



**KAMU BORÇ YÖNETİMİNDE ETKİNLİĞİN OECD ÜLKELERİNİN
MAKROEKONOMİK PERFORMANSINA ETKİSİ**

(Doktora Tezi)

Ahmet KÖSTEKÇİ

Kütahya – 2019

T.C.
KÜTAHYA DUMLUPINAR ÜNİVERSİTESİ
SOSYAL BİLİMLER ENSTİTÜSÜ
Maliye Anabilim Dalı

Doktora Tezi

**KAMU BORÇ YÖNETİMİNDE ETKİNLİĞİN OECD
ÜLKELERİNİN MAKROEKONOMİK
PERFORMANSINA ETKİSİ**

Danışman:

Doç. Dr. Fazlı YILDIZ

Hazırlayan:

Ahmet KÖSTEKÇİ

Kütahya – 2019

Kabul ve Onay

Sosyal Bilimler Enstitüsü Müdürlüğüne,

Bu çalışma, jürimiz tarafından Maliye Anabilim/Anasanat Dalında DOKTORA TEZİ ÇALIŞMA RAPORU olarak kabul edilmiştir.

Başkan.....

Prof. Dr. Selami SEZGİN

Üye.....

Prof. Dr. Ali ŞEN

Üye.....

Doç. Dr. Fazlı YILDIZ

Üye.....

Dr. Öğr. Üyesi Abdunnur YILDIZ

Üye.....

Dr. Öğr. Üyesi Güner TUNCER

Onay

Yukarıdaki imzaların, adı geçen öğretim üyelerine ait olduğunu onaylarım.

İmza

Doç. Dr. Ayhan KAHRAMAN

Enstitü Müdürü

Bilimsel Etik Bildirimi

Doktora tezi olarak hazırladığım “Kamu Borç Yönetiminde Etkinliğin OECD Ülkelerinin Makroekonomik Performansına Etkisi” adlı çalışmanın öneri aşamasından sonuçlandığı aşamaya kadar geçen süreçte bilimsel etiğe ve akademik kurallara özenle uyduğumu, tez içindeki tüm bilgileri bilimsel ahlak ve gelenek çerçevesinde elde ettiğimi, tez yazım kurallarına uygun olarak hazırladığımı, bu çalışmamda doğrudan veya dolaylı olarak yaptığım her alıntıya kaynak gösterdiğimi ve yararlandığım eserlerin kaynakçada gösterilenlerden oluştuğunu beyan ederim.

...../...../2019

Ahmet KÖSTEKÇİ

Özgeçmiş

20.09.1991 tarihinde Bitlis'in Adilcevaz İlçesinde doğdu. Eğitim hayatına Yukarı Süphan Köyü İlk Öğretim Okulunda Başladı. 2003-2007 yılları arasında lise eğitimini Bitlis Anadolu Lisesi'nde tamamladı. 2007 yılında Adnan Menderes Üniversitesi Nazilli İktisadi ve İdari Bilimler Fakültesi Maliye Bölümü'nde başladığı lisans eğitimini 2011 yılında tamamlayıp aynı yılın güz döneminde Dumlupınar Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü Maliye Anabilim Dalı'nda yüksek lisans eğitimine başladı. 2012-2013 eğitim döneminde Erasmus Programı kapsamında Polonya'da Wroclaw Üniversitesi'nde bir yıl süreyle eğitim gördü. 2014 yılında yüksek lisans eğitimini tamamlayıp aynı yıl Dumlupınar Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü Maliye Anabilim Dalı'na doktora programına kabul edildi. 2015 yılından itibaren Fırat Üniversitesi İktisadi ve İdari Bilimler Fakültesi Maliye Bölümü'nde araştırma görevlisi olarak çalışmaktadır. Evli ve bir çocuk babasıdır.

ÖZET

KAMU BORÇ YÖNETİMİNDE ETKİNLİĞİN OECD ÜLKELERİNİN MAKROEKONOMİK PERFORMANSINA ETKİSİ

KÖSTEKÇİ, Ahmet

Doktora Tezi, Maliye Anabilim Dalı

Tez Danışmanı: Doç. Dr. Fazlı YILDIZ

Nisan, 2019, 316 sayfa

Küreselleşme sonrası sermaye hareketlerinin serbestleşmesi, kamu borç portföyünün risklere karşı duyarlılığını arttırarak makroekonomik denge üzerinde bir risk oluşturmıştır. Ekonomik ve finansal istikrarsızlıkları tetikleyen böylesi bir yapı, kamu borç yönetiminde daha profesyonel ve etkin bir yaklaşım sergileme çabalarını teşvik etmiştir. Kamu borç yönetiminde etkinlik, kamunun finansman ihtiyacını düşük maliyet ve kontrol edilebilir risk düzeyinde karşılamak amacıyla oluşturulan strateji geliştirme ve yürütme sürecidir. Etkinlikten uzak ve yasal bir çerçeveye oturtulmayan borç yönetimi politikalarının varlığı kamu maliyesi üzerinde baskı yaratırken, artan borçlanma eğilimi ise makroekonomik dengede bozulmalara yol açmaktadır.

Bu çalışmada, 35 OECD ülkesi için 1995-2017 ve 26 OECD ülkesi için 2004-2017 dönemleri baz alınarak kamu borç yönetiminde etkinlik kriterlerinin makroekonomik performans üzerindeki etkisi panel veri analizi ile incelenmiştir. Ekonometrik analiz sonuçlarına göre, kamu borç yükündeki artışın ekonomik büyümeyi negatif etkilediği, işsizlik, enflasyon ve bütçe açığını ise arttırdığı tespit edilmiştir. Ekonomik büyüme üzerinde pozitif bir etki yaratan faiz yükündeki artış, enflasyonu düşürücü yönde bir baskı yaratırken işsizlik oranı ve bütçe açığını arttırmıştır. İşsizlik hariç diğer tüm makroekonomik göstergeler ile istatistiksel olarak anlamlı bir ilişkiye sahip olmayan kamu borçlanmasında uzun vadeli faiz oranları ve işsizlik ilişkisine bakıldığında, uzun vadeli faiz oranlarındaki artışın işsizlik üzerinde azaltıcı etkisi tespit edilmiştir. Borçlanmada kısa vadeli faiz oranları ile makroekonomik göstergeler arasındaki ilişkiye bakıldığında kısa vadeli faiz oranlarındaki artışın enflasyon ile bütçe açığını arttırdığı, ekonomik büyümeyi negatif etkilediği ve işsizliği düşürdüğü sonucuna ulaşılmıştır. Kamu dış borç yükü ile makroekonomik göstergeler arasında anlamlı bir ilişki bulunmamış ve bütçe dengesindeki iyileşmenin büyüme ve istihdamı pozitif etkilediği görülmüştür. Ayrıca, Dumitrescu ve Hurlin (2012) panel Granger nedensellik testinden elde edilen bulgular, değişkenler arasında tek ve çift yönlü nedensellik ilişkisinin varlığını göstermiştir.

