimal Kamu Borç Yönetimi: Mikro ve Makro Yaklaşım (Doktora Tezi). *Ege Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü*, 1-225.

- Erer, E. (2019). Kamu Borç Yönetimine Mikro Bakış: Optimal Portföy Oluşumu. *Maliye Dergisi*, 177: 276-298.
- Erol, A. (1992). *Ekonomik Etkileri Açısından Türkiye'de Devlet Borçları (1981-1990)*. Ankara: Maliye ve Gümrük Bakanlığı Araştırma, Planlama ve Koordinasyon Kurulu Başkanlığı.
- Eser, L. Y., & Birinci, N. (2014). İç ve Dış Borç Tercihini Etkileyen Faktörler. *Uluslararası Yönetim İktisat ve İşletme Dergisi*, 10(23) : 31-51.
- Evgin, T. (1995). 90'lı Yıllarda İç Borçlarımızın Ekonomik Açidan Değerlendirilmesi. *Ankara Üniversitesi SBF Dergisi* , 50: 210- 220.
- Evgin, T. (1996). Dış Borçlanma ve Dışborçlarımızda Yapılan Düzenlemeler. *Ekonomik Yaklaşım*, 7 (23): 15- 33.
- Fırat, M. (2009). Türkiye'de Borç Yönetimi ve Bir Borç Yönetim Politikası Olarak Borç Yönetim Ofisleri. *ABMYO*, (14):31-49.
- Fırat, M. (2020). Covid-19 Krizi ve IMF Destekli Maliye Politikalarının Gerekliliği. *Ekonomi, İşletme ve Maliye Araştırmaları Dergisi*, 2 (3): 209- 222.
- Göğül Karatay, P. (2016). Dış Borçlanma Çerçevesinde Türkiye Ekonomisi İçin Bir Yatırım Fonksiyonu Modeli (1998- 2014 Dönemi). *Gaziantep University Journal of Social Sciences* , 15 (2): 303- 325.
- Gül, M. (2009). Türkiye'de Belediyelerin Dış Borçlanması. *Sayıştay Dergisi*, 74 : 97- 115 .
- Günay Bekar, A. (2018). Devlet Borçlarının Sınıflandırılması. K. Tüğen, H. Egeli, & H. Tandırcıoğlu içinde, *Devlet Borçları* (s. 49-88). İzmir: Kitapana Yayınevi .
- Gürcihan, B., & Yılmaz, E. (2007). Türkiye’de Kamu Borç Stokunun Yapısı: Orijinal Günah Göstergeleri ve Risk-Dahil Kamu Borç Yüğü. *İktisat İşletme ve Finans*, 22 (251): 1-22 .
- Gürdal, T. (2008). Türkiye'de Faiz Dışı Fazle ve Borçların Sürdürülebilirliği (1975-2007 Dönemi). *Afyon Kocatepe Üniversitesi, İ.İ.B.F. Dergisi*, 5 (2): 417-442.
- Hacaloğlu, H. (2022, 03 23). *Kur Korumalı Mevduat Üç Ayda Ne Getirdi Ne Götürdü?* 03 24, 2022 tarihinde [amerikaninsesi.com](https://www.amerikaninsesi.com/a/kur-korunal%C4%B1-mevduat-): <https://www.amerikaninsesi.com/a/kur-korunal%C4%B1-mevduat->

%C3%BC%C3%A7-ayda-ne-getirdi-ne-g%C3%B6t%C3%BCrd%C3%BC-
/6496619.html adresinden alındı

Hüseyin, Ş. (2020). *Türkiye Ekonomisi*. Bursa: Ezgi Kitapevi.

IMF & World Bank. (2001). *Guidelines for Public Debt Management. Prepared by the Staffs of the International*, 1-37.

İnal, V. (2020). *Türkiye'de Mali Sürdürülebilirlik*. Ankara: Iksad.

İnan, A. (2006). Kamu Borç Yönetiminde Koşullu Yükümlülüklerin Rolü. *Sayıştay Dergisi*, 62: 107 -121.

İnce, M. (2001). *Devlet Borçları ve Türkiye*. Ankara: Gazi Kitapevi.

INTOSAI. (2003). *Public Debt Management and Fiscal Vulnerability Potential Roles for SAls*. INTOSAI Public Debt Committee.

INTOSAI. (2018). *Audit of Public Debt Management A handbook for Supreme Audit Institutions*. INTOSAI.

Işık, H. (2017). Devlet Borçları Ekonomik Büyümeyi Nasıl Etkiler? Bazı Değerlendirmeler. *Hukuk ve İktisat Araştırmaları Dergisi*, 9 (2): 117- 133.