Anahtar Kelimeler: Kamu Borç Yönetimi, Borç Yönetiminde Etkinlik, Panel Veri Analizi, Makroekonomik Performans Göstergeleri

ABSTRACT**THE IMPACT OF EFFICIENCY IN PUBLIC DEBT MANAGEMENT ON
MACROECONOMIC PERFORMANCE OF OECD COUNTRIES****KÖSTEKÇİ, Ahmet****PhD. Thesis, Department of Public Finance****Thesis supervisor: Assoc. Prof. Dr. Fazlı YILDIZ****April, 2019, 316 pages**

Deregulation of capital flows following globalization has increased the risk exposure of public debt portfolio, and posed a risk on macroeconomic balance. Such a structure triggering economic and financial instability has encouraged efforts to take a more professional and effective approach in public debt management. The efficiency in public debt management is a process of strategy development and executive to meet public sector financial needs at low cost and controllable risk level. While the existence of debt management policies which are inefficient and non-legal within framework creating pressure on public finance, the growing borrowing trend leads to disruption in macroeconomic balance.

The study examined the impact of efficiency in public debt management on macroeconomic performance based on the periods 1995-2017 for 35 OECD countries and 2004-2017 for 26 OECD countries by using panel data analysis. As result of econometric analysis, the study found that increase in public debt burden affected growth in a negative way, and increased unemployment, inflation and budget deficit. On the other hand, increase in interest burden that has a positive impact on growth created a pressure to reduce inflation while increasing unemployment rate and budget deficit. When the study analyzed the relationship between unemployment and long term interest rates in public borrowing which had no statistically significant relationship with all macroeconomic indicators except unemployment, it found that increase in long term interest rates reduced unemployment. As for the relationship between macroeconomic indicators and short term interest rates in borrowing, the study came to the conclusion that an increase in short term interest rates pushed up inflation and budget deficit, had a negative effect on economic growth, and decreased unemployment. There was no significant relationship between public external debt burden and macroeconomic indicators, and improvement in budget balance had a positive impact on growth and employment. Also, findings obtained from the panel Granger causality test of Dumitrescu and Hurlin (2012) demonstrated the existence of unilateral and bilateral causality relationship between the variables.

Keywords: Public Debt Management, Efficiency in Debt Management, Panel Data Analysis, Macroeconomic Performance Indicators

ÖNSÖZ

Bu çalışmanın konusunun belirlenmesinden sonuçlandırılmasına kadar geçen uzun ve yorucu süreçte beni bilgi ve tecrübeleri ile yönlendiren, doktora süreci boyunca desteğini esirgemeyen tez danışmanım Doç. Dr. Fazlı YILDIZ başta olmak üzere, araştırmanın başlangıcından sonuna kadar beni destekleyen ve tez izleme jürimde yer alan Prof. Dr. Ali ŞEN ve Dr. Öğr. Üyesi Güner TUNCER ile tez savunma jürimde yer alarak bu unvanı bana layık gören Prof. Dr. Selami SEZGİN ve değerli Bölüm Başkanım Dr. Öğr. Üyesi Abdunnur YILDIZ ‘a teşekkür ederim.

Ayrıca bu zorlu çalışma sürecinde çok fazla vakit ayıramadığım, buna karşın beni her zaman motive eden eşime ve biricik kızım Beril Afra’ya ve hayatım boyunca hem maddi ve manevi destekleri, hem de bana olan güvenleri nedeniyle her zaman yanımda olan aileme teşekkürü bir borç bilirim.

İÇİNDEKİLER

Sayfa

ÖZET.....	v
ABSTRACT	vi
ÖNSÖZ.....	vii
İÇİNDEKİLER	viii
TABLolar LİSTESİ.....	xi
ŞEKİLLER LİSTESİ.....	xiv
KISALTMALAR	xv
GİRİŞ	1

BİRİNCİ BÖLÜM KAMU BORÇ YÖNETİMİNİN KAVRAMSAL ÇERÇEVESİ

1.1. KAMU BORÇ YÖNETİMİNİN KAPSAMI VE TANIMI	8
1.2. KAMU BORÇ YÖNETİM FAKTÖRLERİ	13
1.2.1. Borcun Miktarı	13
1.2.2. Borcun Bileşimi.....	15
1.3. KAMU BORÇ YÖNETİMİNİN AMAÇLARI.....	17
1.3.1. Mali Amaçlar.....	19
1.3.2. Ekonomik Amaçlar	20
1.3.3. Finansal Amaçlar.....	24
1.3.4. Diğer Amaçlar	29
1.4. KAMU BORÇ YÖNETİMİNİN FONKSİYONLARI.....	34
1.4.1. İdari Borç Yönetim Fonksiyonları	35
1.4.2. Operasyonel Borç Yönetim Fonksiyonları.....	37
1.4.3. Diğer Fonksiyonlar.....	42
1.5. KAMU BORÇ YÖNETİMİNİN İLKELERİ	43
1.5.1. Temel İlkeler	43
1.5.2. Stockholm İlkeleri	48
1.6. KAMU BORÇ YÖNETİMİNİN KURUMSAL YAPISI	51
1.6.1. Maliye Bakanlığı Bünyesinde Yapılanma.....	53
1.6.2. Merkez Bankası Bünyesinde Yapılanma	55
1.6.3. Borç Yönetim Ofisleri Olarak Yapılanma	57
1.6.3.1. Ön Ofis (Front Office).....	63
1.6.3.2. Orta Ofis (Middle Office)	64

1.6.3.3. Arka Ofis (Back Office).....	66
1.7. KAMU BORÇ YÖNETİMİNDE RİSK YÖNETİMİ	68
1.7.1. Kamu Borç Yönetiminde Risk Kavramı ve Risk Yönetiminin Aşamaları	69
1.7.2. Kamu Borç Yönetiminde Risk Türleri	72
1.7.2.1. Piyasa Riski	72
1.7.2.2. Likidite Riski.....	76
1.7.2.3. Borç Çevirme Riski.....	77
1.7.2.4. Kredi Riski	78
1.7.2.5. Operasyonel Risk	80
1.7.2.6. Politik Risk.....	83
1.7.2.7. Bütçe Riski (Mali Risk)	85
1.7.2.8. Yapısal Risk	85
1.7.2.9. Sistemik Risk	87
1.7.2.10. İtibar ve Stratejik Risk.....	94

İKİNCİ BÖLÜM

KAMU BORÇ YÖNETİMİNDE ETKİNLİK VE TÜRKİYE İLE SEÇİLMİŞ OECD ÜLKELERİNDE KAMU BORÇ YÖNETİMİ

2.1. KAMU BORÇ YÖNETİMİNDE ETKİNLİK.....	97
2.1.1. Etkinlik Kavramı ve Kamu Borç Yönetiminde Etkinlik	98
2.1.2. Kamu Borç Yönetiminde Etkinlik Ölçüm Göstergeleri	100
2.1.3. Kamu Borç Yönetiminde Etkinlik ve Makroekonomik Performans İlişkisi	103
2.1.3.1. Kamu Borç Yönetiminde Etkinlik ve Büyüme İlişkisi	104
2.1.3.2. Kamu Borç Yönetiminde Etkinlik ve İşsizlik İlişkisi	107
2.1.3.3. Kamu Borç Yönetiminde Etkinlik ve Enflasyon İlişkisi.....	108
2.1.3.4. Kamu Borç Yönetiminde Etkinlik ve Bütçe Dengesi İlişkisi	111
2.2. TÜRKİYE’DE KAMU BORÇ YÖNETİMİ.....	113
2.2.1. Türkiye’de Kamu Borç Yönetiminin Yasal ve Kurumsal Yapısı	115
2.2.1.1. 2000 Öncesi Yasal ve Kurumsal Yapı	115
2.2.1.2. 2000 Sonrası Yasal ve Kurumsal Yapı	121
2.2.2. Türkiye’de Kamu Borç Yönetiminin Fiili Boyutu	130
2.2.2.1. 1980-2000 Dönemi Türkiye’de İç ve Dış Borç Yönetiminin Fiili Boyutu	137
2.2.2.2. 2001-2017 Dönemi Türkiye’de İç ve Dış Borç Yönetiminin Fiili Boyutu	152
2.3. OECD ÜLKELERİNDE KAMU BORÇ YÖNETİMİ	174
2.3.1. Seçilmiş OECD Ülkelerinde Kamu Borç Yönetiminin İdari Yapısı ve Fiili Boyutu	175

2.3.1.1. İsveç	175
2.3.1.2. Yeni Zelanda	178
2.3.1.3. İrlanda.....	181
2.3.1.4. Avustralya	183
2.3.1.5. İngiltere	185
2.3.2. OECD Ülkelerinde Kamu Borç Yönetiminin Fiili Boyutu	187

ÜÇÜNCÜ BÖLÜM

KAMU BORÇ YÖNETİMİNDE ETKİNLİĞİN OECD ÜLKELERİNİN MAKROEKONOMİK PERFORMANSI ÜZERİNDEKİ ETKİSİNE İLİŞKİN AMPİRİK BİR ANALİZ

3.1. LİTERATÜR TARAMASI	193
3.1.1. Kamu Borç Yönetimi Etkinlik Kriterleri - Ekonomik Büyüme İlişkisi ..	194
3.1.2. Kamu Borç Yönetimi Etkinlik Kriterleri - İşsizlik İlişkisi.....	205
3.1.3. Kamu Borç Yönetimi Etkinlik Kriterleri - Enflasyon İlişkisi	209
3.1.4. Kamu Borç Yönetimi Etkinlik Kriterleri - Bütçe Dengesi İlişkisi.....	214
3.2. VERİ SETİ.....	220
3.2.1. Veri Seti 1.....	220
3.2.1.1. Veri Seti 1'e Ait Tanımlayıcı İstatistikler	221
3.2.1.2. Veri Seti 1'e Ait Korelasyon Matrisi	223
3.2.2. Veri Seti 2.....	225
3.2.2.1. Veri Seti 2'ye Ait Tanımlayıcı İstatistikler	226
3.2.2.2. Veri Seti 2'ye Ait Korelasyon Matrisi	227
3.3. METODOLOJİ VE AMPİRİK ANALİZ.....	228
3.3.1. Analiz 1	230
3.3.1.1. Panel Birim Kök Testi.....	230
3.3.1.2. Panel Regresyon Analizi	234
3.3.1.3. Panel Nedensellik Testi	241
3.3.2. Analiz 2	248
3.3.2.1. Panel Birim Kök Testi.....	248
3.3.2.2. Panel Regresyon Analizi	250
3.3.2.3. Panel Nedensellik Testi	252
3.4. GENEL DEĞERLENDİRME.....	255
SONUÇ.....	262
KAYNAKÇA	272
DİZİN	314

TABLOLAR LİSTESİ

Sayfa

Tablo 1.1: Kamu Borç Yönetiminin Amaçları.....	18
Tablo 1.2: Seçilmiş Ülkelerde Borç Yönetim Amaçları	19
Tablo 2.1: 1990'lı Yıllarda İç ve Dış Borç Yönetimine İlişkin Kurumsal Düzenlemeler	119
Tablo 2.2: 4749 Sayılı Kanun'un Getirdiği Çeşitli İdari ve Hukuki Düzenlemeler	125
Tablo 2.3: 2002 Sonrası Kamu Borç Yönetiminin Genel Çerçevesi	128
Tablo 2.4: 1980-2000 Arası Dönemde Kamu İç Borç Stoku/GSYH Oranı ve İç Borçlanma Araçlarının İç Borç Stoku İçindeki Payının Yıllar İtibariyle Gelişimi (Bin TL-%)	139
Tablo 2.5: 1985-2000 Arası Dönemde İhale Yöntemiyle Satılan DİBS'lerin Ortalama Vade ve Faiz Yapısı	140
Tablo 2.6: 1980-2000 Arası Dönemde İç Borç Servisinin GSYH, Konsolide Bütçe Vergi Gelirleri ve Harcamaları İçindeki Payı	142
Tablo 2.7: 1980-2000 Arası Dönemde Türkiye'de İç Borç Çevirme Oranının Gelişimi (Bin TL-%).....	144
Tablo 2.8: 1990-2000 Arası Dönemde Dış Borç Stoku/GSYH ve Dış Borç Stokunun Vade Yapısı (Milyon Dolar-%).....	146
Tablo 2.9: 1990-2000 Arası Dönemde Türkiye'de Toplam Dış Borç Stokunun Profil Yapısı (Milyon Dolar-%)	148
Tablo 2.10: 1990-2000 Arası Dönemde Türkiye'de Kamu Dış Borç Stokunun Profil Yapısı (Milyon Dolar-%)	149
Tablo 2.11: 1990-2000 Arası Dönemde Türkiye'de Dış Borç Servisinin Gelişimi (Milyon Dolar-%).....	151
Tablo 2.12: 2001-2017 Arası Dönemde Kamu İç Borç Stoku/GSYH Oranı ve İç Borçlanma Araçlarının İç Borç Stoku İçindeki Payının Yıllar İtibariyle Gelişimi (Bin TL-%)	154
Tablo 2.13: 2001-2017 Arası Dönemde İhale Yöntemiyle Satılan DİBS'lerin Ortalama Vade ve Faiz Yapısı	156
Tablo 2.14: 2001-2017 Arası Dönemde İç Borç Servisinin GSYH, Konsolide Bütçe Vergi Gelirleri ve Harcamaları İçindeki Payı	158