İşleyen, İ. S. (2011). Döviz Kuru Riskini Azaltmanın En Etkin Yolu For-Ward İşlemleri. *Mali Çözüm Dergisi*, Mayıs- Haziran 177- 182.

Johnson, A. (2001). Key Issues For Analysing Domestic Debt Sustainability. *Dept Relief International Ltd*, 1-22.

Kadıköylü, A., & Özpençe, Ö. (2020). Türkiye'de Hazine Borçlanma Limiti. *Karadeniz Uluslararası Bilimsel Dergi*, 47: 309- 326.

Kalaycı, Ş., Aytemiz, L., & Helhel, Y. (2004). İç Borç, faiz, enflasyon ve üretim etkileşimleri: Türkiye Örneği. *İktisat İşletme ve Finans İnceleme - Araştırma*, 80- 87.

Kalenderoğlu, M. (2006). *Kamu Maliyesi Bütçe ve Borçlanma*. Ankara : Agon Bilgi Akademisi.

Kamu Finansmanı ve Borç Yönetiminin Düzenlenmesi Hakkında Kanun, 4749 (24721 Resmi Gazete 3 9, 2002).

Karabudak, Ç. Ö. (2020). Kamu Özek İşbirlikleri Yükümlülükleri Gizli Borç Mu? Küresel Bir Karşılaştırma. *Başkent Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü Muhasebe ve Finansman* . Ankara: Doktora Tezi.

- Karagöl Tanas, E., & Bingöl, A. S. (2013). *Türkiye- IMF İlişkilerinde Yeni Dönem. SETA Analiz.*
- Karagöl, E. T. (2010). Geçmişten Günümüze Türkiye'de Dış Borçlar. *Siyaset, Ekonomi ve Toplum Araştırmaları Vakfı*, 1-29.
- Karataş, F. E. (2015). Türkiye'de Devlet İç Borçlanma Senetleri Piyasası ve Likiditesini Etkileyen Faktörler. *Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası Emisyon Genel Müdürlüğü Uzmanlık Yeterlik Tezi*, 1- 88 .
- Karataş, H. (2019). *Hazine Nakit, Borç ve Risk Yönetimi*. Ankara : Gazi Kitabevi .
- Karatay Göğül, P. (2016). Türkiye'de Mali Sürdürülebilirliğin Yapısal Değişimler Çerçevesinde Analizi (2002- 2015). *Siyaset, Ekonomi ve Yönetim Araştırmaları Dergisi*, 4 (2): 87- 109.
- Kavcıoğlu, Ş. (2013). Yurt Dışı Kaynaklı Krediler ve Türkiye Ekonomisi Üzerine Etkileri. *Marmara Avrupa Araştırma Dergisi*, 21 (1): 139- 166.
- Kayalıdere, G. (2011). Türkiye'nin Maliye Politikalarının Bütçe Kısıtı Teorisi Açısından Sürdürülebilirliği: VAR Analizi. *İstanbul Üniversitesi İktisat Fakültesi Maliye Araştırma Merkezi Konferansları*, 36-60.
- Kazgan, G. (1988). *Ekonomide Dışa Açık Büyüme*. İstanbul: Altın Kitaplar Yayınevi.
- Kazgan, G. (2013). *Tanzimat'tan 21. Yüzyıla Türkiye Ekonomisi*. İstanbul: İstanbul Bilgi Üniversitesi Yayınları.
- Kepenek, Y., & Yentürk, N. (2007). *Türkiye Ekonomisi*. İstanbul: Remzi Kitabevi.
- Kesik, A. (2003). Bütçe Yönetimi ile Borç Yönetiminin Ayrılmasının Konsolide Bütçeye Yansımaları. *XVIII. Türkiye Maliye Sempozyumu*, 89-96.
- Koçak, A. (2009). Küresel Dönemde Türkiye'nin Borç Yapısındaki Dönüşüm. *Maliye Dergisi*, (157) : 65- 84.
- Köstekçi, A., & Yıldız, F. (2020). Türkiye'de Kamu Borç Yönetimi ve Hazine: Tarihsel Süreçte Yapısal ve Kurumsal Dönüşüm. D. Bülbül, & S. E. Gümüş Özuyar içinde, *Türkiye'nin Güncel Mali Yapısı ve Yönetimi: Usuller, Esaslar ve Uygulamaları* (s. 161- 186). İstanbul: Umuttepe Yayınları.
- Küçükkırmı, C. (2017, Aralık). Türkiye'de Yurt Dışı Yerleşiklerin Mülkiyetinde Devlet İç Borçlanma Senetleri ile İkincil Piyasa Faizleri Arasındaki İlişkinin