Tablo 2.15: 2001-2017 Arası Dönemde Türkiye’de İç Borç Çevirme Oranının Gelişimi (Bin TL-%)	159
Tablo 2.16: 2003-2017 Arası Dönemde Kamu İç Borç Stokunun Faiz Yapısı (Bin TL-%)	161
Tablo 2.17: 2003-2017 Arası Dönemde Kamu İç Borç Stokunun Döviz Yapısı (Bin TL-%)	162
Tablo 2.18: 2001-2017 Arası Dönemde Dış Borç Stoku/GSYH ve Dış Borç Stokunun Vade Yapısı (Milyon Dolar-%)	164
Tablo 2.19: 2001-2017 Arası Dönemde Türkiye’de Toplam Dış Borç Stokunun Profil Yapısı (Milyon Dolar-%)	166
Tablo 2.20: 2001-2017 Arası Dönemde Türkiye’de Kamu Dış Borç Stokunun Profil Yapısı (Milyon Dolar)	168
Tablo 2.21: 2001-2017 Arası Dönemde Türkiye’de Dış Borç Servisinin Gelişimi (Milyon Dolar-%)	170
Tablo 2.22: 2003-2017 Arası Dönemde Kamu Dış Borç Stokunun Faiz Yapısı (Milyon TL-%)	172
Tablo 2.23: 2000-2017 Arası Dönemde Türkiye’de Toplam Dış Borç Stokunun Döviz Yapısı (Milyon Dolar-%)	173
Tablo 2.24: İsveç Ulusal Borç Yönetim Ofisi’nin Yapısı ve Fonksiyonları	177
Tablo 2.25: İsveç’te Kamu Borç Yönetiminin Filli Boyutu	178
Tablo 2.26: Yeni Zelanda Borç Yönetim Ofisi’nin Yapısı ve Fonksiyonları	180
Tablo 2.27: Yeni Zelanda’da Kamu Borç Yönetiminin Filli Boyutu	180
Tablo 2.28: İrlanda’da Kamu Borç Yönetiminin Filli Boyutu	182
Tablo 2.29: Avustralya’da Borç Yönetim Ofisi’nin Yapısı ve Fonksiyonları	184
Tablo 2.30: Avustralya’da Kamu Borç Yönetiminin Fiili Boyutu	184
Tablo 2.31: İngiltere’de Kamu Borç Yönetiminin Filli Boyutu	186
Tablo 2.32: OECD Ülkelerinde Genel Yönetim Borç Stoku/GSYH Gelişimi (%)	188
Tablo 2.33: OECD Ülkelerinde Kamu Borçlanmasında Ortalama Faiz Oranlarının Gelişimi	190
Tablo 3.1: Veri Seti 1’e Ait Değişkenler	221
Tablo 3.2: Veri Seti 1’e Ait Tanımlayıcı İstatistikler	222
Tablo 3.3: Veri Seti 1’e Ait Korelasyon Matrisi	224

Tablo 3.4: Veri Seti 2'ye Ait Değişkenler.....	225
Tablo 3.5: Veri Seti 2'ye Ait Tanımlayıcı İstatistikler.....	226
Tablo 3.6: Veri Seti 2'ye Ait Korelasyon Matrisi	227
Tablo 3.7: Panel Birim Kök Testi Sonuçları	233
Tablo 3.8: Hausman Testi Sonuçları	235
Tablo 3.9: Panel Regresyon Analizi Sonuçları	236
Tablo 3.10: Panel Nedensellik Testi Sonuçları (Model 1)	243
Tablo 3.11: Panel Nedensellik Testi Sonuçları (Model 2)	244
Tablo 3.12: Panel Nedensellik Testi Sonuçları (Model 3)	246
Tablo 3.13: Panel Nedensellik Testi Sonuçları (Model 4)	247
Tablo 3.14: Panel Birim Kök Testi Sonuçları	249
Tablo 3.15: Hausman Testi Sonuçları	250
Tablo 3.16: Panel Regresyon Analizi Sonuçları	251
Tablo 3.17: Panel Nedensellik Testi Sonuçları (Model 5)	252
Tablo 3.18: Panel Nedensellik Testi Sonuçları (Model 6)	253
Tablo 3.19: Panel Nedensellik Testi Sonuçları (Model 7)	254

ŞEKİLLER LİSTESİ

Sayfa

Şekil 3.1: Değişkenler Arasındaki Nedensellik İlişkileri (Model 1)	243
Şekil 3.2: Değişkenler Arasındaki Nedensellik İlişkileri (Model 2)	245
Şekil 3.3: Değişkenler Arasındaki Nedensellik İlişkileri (Model 3)	246
Şekil 3.4: Değişkenler Arasındaki Nedensellik İlişkileri (Model 4)	248
Şekil 3.5: Değişkenler Arasındaki Nedensellik İlişkileri (Model 5)	253
Şekil 3.6: Değişkenler Arasındaki Nedensellik İlişkileri (Model 6)	254
Şekil 3.7: Değişkenler Arasındaki Nedensellik İlişkileri (Model 7)	255