- İncelenmesi. *Uzmanlık Yeterlilik Tezi*. Ankara: Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası Emisyon Genel Müdürlüğü.
- Magnusson, T. (1999). Legal Arrangements For A Dept Office. *The Swedish National Debt Office*, 2-15.
- Misztal, P. (2021). Public Debt Management and The Country's Financial Stability. *Studia Humana*, 10 (3): 10-18.
- Mutlu, O. Ç. (2006, Eylül). Türkiye'de Dış Borç İstatistiklerinin Derlenmesi ve Dış Borç İşlemlerinin Ödemeler Dengesi İstatistiklerine Yansıtılması. *Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası İstatistik Genel Müdürlüğü*. Ankara: Uzmanlık Yeterlilik Tezi.
- Mutlu, S. (2009). Borç Yönetim Ofisleri ve Türkiye'de Uygulanabilirliği . *Marmara Üniversitesi, Yüksek Lisans Tezi*. İstanbul.
- Oğuz, A. (2019). Türkiye'nin Borç Stoku ve Euro. *Van Yüzüncü Yıl Üniversitesi İktisadi ve İdari Bilimler Fakültesi Dergisi*, 4 (8): 296-309.
- Okamoto, G. (2020, October). Resolving Global Debt: An Urgent Collective Action Cause. Washington, D.C.
- Orhan, O. Z. (1996). *Türkiye'de İç Borç Sorunu ve Çözüm Önerileri*. İstanbul : İstanbul Ticaret Odası.
- Özatay, F. (2020). *Finansal Krizler ve Türkiye*. İstanbul: Doğan Kitap.
- Özbilen, Ş. (2012). *Türkiye'de Kamu İç Borçlanma Sistemi ve Makroekonomik Etkileri*. Ankara : Gazi Kitabevi.
- Özcan, S. E. (2016). Cumhuriyetten Bugüne Türkiye'nin Borç Sorunu. Y. Ed. Odabaşı, & Z. Ed. Yılmaz içinde, *Seçilmiş Göstergelerle Türkiye Ekonomisi* (s. 153- 194). Kütahya: Academia Yayınevi.
- Özçelik, C. (2020). Kamu Borç Yönetimi. B. Açıkgöz içinde, *Devlet Borçları ve Kamu Borç Yönetimi* (s. 75-112). Bursa: Dora Basım Yayım.
- Özkan, Ö. (2009). *Türkiye Ekonomisinde Kamu Kesimi Finansmanındaki İç Borçlanma Yöntemi: 1980- 2008*. Ankara: Vergi Denetmenleri Eğitim Yayınları Serisi :17 .

- Özyıldız, H. (2017, 02 25). *Hakanozyıldız.com*. 03 29, 2022 tarihinde hakanozyıldız.com: <http://www.hakanozyildiz.com/2017/02/mali-disiplin-ne-alemde.html> adresinden alındı
- Panizza, U. (2008). *Domestic and External Public Debt in Developing Countries*. United Nations Conference on Trade and Development (UNCTAD).
- Parasız, İ. (2003). *Türkiye Ekonomisi*. Bursa: Ezgi Kitapevi.
- Parasız, İ., & Eroğlu, İ. (2017). *Tarihsel Süreçte Türkiye Ekonomisi Yapısal Dönüşüm ve Politika Uygulamaları*. Bursa : Ekin Basım Yayın Dağıtım.
- Parlak, N., Köse, H. Ö., & Toprak, M. (2020). Kamu- Özel İşbirliği Modeli ve Türkiye Uygulamaları: Sayıştay Raporları Işığında Uygulama Sonuçlarının Değerlendirilmesi. *Sayıştay Dergisi*, 31 (119): 9-39.
- Pascal, M. (2011). Public Debt Management - Fundamental Component of Public Policy. *CES Working Papers*, 3 (4): 571- 579.
- Pehlivan, N. (2003). Risk Analizine Dayalı Kamu Borç Yönetimi. (M. Ü. Merkezi, Dü.) 18. *Türkiye Maliye Sempozyumu (Ekonomik ve Sosyal Beklentiler)*, (16): 385-417.
- Pınar, A. (2016). *Kamu Maliyesi ve Maliye Politikası*. Ankara : Turhan Kitapevi.
- S. Das, U., Papapioannou, M., Pedras, G., Ahmed, F., & Surti, J. (2010). Managing Public Debt and Its Financial Stability Implications. *International Monetary Fund*, 2-26.
- Sami, B. (2017). Türkiye'nin Kamu Sektörü Borç Trendinin İncelenmesi ve Değerlendirilmesi. *Balıkesir Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü Dergisi*, 20(38):163- 177.
- Saraçoğlu, F. (2002). 1980-2001 Yılları Arasında Türkiye'de İç Borçların Yapısal Gelişimi Ve Değerlendirilmesi. *Ekonomik Yaklaşım Dergisi*, 45(13) 56-81.
- Sarı, M. (2004). *Dış Borç Yönetimi ve Türkiye Uygulamaları*. Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası. Ankara: Uzmanlık Yeterlilik Tezi.
- Sekmen, T., Doğan, E., & Topuz, S. G. (2020). Türkiye'de Kamu İç Borcunun Finansal Gelişme Üzerindeki Dışlama Etkisi. *Journal of Yasar University*, 15 (59): 544- 559 .

- Selik, M. (1961). İktisadi Gelişme- Sermaye İhtiyacı ve Yabancı Sermaye. *Ankara Üniversitesi SBF Dergisi*, 16 (4): 13-30.
- Sertkaya, B., & Baş, S. (2021). Covid-19 Salgınının Türkiye Ekonomisi Üzerine Etkileri: Riskler ve Olası Senaryolar. *Dicle Üniversitesi İktisadi ve İdari Bilimler Fakültesi Dergisi*, 11 (21): 147 - 167.
- Seyidoğlu, H. (2007). *Uluslararası İktisat Teori Politika ve Uygulama*. İstanbul: Güzem Can Yayınları .
- Silva, A. C., Anderson, P. R., & Velandia- Rubiano, A. (2010). *Public Dept Management in Emerging Market Economies Has This Time Been Different?* Washington, D.C.: World Bank Group.
- Stiglitz, J. E. (2017). *Stiglitz Raporu Küresel Kriz Parasal ve Mali Reform Önerileri*. (E. Aksan, Çev.) Ankara: Akılçelen Kitapları.
- Storkey, I. (2001). Sovereign Debt Management: A Risk Management Focus. *The Finance and Treasury Professional*, 7-10.
- Sugözü, İ. H. (2009). Türkiye'de İç Boşlanma Ödenebilirliği ve Tahkimler(1990-2000). *KMU İİBF Dergisi*, 11(17): 70-82.
- Sugözü, İ. H. (2010). *Devlet Borçları IMF- Dünya Bankası ve Türkiye*. Ankara : Nobel Yayın Dağıtım .
- Susam, N. (2005). Türkiye'de Devlet İç Borçlarının İç Borçlanma Senetleri Faiz Oranları ile İlişkisi: 1990-2004 Granger Nedensellik Testi. *İstanbul Üniversitesi İktisat Fakültesi Maliye Araştırma Merkezi Konferansları*, (s. 88- 105). İstanbul.
- Şahin, H. (2020). *Türkiye Ekonomisi*. Bursa : Ezgi Kitapevi.
- Şeker, M. (2006-1, Ocak- Haziran). Dış Borçlanmaya Teorik Bir Bakış ve Dış Borçların Ekonomik Etkileri. *Sosyoekonomi*, 74-92.
- Şen, H., Yardımcıoğlu, H., & Kar, M. (2007). Türkiye'de İç Borçların Gelişimi ve Yönetimi. E. Ay içinde, *Türkiye Ekonomisi: Makroekonomik Sorunlar ve Çözüm Önerileri* (s. 227-268). Konya: Çizgi Yayınları.
- Şen, S., & Tokathoğlu, M. (2020). Kamu Maliyesinde Bir Risk Unsuru Olarak Koşullu Yükümlülükler: Türkiye Örneği. *Sosyoekonomi Dergisi*, 28 (44): 215- 236.