KISALTMALAR

AB	Avrupa Birliği
ABD	Amerika Birleşik Devletleri
BDDK	Bankacılık Düzenleme ve Denetleme Kurumu
BIS	Uluslararası Ödemeler Bankası
DİBS	Devlet İç Borçlanma Senedi
FSB	Finansal İstikrar Kurulu
GSYH	Gayri Safi Yurtiçi Hâsıla
IMF	Uluslararası Para Fonu
KİT	Kamu İktisadi Teşebbüsü
LIBOR	Londra Bankalararası Faiz Oranı
OECD	Ekonomik İşbirliği ve Kalkınma Örgütü
SDR	Özel Çekme Hakları
SPK	Sermaye Piyasası Kurulu
SRDG	Sistemik Risk Değerlendirme Grubu
TBB	Türkiye Bankalar Birliği
TCMB	Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası
TMSF	Tasarruf Mevduatı Sigorta Fonu
UK	Birleşik Krallık
UNCTAD	Birleşmiş Milletler Ticaret ve Kalkınma Konferansı
UNITAR	Birleşmiş Milletler Eğitim ve Araştırma Enstitüsü



TEZ METNİ

GİRİŞ

Devletin ekonomiye müdahalesini reddeden Klasik İktisadi Yaklaşımın varsayımları, 1929 krizi ile terk edilmiştir. Ekonomik buhran ile piyasa ajanlarının ekonomik dengeyi sağlamaktan uzak olduğu, devletin ekonomiye müdahalesi olmaksızın piyasa başarısızlığının giderilmeyeceği ve ekonomik dengenin kendiliğinden sağlanamayacağı görüşü, devlet müdahaleciliğinin altyapısını oluşturmuştur.

Yaşanan ekonomik krizin temelinde efektif talep yetersizliğinin olduğunu dile getiren J. M. Keynes ile geniş anlamda devlet müdahaleciliğinin önü açılmıştır. Ekonomiyi talep yönünden ele alan Keynes, ekonomik istikrarsızlığın giderilmesi için devletin ekonomide etkin rol almasını ve bunun ise ekonomide durgunluğu giderecek genişletici maliye politikaları ile mümkün olduğunu ifade etmiştir. Bu kapsamda devlet, bütçe ve borçlanmayı genel ekonomik dengeyi sağlayacak şekilde aktif kullanma yoluna gitmiştir. Devletin ekonomide aktif rol almasının bir sonucu olarak oluşan kamu açıkları ise, 1929 krizinden sonra vergiye alternatif ve olağan görülen borçlanma ile karşılanmıştır.

Konjonktür karşıtı uygulanan müdahaleci maliye politikası uygulamaları, durgunluğun giderilmesine, ekonomik büyüme ile kalkınmanın gerçekleştirilmesine ve genel ekonomik dengenin sağlanmasına yardımcı olmuştur. Ancak müdahaleci maliye politikası uygulamaları; 1970'li yıllardan itibaren oluşan mali disiplinsizlikler, petrol şokları ve stagflasyonla birlikte devlet başarısızlığına yol açtığı düşüncesiyle sorgulanmaya başlanmıştır. Çünkü uygulanan müdahaleci maliye politikası araçları, gelişmiş ve gelişmekte olan ülkelerde yüksek düzeyde bütçe açıklarına yol açmıştır. Artan kamu açıkları ve bu açıkların finansmanı için borçlanmanın belirli bir sınır dâhilinde kullanılmaması, önemli bu iki mali aracın genel ekonomik denge üzerinde birer risk unsuru olmalarına yol açmış ve 1980'li yılların başından itibaren dünyada borç krizlerinin yaşanması kaçınılmaz olmuştur. Bu süreçte kamu finansmanı ve borç yönetiminin iktisadi gereklilikler doğrultusunda yeniden yapılanması temel bir zorunluluk olmuş, para ve maliye politikasını destekleyici ve ekonomik dengeyi sağlayıcı etkin bir borç yönetim politikası da önem kazanmıştır.

Etkin bir kamu borç yönetimi politikası ile sadece borçlanma kaynaklarının düşük maliyetle elde edilmesi ve borçlanmaya ilişkin yükümlülüklerin sözleşmede

belirtilen şekilde yerine getirilmesi değil, aynı zamanda uluslararası sermaye piyasalarında artan fon akışı nedeniyle karşılaşılması muhtemel risklerin de minimum seviyede tutulması hedeflenmiştir. Bu amaçla gelişmiş ve gelişmekte olan ülkeler, finansal yapıdaki değişime paralel olarak kamu borç yönetiminde reform uygulamalarına gitmiş, hatta gelişmiş birçok ülke başarılı borç yönetimi için maliye, hazine ve merkez bankası bünyesinde veya bu kurumların dışında özerk borç yönetim birimleri kurmuştur.

Kamu borçlanmasının şekli ve amacı gelişmiş ve gelişmekte olan ülkeler açısından çeşitli farklılıklar arz etmiş olsa da, 1980’li yıllardan itibaren küreselleşmenin de etkisiyle borçlanmanın yaratmış olduğu mali ve iktisadi etkiler, sürekli ve benzer olmuştur. Bu sebeple borç stoku ve borçlanma sorununa çözüm bulmak, etkin bir borç yönetimi ile borçlanma üzerindeki baskıyı hafifletmek ve borçların sürdürülebilirliğini sağlamak için ülkelerin uygulamış oldukları borç yönetim politikalarının amaçları benzerlik göstermiştir.

1970’li yıllardan itibaren dünyada etkisini gösteren iktisadi istikrarsızlık, şüphesiz Türkiye’de de etkisini göstermiş ancak kamu maliyesine ilişkin iç ve dış borçlanmada mali disiplinin bozulması, 1980’li yıllardan itibaren başlamıştır. Kamu harcamalarındaki artışlara rağmen vergi gelirlerinin aynı artışı gösteren esnekliğe sahip olamaması, bütçe açıkları, bütçe dışı fon uygulamaları, kamu iktisadi kuruluşlarının zararları ve bunların sonucunda yapılan borçlanmalar, kamu mali disipliniinde önemli sapmalara neden olmuştur.

Kamu mali yapısındaki bozulmalar, 1990’lı yıllarda yaşanan siyasi ve ekonomik istikrarsızlıklarla beraber önemli bir boyuta ulaşmıştır. Bunun sonucunda ise makroekonomik dengede bozulmalar yaşanmış ve etkin kullanılmayan kamu borçları, Türkiye’de borçlanmanın nedeni olmuştur. Kamu borçlarının, borçlanmanın nedeni olarak ortaya çıkmış olması, Türkiye’de kamu borçlanması olgusuna karşı bir tartışma ve sorgulama zeminini hazırlamıştır. Bu doğrultuda Türkiye’de kamu borçların sürdürülebilirliğini sağlamak, kamu borçları üzerindeki baskıyı hafifletmek ve borçların en azından bir kısmını tekrar borçlanmadan ödemesini sağlamak amacıyla, 1994 yılından itibaren faiz dışı bütçe fazlası verilmesi amaçlanmıştır. Ancak 2000’li yılların başına kadar etkin bir borç yönetimi politikası ve borç yönetim politikalarına ilişkin

yapısal reformlar hayata geçirilmediğinden istenilen başarı elde edilmemiş; kamu finansmanı ve borçlanma sorunu, kamu mali yönetiminde önemli bir sorun olmaya devam etmiştir.

Türkiye’de ilgili dönemde yaşanan ve devam eden siyasi ve ekonomik istikrarsızlıklar, 2000 ve 2001 yıllarında ardı ardına yaşanan iki önemli ekonomik kriz ile en üst seviyeye ulaşmıştır. Makroekonomik istikrarsızlıklarla birlikte, borçlanmaya ilişkin mali göstergelerde görülen bozulmalar, etkin bir borç yönetim politikasının oluşturulması gerekliliğini bir kez daha göstermiştir. Bu gereklilik kapsamında, 2002 yılında 4749 sayılı Kamu Finansmanı ve Borç Yönetiminin Düzenlenmesi Hakkında Kanun çıkartılmıştır. Ülkenin kalkınma hedeflerini dikkate alan ve makroekonomik dengeyi gözetken 4749 sayılı Kanun ile Türkiye’de dağınık olan kamu borç yönetim yapısı toparlanmaya, kamu borç ve risk yönetimine ilişkin etkin ve sürdürülebilir politikalar oluşturulmaya çalışılmıştır.

Genel olarak 1980’li yıllardan itibaren yüksek düzeye ulaşan, gelişmiş ve özellikle gelişmekte olan ülkelerde ciddi bir mali disiplin sorunu oluşturan kamu borçlanması, mali yapı üzerinde bir endişe yaratmıştır. Küreselleşme ile birlikte finansal piyasalarda yaşanan gelişmeler, yüksek düzeyde borçlu ülke ekonomilerini küresel finansal ve mali krizlere karşı duyarlılığını arttırmıştır. Bu süreçte birçok ülke; piyasa koşullarında maliyet ve risk unsurlarını gözeterek kamu borçlanmasını minimum maliyetle gerçekleştirecek, borç stokunun risklere karşı duyarlılığını azaltacak ve orta-uzun vadede sürdürülebilir bir borç yapısı oluşturacak etkin borç yönetim politikalarına başvurmuştur. Borç yönetim politikaları çerçevesinde borç stoku, borç faiz ödemeleri, kamu borçlanmasında uzun ve kısa dönem faiz oranları borç yönetiminde etkinliği ölçen birer gösterge olarak değerlendirilmiştir. Buradan hareketle kamu borç yönetiminde etkinlik kriterlerinin, OECD ülkelerinin makroekonomik göstergeleri üzerinde etkili olup olmadığı veya ne düzeyde etkili olduğunun araştırılması, bu çalışmanın temelini oluşturmuştur. Bu bağlamda kamu borç yönetiminde etkinliğin, ülkelerin makroekonomik performansına etkisinin analiz edildiği çalışmanın problemi, amacı, önemi, hipotezleri, kapsamı ve sınırlıkları ile yöntemi aşağıda belirtildiği şekilde oluşturulmuştur.

Araştırmanın Problemi: Kamu borç portföyü, ülkelerin en büyük finansal portföyünü oluşturmakta ve bu özelliği nedeniyle günümüz ülke ekonomilerinin finansal ve iktisadi istikrarını önemli ölçüde etkilemektedir. Özellikle 1980’li yıllardan itibaren finansal piyasalarda yaşanan değişim ve artan sermaye hareketleri, borç portföyünün risklere karşı duyarlılığını arttırmış ve borç yönetiminin etkin bir kapasite oluşturularak yönetilmesini zorunlu kılmıştır. Karmaşıklaşan koşullar altında kamu borç yönetiminde etkinlik kriterlerinin, ülkelerinin makroekonomik performans göstergeleri üzerinde etkili olup olmadığını tespit etmek araştırmanın problemini oluşturmaktadır.

Araştırmanın Amacı: Araştırmanın iki amacı vardır. Bunlardan birincisi, finansal piyasalarda yaşanan gelişmelere paralel olarak ayrı bir politika olarak ön plana çıkan kamu borç yönetim politikasını teorik çerçevede değerlendirmektir. Araştırmanın ikinci amacı ise kamu borç yönetim performansını belirleyen etkinlik göstergelerinin, OECD ülkelerinin makroekonomik performansı üzerindeki etkisini ampirik olarak araştırmaktır.

Araştırmanın Önemi: Kamu borç yönetimi etkinlik göstergelerinin; OECD ülkelerinde büyüme, işsizlik, enflasyon ve bütçe dengesi üzerindeki etkisini analiz etmek süratiyle makroekonmik dengenin sağlanmasında etkin bir kamu borç yönetiminin rolünü ortaya koymak ve kamu borç yönetiminde etkinliğin sağlanmasına ilişkin politika önerilerinde bulunmak, çalışmanın önemini oluşturmaktadır.

Araştırmanın Hipotezleri: Kamu borç yönetimindeki etkinlik kriterlerinin makroekonomik göstergeler üzerindeki etkisine ilişkin hipotezler, aşağıdaki gibi oluşturulmuştur.

H₁: Kamu borç yönetimi etkinlik göstergelerinin, ekonomik büyümenin sağlanmasında etkisi pozitifdir.

H₂: Kamu borç yönetimi etkinlik göstergelerinin, işsizlik oranının düşürülmesinde etkisi pozitifdir.

H₃: Kamu borç yönetimi etkinlik göstergelerinin, enflasyon oranının düşürülmesinde etkisi pozitifdir.

H₄: Kamu borç yönetimi etkinlik göstergelerinin, bütçe dengesinin iyileştirilmesinde etkisi pozitifdir.

Araştırmanın Kapsamı ve Sınırlılıkları: Bu çalışmada OECD ülkelerinde kamu borç yönetiminde etkinliğin, makroekonomik performans üzerindeki etkilerini araştırmak üzere iki farklı veri seti oluşturulmuştur.

Veri seti 1’de toplam 35 OECD ülkesinin 1995-2017 dönemine ait 4’ü bağımlı, 4’ü bağımsız 8 değişken kullanılmıştır. Bu veri setinde “ekonomik büyüme, işsizlik, enflasyon ve genel yönetim bütçe dengesi/GSYH”, makroekonomik performans göstergeleri olup birer bağımlı değişken olarak kullanılmıştır. Diğer taraftan kamu borç yönetiminde etkinlik göstergeleri arasında yer alıp, makroekonomik performansı açıklamada kullanılan bağımsız değişkenler ise “genel yönetim toplam borç stoku/GSYH, genel yönetim faiz ödemeleri/GSYH, kamu borçlanmasında uzun vadeli faiz oranları ve kamu borçlanmasında kısa vadeli faiz oranları” şeklindedir.