- T.C. Başbakanlık Hazine Müsteşarlığı. (2003). *Kamu Borç Yönetimi Raporu*. Ankara.
- T.C. Başbakanlık Hazine Müsteşarlığı. (2004). *Kamu Borç Yönetimi Raporu*. Ankara.
- T.C. Başbakanlık Hazine Müsteşarlığı. (2008). *Kamu Borç Yönetimi Raporu*. Ankara.
- T.C. Başbakanlık Hazine Müsteşarlığı. (2010). *Kamu Borç Yönetimi Raporu*. Ankara.
- T.C. Başbakanlık Hazine Müsteşarlığı. (2014). *Kamu Borç Yönetimi Raporu*. Ankara.
- T.C. Başbakanlık Hazine Müsteşarlığı. (2015). *Kamu Borç Yönetimi Raporu*. Ankara.
- T.C. Başbakanlık Hazine Müsteşarlığı. (2016). *Kamu Borç Yönetimi Raporu*. Ankara.
- T.C. Cumhurbaşkanlığı Strateji ve Bütçe Başkanlığı. (2020). *Yıllık Ekonomik Rapor*. Ankara .
- T.C. Cumhurbaşkanlığı Strateji ve Bütçe Başkanlığı. (2021). <https://www.sbb.gov.tr/>. 03 26, 2022 tarihinde <https://www.sbb.gov.tr/>: <https://www.sbb.gov.tr/koi-gostergeleri/> adresinden alındı
- T.C. Hazine ve Maliye Bakanlığı. (2008). *Yıllık Kamu Borç Yönetimi Raporu* . Ankara .
- T.C. Hazine ve Maliye Bakanlığı. (2019a). *Kamu Borç Yönetimi Raporu*. Ankara.
- T.C. Hazine ve Maliye Bakanlığı. (2019b). *Ekonomik Göstergeler*. Ankara: Gelir Düzenlemeleri Genel Müdürlüğü.
- T.C. Hazine ve Maliye Bakanlığı. (2020). *Kamu Borç Yönetimi Raporu*.
- T.C. Hazine ve Maliye Bakanlığı. (2021a). *Kamu Borç Yönetimi Raporu*. Ankara.
- T.C. Hazine ve Maliye Bakanlığı. (2021b). *Kamu Net Borç Stoku İstatistikleri*.
- T.C. Hazine ve Maliye Bakanlığı. (2021c). *Merkezi Yönetim İç Borç Stokunun Elinde Bulunduranlara Göre Dağılımı*.
- T.C. Hazine ve Maliye Bakanlığı. (2021d). *Merkezi Yönetim Borç Servisi*. T.C. Hazine ve Maliye Bakanlığı.

- T.C. Hazine ve Maliye Bakanlığı. (2021e). *Merkezi Yönetim İç Borç İstatistikleri*. T.C. Hazine ve Maliye Bakanlığı.
- T.C. Hazine ve Maliye Bakanlığı. (2021f). *Türkiye Brüt Dış Borç Stoku*. Ankara.
- T.C. Hazine ve Maliye Bakanlığı. (2021g). *Kamu Finansmanı İstatistikleri Merkezi Yönetim Borç Servisi*. <https://www.hmb.gov.tr/kamu-finansmani-istatistikleri>. adresinden alındı
- T.C. Hazine ve Maliye Bakanlığı. (2021h). *Borç Göstergeleri*. Ankara.
- T.C. Hazine ve Maliye Bakanlığı. (2022). *Hazine ve Maliye Bakanlığı Kamu Finansmanı Hakkında*. Şubat 21, 2022 tarihinde Kamu Finansmanı: <https://www.hmb.gov.tr/kamu-finansmani-genel-mudurlugu-hakkinda> adresinden alındı
- T.C. Hazine ve Maliye Bakanlığı. (2022a). *Borçlanma Genel Müdürlüğü*. 03 28, 2022 tarihinde İstatistikler: <https://www.hmb.gov.tr/borclanma-genel-mudurlugu-istatistikler> adresinden alındı
- T.C. Hazine ve Maliye Bakanlığı. (2022b). *Merkezi Yönetim Dış Borç Stoku İstatistikleri*. Ankara.
- T.C. Hazine ve Maliye Bakanlığı. (2022c). *Aylık Kamu Borç Yönetimi Raporu*. Ankara.
- T.C. Hazine ve Maliye Bakanlığı. (2022d). *10 Soruda Kur Korumalı TL Mevduat Hesabı*. Ankara.
- T.C. İş Bankası. (2021). *Dünya ve Türkiye Ekonomisindeki Gelişmeler*. T.C. İş Bankası.
- T.C. Kalkınma Bakanlığı. (2012). *Orta Vadeli Program 2013 -2015*. Ankara .
- T.C. Merkez Bankası. (2003). *2002 Yıllık Rapor* . Ankara .
- T.C. Merkez Bankası. (2006). *2005 Yıllık Rapor* . Ankara.
- T.C. Merkez Bankası. (2011). *TCMB Aralık Ayı Bülteni*. Ankara.
- T.C. Merkez Bankası. (2018). *Enflasyon Raporu*. Ankara.
- T.C. Merkez Bankası. (Kasım 2020). *Finansal İstikrar Raporu Makroekonomik Görünüm*. Ankara.
- T.C. Resmi Gazete. (2021, Aralık 21). *Türk Lirası Mevduat ve Katılma Hesaplarına Dönüşümün Desteklenmesi Hakkında Tebliğ*.