Veri seti 2’de genel yönetim toplam dış borç stoku verisi bütün OECD ülkeleri için elde edilememiş ve bu veriye ancak 2004-2017 dönemi için ulaşılabilmiş olması sebebiyle, çalışmada farklı bir veri seti daha oluşturulmuştur. Bu veri seti, 26 OECD ülkesinin 2004-2017 dönemine ait 3’ü bağımlı, 2’si bağımsız olmak üzere toplam 5 değişkenden oluşmaktadır. Makroekonomik performans göstergesi olan “ekonomik büyüme, işsizlik ve enflasyon”, birer bağımlı değişken olarak kullanılmıştır. Kamu borç yönetiminde etkinlik kriterleri arasında yer alıp, makroekonomik performansı açıklamada kullanılan bağımsız değişkenler ise “genel yönetim toplam dış borç stoku/GSYH ve bütçe dengesi/GSYH” biçimindedir. Veri seti 1’de bağımlı değişken olarak kullanılan bütçe dengesi değişkeni, veri seti 2’de bağımsız bir kontrol değişkeni olarak kullanılmıştır.

Araştırmanın Yöntemi: Araştırmada, kamu borç yönetiminde etkinlik göstergelerinin, OECD ülkelerinin makroekonomik performansı üzerindeki etkisini tespit etmek amacıyla panel veri analizi kullanılmıştır. Çalışmada kullanılan yöntemle ilişkin modeller, literatürde yapılan çalışmalardan yararlanılarak oluşturulmuştur. Çalışmada E-Views 10 ekonometrik paket programı kullanılarak analizler yapılmıştır.

Yukarıda belirtilen problem, amaç, önem, hipotez, kapsam ve yöntem ekseninde ele alınan bu çalışma, üç bölümden oluşmaktadır. Birinci bölümde; kamu borç yönetiminin kapsamı, tanımı, amaçları, fonksiyonları, ilkeleri ile kamu borç

yönetiminin kurumsal yapısı ve kamu borç yönetiminde risk yönetimi teorik çerçevede ele alınacaktır.

Çalışmanın ikinci bölümünde; kamu borç yönetiminde etkinlik, Türkiye’de kamu borç yönetiminin yasal ve kurumsal yapısı ile kamu borç yönetiminin fiili boyutu değerlendirilecektir. Ayrıca kamu borç yönetiminde seçilmiş OECD ülke uygulamaları ile OECD ülkelerinde kamu borç yönetiminin etkinlik boyutu da ikinci bölümde incelenecektir.

Araştırmanın üçüncü bölümünde ise; iki farklı veri seti ile 1995-2017 ve 2004-2017 dönemlerine ait veriler baz alınarak OECD ülkelerinde kamu borç yönetimindeki etkinliğin, ülkelerin makroekonomik performansına etkisi ekonometrik olarak analiz edilecektir. Bu sayede kamu borç yönetimindeki etkinlik göstergelerinin, makroekonomik performans göstergeleri üzerinde etkili olup olmadığı veya ne düzeyde etkili olduğu, elde edilen bulgular ışığında değerlendirilecektir. Bununla birlikte analizlerden elde edilen sonuçlar dikkate alınarak kamu borç yönetiminde etkinliğin artırılması ve makroekonomik performansın iyileştirilmesine yönelik politikalar önerilecektir.



BİRİNCİ BÖLÜM

KAMU BORÇ YÖNETİMİNİN KAVRAMSAL ÇERÇEVESİ

1.1. KAMU BORÇ YÖNETİMİNİN KAPSAMI VE TANIMI

Devlet müdahalesini adalet, güvenlik, diplomasi ve savunma gibi tam kamusal mal ve hizmetler ile sınırlı tutan Klasik İktisadi Yaklaşım, devletin ekonomiye müdahalesine karşı çıkmış ve tam kamusal mal ve hizmetlerin finansmanı için vergi gelirlerinin esas alınmasını öngörmüştür (Ulusoy, 2009: 3). Borçlanmayı olağanüstü bir kamu geliri olarak gören Klasik İktisadi Yaklaşım, borçlanmaya sadece savaş, iktisadi krizler ve doğal afet gibi olağanüstü dönemlerde başvurulacağını savunmuştur. Aksi takdirde, olağan giderler için devletin borçlanmaya başvurmasının, gelecek yıllara ilişkin vergi gelirlerinin öne alınmasından öteye geçmeyeceği (Türk, 2015: 261) ve bunun gelecek nesiller için bir yük olacağı vurgulanmıştır. Ancak 1929 Ekonomik Buhranı ile devletin ekonomiye müdahalesi olmaksızın piyasa başarısızlığının giderilmeyeceği ve piyasa ekonomisinin tek başına iktisadi optimumu sağlayamayacağı anlaşılmıştır.

1936 yılında yayınlanan Keynes'in "İstihdam, Faiz ve Paranın Genel Teorisi" adlı eseri (Eker vd., 2007: 62) ile devletin ekonomide aktif rol alması ve mali araçların etkin bir şekilde kullanması sonucu iktisadi istikrarın sağlanacağı görüşü yaygınlık kazanmıştır. Ekonomiye talep yönünden bakan Keynes, buhrandan çıkmak için devlete daha fazla görev yüklenilmesi ve devletin ekonomide daha aktif rol alması gerektiğini vurgulamış, bütçe gelir ve giderlerinin birer istikrar aracı olarak kullanılmasını önermiştir.

Devletin, mali araçları genişletici yönde kullanması ve ekonomide daha aktif rol almasının bir sonucu olarak bütçe giderlerinde bir artış meydana gelmiştir. Bu artış ise kamu harcamalarının finansman problemini beraberinde getirmiştir (Bal ve Özdemir, 2011: 39). Finansman problemine yönelik çözüm, vergilerin toplam talep üzerindeki daraltıcı etkisi nedeniyle, bütçe harcamalarına ilişkin finansmanın borçlanma ile karşılanması yönünde olmuştur.