- T.C. Resmi Gazete, 24721. (2002, 03 28). 4749 Sayılı Kamu Finansmanı ve Borç Yönetiminin Düzenlenmesi Hakkında Kanun.
- T.C.Başbakanlık Hazine Müsteşarlığı. (2012). *Kamu Borç Yönetimi Raporu*. Ankara .
- T.C.Başbakanlık Hazine Müsteşarlığı. (2013). *Kamu Borç Yönetimi Raporu* . Ankara.
- T.C.Başbakanlık Hazine Müsteşarlığı. (2018). *Kamu Borç Yönetimi Raporu*. Ankara.
- T.C.Hazine ve Maliye Bakanlığı. (2011). *Kamu Borç Yönetimi Raporu*. Ankara.
- Tandırcıoğlu, H. (2020). Etkin Bir Borç Yönetimi Sağlanmasında Risk Yönetiminin Önemi. *Manisa Celal Bayar Üniversitesi İİBF Dergisi*, 7 (1): 52- 68.
- Taşar, M. O. (1999). Az Gelişmiş Ekonomilerde Dış Borçlanma ve Türkiye Açısından Bir Değerlendirme. *Selçuk Üniversitesi Hukuk Fakültesi Dergisi*, 7(1-2) : 331-347.
- Tempelman, J. H. (2007). James M. Buchanan on Public-Dept Finance. *The Independent Review* , 11(3): 435- 449.
- Tezel, M. (2020). Covid-19 Pandemisinin Ekonomi- Politikliği. G. Ed. Ak, & Ü. Ed. Yılmaz içinde, *Covid-19 Pandemisinden Öğrendiklerimiz, Gelecek Öngörülleri ve Yarının Planlanması*. TÜSAD Eğitim Kitapları Serisi.
- Toprak, D. (2010). Türkiye'de Kriz Dönemlerinde Borçların Seyri: 1994 ve 2001 Krizi. *Süleyman Demirel Üniversitesi Vizyoner Dergisi*, 2(2) : 1-14.
- Torun, M. (1997). Türkiye'de Dış Borçlanma Sorunu ve Dış Borçlanmada Çözüm (Dış Borç Yönetimi). *Yüksek Lisans Tezi*. İstanbul Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü .
- Turan, N. (2013). Kamu Borcunun Tanımı: Borç İstatistikleri Açısından Önemi, Mevcut Durum, Sorunlar ve Türkiye Uygulaması. *Maliye Dergisi*, (164) :166-182.
- Turan, N. (2014). Mali Şeffaflık ve Kamu Mali İstatistikleri Açısından Koşullu Yükümlülüklere Bakış. *Sayıştay Dergisi*, 95: 5-27.
- Turhan, Ş. (2022, 03 22). *KKM'ye İlk Giren Kazançlı Çıktı, İlginin Süreceği Meçhul!*
- 03 24, 2022 tarihinde www.dunya.com:

<https://www.dunya.com/ekonomi/kkmye-ilk-giren-kazancli-cikti-ilginin-surecegi-mechul-haberi-652618> adresinden alındı

- Tüğen, K. (2018). Kavramsal Boyutlarıyla Devlet Borçlanması. K. Tüğen, H. Egeli, & H. Tandırcıoğlu içinde, *Devlet Borçları* (s. 13-47). İzmir: Kitapana Yayınevi.
- Türk Akademisi Siyasi Sosyal Stratejik Araştırmalar Vakfı. (2017). *Kamu- Özel İşbirliği Projeleri: Türkiye ve Diğer Ülke Örnekleri*. Ankara: TASAV Ekonomi Araştırma Merkezi.
- Türk, İ. (1999). *Kamu Maliyesi*. Ankara: Gim Matbaası.
- Türkal, H. (2020). Borç Yönetimi: Türkiye Üzerine Bir İnceleme. *Akademik Araştırmalar ve Çalışmalar Dergisi*, 12(22): 151- 163.
- Türkiye Cumhuriyeti Cumhurbaşkanlığı Strateji ve Bütçe Geliştirme Başkanlığı. (2006). *2006 Yılı Katılım Öncesi Ekonomik Program*. Ankara.
- Türkiye Ekonomi Politikaları Araştırma Vakfı. (2020). *Merkezi Yönetim Bütçesinin Görünümü: COVID-19 Etkisi, 2020 ve Sonrasına Bakış*. Türkiye Ekonomi Politikaları Araştırma Vakfı.
- Türkiye Odalar ve Borsalar Birliği. (2014). *Ekonomik Rapor 2013*. TOBB.
- Türkiye Odalar ve Borsalar Birliği. (2021). *2020 Ekonomik Rapor*. TOBB.
- Türkiye Sermaye Piyasaları Birliği. (2003). *2002 Yıllık Yayınlar Türkiye Ekonomisi*. İstanbul.
- Türkiye Sermaye Piyasaları Birliği. (2005). *Türkiye Sermaye Piyasası Raporu Türkiye Ekonomisi*. Ankara .
- Türkiye Sermaye Piyasaları Birliği. (2009). *2008 Yıllık Rapor Türkiye Ekonomisi*. İstanbul.
- Türkiye Sermaye Piyasası. (2021). *2020 Ekonomi Yıllık Rapor*. İstanbul.
- TÜRMÖB. (2019). *Ekonomik Rapor*.
- TÜSİAD. (2021). *2021 Türkiye Ekonomisi*.
- Uğurlu, E. N. (2021). Döviz Kuru Politikalarının Ekonomi Politikası. *Çalışma ve Toplum*, 4 (71): 2955- 2978.
- Ulusoy, A. (2009). *Devlet Borçlanması*. Trabzon: Celepler Matbaacılık.

- Ulusoy, A., & Cural, M. (2006). Türkiye'de 1980 Sonrası Dönemde İç Borçların Sürdürülebilirliği. *ZKÜ Sosyal Bilimler Dergisi*, 2 (4): 1-21.
- Ulusoy, A., & Erdem, H. F. (2014). İç Borçlanma ve Enflasyon Etkileşimi. *Yönetim ve Ekonomi Araştırmaları Dergisi*, (22) : 122-135.
- Ulusoy, A., & Kara, D. (2017). Kamu Borç Yönetiminin Maliye ve Para Politikası ile Uyum Sorunu: Türkiye Pratiği. *Maliye Araştırmaları*, 3(1): 29-38.
- Ulusoy, A., Karakurt, B., & Ela, M. (2015). Borç Deflasyonu: Teorinin Gelişimi ve Avrupa'da Borç Deflasyonuna İlişkin Değerlendirmeler. *Uluslararası Yönetim İktisat ve İşletme Dergisi*, 11 (26): 1- 28.
- UNCTAD. (2020). *From the Great Lockdown to the Great Meltdown Developing Country Debt in the Time of Covid-19*. Geneva.
- Uyar, F. (2004). *Türev Araçların İşlem Gördüğü Tezgah Üstü Piyasaların Düzenlenmesi*. Ankara: Sermaye Piyasası Kurulu.
- Uysal, M. C. (2019). Türkiye'de İç Borç Yönetiminde Piyasa Yapıcılığı Sistemi ve Borçlanma Maliyetleri Üzerine Etkileri. *Uluslararası Yönetim Akademisi Dergisi*, 2 (3): 583- 597.
- Ünlü, N., & Armutçuoğlu Tekin, H. (2020). Düünden Bugüne Türkiye'de Dış Borçlanma. Ş. Ed. Karabulut içinde, *Kamu Politikalarında Mali ve İktisadi Yapıdaki Dönüşüm: Yerelden Globale Teori, Beklentiler ve Uygulama* (s. 165- 187). Ankara: Gazi Kitabevi.
- Ünsal, H. (2003). Türkiye'de Finansal Serbestleşme Sürecinde İç Borçlanma ve Sermaye Piyasası Üzerine Etkileri. *G.Ü. İİBF Dergisi*, 191-205.
- Vardar, E. (2007, Haziran). Türkiye'de İç Borçlanmanın Gelişimi (Uzmanlık Yeterlilik Tezi) . *Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası Piyasalar Genel Müdürlüğü* . Ankara: (Uzmanlık Yeterlilik Tezi) .
- Vurucu Demir, M. (2004). *4749 Sayılı Kamu Finansmanı ve Borç Yönetiminin Düzenlenmesi Hakkında Kanunun Getirdiği Yenilikler, Önceki Mevzuat ile Karşılaştırılması*. Ankara: Maliye Bakanlığı Bütçe ve Mali Kontrol Genel Müdürlüğü.
- Wagner, R. E. (2013). James Buchanan's Public Debt Theory: A Rational Reconstruction. *Department of Economics*, 3G4, 1-21.

- Wheeler, G. (2004). Sound Practice in Government Debt Management. *Washington DC: The World Bank*, 1-211.
- worldgovernmentbonds.com*. (2022, 07 03).
<http://www.worldgovernmentbonds.com/>:
<http://www.worldgovernmentbonds.com/cds-historical-data/turkey/5-years/>
adresinden alındı
- Yaşar, M. (1971). *Devlet Borçları*. İstanbul: Sermet Matbaası.
- Yavuz, H. H. (2009). Kamu Borç Yönetiminde Yabancı Para Cinsinden Borçlanmanın Etkileri: Türkiye Örneği. *Maliye Dergisi*, 277-292.
- Yazıcı, G. (1993). Dış Borç Yönetimi. *İstanbul Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü Doktora Tezi*. İstanbul.
- Yeldan, E. (2004/1). Türkiye Ekonomisi'nde Dış Borç Sorunu ve Kalkınma Stratejileri Açısından Analizi. *Çalışma ve Toplum*, 1-29.
- Yenisu, E. (2020). Türkiye'de Dış Borçlar Sürdürülebilir mi? ARIMA Modeli. *Afyon Kocatepe Üniversitesi Sosyal Bilimler Dergisi* , 22 (1): 195 -213.
- Yereli, A. B., Ünal, M., & Yalçın, S. (2009). Türkiye'de 2001 Krizi ile 2008 Küresel Mali Krizi Arasında Hazine Garantili Dış Borçların Gelişimi. *Akademik Bakış*, 5 (54): 15- 30.
- Yıldırım, K., & Özcan, S. E. (2011). Bütçe Açıklarının Sürdürülebilirliği: 1970:2005 Türkiye Örneği. *Dumlupınar Üniversitesi Sosyal Bilimler Dergisi*, 30: 39-50.
- Yıldız, F. (2014). Türkiye'de 1990- 2012 Döneminde Kamu Borç Yönetimi ve Kamu Borç Yapısındaki Değişim Üzerine Bir İnceleme. *Sakarya İktisat Dergisi*, 3 (4): 67- 104.
- Yıldız, F. (2019). Türkiye'de 2002- 2016 Döneminde Bütçe Açıkları ve Kamu Borçlarının Seyri. F. Yıldız, & G. Tuncer içinde, *Güncel Gelişmeler Perspektifinden Kamu Maliyesinde Seçme Konular*. Ankara: Savaş Yayınevi.
- Yılmaz A., G., & Yılmaz, A. (2007). *Türkiye'de Borç Sarmalı ve Makro Ekonomik İstikrar*. İstanbul: Arıkan Basım Yayım Dağıtım .
- Yılmaz, B. E. (2018). Domestic Original Sin in Public Debt Management: The Case of Turkey (1996-2016). *Akdeniz İ.İ.B.F. Dergisi*, 38: 240- 256.

- Yılmaz, B. E. (2005). Kamu Borç Yönetiminde Piyasa Yapıcılığı Sistemi. *İstanbul Üniversitesi İktisat Fakültesi Maliye Araştırma Merkezi Konferansları*, 47: 58-85.
- Yılmaz, B. E. (2010). *Devlet Borçları*. İstanbul: İstanbul Üniversitesi Açık ve Uzaktan Eğitim Fakültesi.
- Yılmaz, B. E. (2013). *Küresel Krizin Avrupa'da Borç Çıkmazı'na Dönüşümü*. İstanbul: Derin Yayınları.
- Yılmaz, B. E. (2015). *Borç Çıkmazı*. İstanbul: Derin Yayınları.
- Yılmaz, E. B. (2021, 06 17). *binhanelifyilmaz.com*. 03 31, 2022 tarihinde TCMB Faiz Kararları ve DİBS Getirileri: <https://www.binhanelifyilmaz.com/tcmb-faiz-karari-ve-dibs-getirileri-2/> adresinden alındı
- Yılmaz, E. B. (2022, 03 11). <https://www.binhanelifyilmaz.com/>. 03 25, 2022 tarihinde <https://www.binhanelifyilmaz.com/varlik-fonu-kamu-bankalari/> adresinden alındı
- Yılmaz, E. B., & Cural, M. (2010). Türkiye'de İç Borçlanmadaki Değişimi Belirleyen Faktörlere Yönelik Bir Regrasyon Analizi Çalışması: 1975-2010. *İstanbul Üniversitesi İktisat Fakültesi Maliye Araştırma Merkezleri Konferansları*, (s. (54) 1-22). İstanbul.
- Yılmaz, F. (2003). *Osmanlı'dan Cumhuriyete Dış Borçlar*. Ankara : Berikan Elektronik Basım Yayın .
- Yurdadoğ, V., Akça, H., & Albayrak, M. (2021). 2000 Sonrası Dönemde Türkiye'de İç ve Dış Borç Yapısının Analizi. *Çukurova Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü Dergisi*, 30 (3): 88-101.
- Yurt, E. (2008). Türkiye'nin Dış Borçlarının Gelişimi ve Sürdürülebilirliği. *Öneri Dergisi*, 8(29): 159- 176.
- Yüksel, B. (2018). *Türkiye'de Kamu Borçları ve Sürdürülebilirlik Açmazı*. Ankara: Nobel Akademik Yayıncılık .
- Zerenler, M. (2003). Devletin Dış Borçlanmasının Türkiye Ekonomisi Üzerine Etkileri. *SÜ İİBF Sosyal ve Ekonomik Araştırmalar Dergisi*, 3(5): 186-214.