Bütçe açığının vergiye alternatif borçlanma ile karşılanması, toplam talep üzerinde genişletici bir etki yaratmıştır. Buna paralel olarak iktisadi istikrar sağlanmış ve ekonomik buhranın etkileri giderilmiştir. Ancak 1970'li yılların başında meydana gelen petrol şokları, uluslararası para sisteminin çökmesi (Bağcı, 2001: 18), yüksek enflasyon, artan işsizlik, ödemeler dengesi ile birlikte bütçe açıklarındaki artış

(Kalderen ve Blommestein, 2002: 102), müdahaleci maliye politikası uygulamalarının devlet başarısızlığına yol açtığını göstermiştir. Bunun yanı sıra mali araçların, mali kural olmaksızın sınırsız uygulama alanı bulması da ilgili dönemde gerek gelişmiş ve gerekse gelişmekte olan ülkelerde önemli bir sorun teşkil etmiştir.

Bütçe gelir ve giderlerinin, istikrar sağlama aracı olarak aktif kullanılması, devletin ekonomideki payını arttırmakla beraber, borçlanmayı da zorunlu bir araç olarak ortaya çıkarmıştır. Özellikle gelişmiş ülkelerde kamu harcamalarının yüksekliği ile gelişmekte olan ülkelerde kamu kesimi açıklarının yol açmış olduğu mali disiplinsizlikler, kamu borçlanmasını da arttırmıştır (Sakal, 2003: 1). Kamu borçlanmasındaki bu artış, önemli bir mali disiplin sorunu oluşturmakla beraber mali dengenin temel risk unsurlarından biri olmuştur. Küreselleşmeyle birlikte finansal piyasalarda yaşanan gelişmeler, mali denge üzerinde risk unsuru olarak görülen kamu borçlanması ve borçlanmanın yol açtığı sorunların çözümüne yönelik tartışmaları da beraberinde getirmiştir.

Kamu borçlanmasının beslediği sorunların çözümüne yönelik tartışmaların odak noktası, etkin bir kamu borç yönetim politikası olmuştur. Kamu kesimi finansman açığının kapatılmasına ilişkin geleneksel bir borç yönetiminin, borçlanma sorununa çözüm getirmeyeceği, ancak etkin bir borç yönetim politikası ile borçlanmanın makroekonomik denge üzerinde yarattığı baskıların azaltılacağı vurgulanmıştır. Benzer şekilde etkin bir kamu borç yönetimi politikasının olmaması durumunda, kamu borçlanmasının borçlanmayı besleyen bir unsur olmaya devam edeceği ve borç kaynaklı yapısal krizlerin kaçınılmaz olacağı belirtilmiştir.

Yaşanan gelişmeler, etkin bir kamu borç yönetiminin kapsamının da belirlenmesi zorunluluğunu beraberinde getirmiştir. Öncelikle kamu borç yönetiminin, vergiye alternatif bir gelir kaynağı olarak görülen borcun alınması ve ödenmesi, yani sadece mali fonksiyonun icra edilmesi için gerekli bir araç veya politika olmadığına işaret edilmiştir. Özellikle 1980’lerde çeşitli OECD ülkelerinde kamu borcunun GSYH içindeki payının ve borç portföyü içindeki finansal risk unsurlarının artması, hükümetlerin borç yönetiminde modernizasyon ve reform uygulamalarına ivme kazandırmıştır (Currie vd., 2003: 5). Başta gelişmiş ülkeler olmak üzere birçok ülke, stratejik bir bakış açısı ile kamu borç yönetimine ilişkin yasal çerçevenin geliştirilmesi

ve organizasyonel yapının gözden geçirilmesi amacıyla çeşitli adımlar atmıştır (Cangöz ve Balıbek, 2012: 23).

Kamu borç yönetiminde etkinliğin arttırılması için atılan adımlar ile borç yönetimine; borçların sürdürülebilirliğinin sağlanması, borçlanmaya ilişkin maliyet ile risklerin azaltılması, risk analizlerinin yapılması ve stratejik ölçütlerin geliştirilmesi gibi amaçlar yüklenerek kamu borç yönetiminin kapsamı genişletilmiştir. Buna paralel olarak yasal ve kurumsal çerçevesi açıkça belirlenmiş kamu borç yönetim politikası ile varlık ve yükümlülüklerin yönetiminde etkinliğin ve mali disiplinin sağlanması da hedeflenmiştir. Bununla birlikte, borçlanma ile elde edilen finansman kaynaklarının etkin, ekonomik ve verimli kullanılması suretiyle doğabilecek olumsuz ekonomik, mali ve finansal etkilerin azaltılması da yine kamu borç yönetiminin kapsamına dâhil edilmiştir.

Kamu borç yönetiminde etkinliğin arttırılması amacıyla özellikle gelişmiş ülkelerde yapısal reformların 1980’li yıllardan itibaren ivme kazanması, etkin kamu borç yönetimi politikasını daha açık ve net bir yapıya kavuşturmuştur. Buna paralel olarak kamu borçlanmasının maliye veya para politikasının bir aracı olarak kullanılmasından ziyade, maliye ve para politikasından bağımsız, aynı zamanda risk analizine dayalı bir borç yönetim politikası kapsamında değerlendirilmesi gündeme gelmiştir. Borç yönetim politikasının para ve maliye politikası dışında bir politika olduğu belirtilmişse de, iktisadi dengenin sağlanması amacıyla bu politikanın para ve maliye politikaları ile uyumlu ve tam bir koordinasyon içinde olması gerektiği ifade edilmiştir (İnce, 2001: 327). Bu nedenle kapsamı sadece mali amaçla sınırlı tutulan pasif borç yönetiminin, 1990’lı yıllardan itibaren stratejik ölçütlere dayalı, maliyet ve risk analizine dayanan ve ayrı hedefi olan bir kamu politikası olarak daha fazla ön plana çıktığı görülmüştür (Currie vd., 2003: 11).

Kamu borç yönetiminde etkinliğin arttırılması için borç yönetiminin sadece mali amaç ile sınırlı tutulmaması, bunun yanı sıra ekonomik aktiviteyi etkilemek amacıyla mali olmayan amaçlarında olması gerektiğine ilişkin düşünce, kamu borç yönetiminin kapsamını genişletmekle birlikte kamu borç yönetimi kavramına ilişkin birçok tanım yapmayı da mümkün kılmıştır. Bu yönüyle kamu borç yönetimi, ülke iktisat politikasının desteklenmesi ve iktisadi dengenin korunması için borcun gerek

miktar ve gerekse bileşiminde değişiklik yapılması olarak tanımlanabilir (İnce, 2001: 327).

Kamu borç yönetimi, devletin ihtiyaç duymuş olduğu fon miktarını sağlamak, borçlanmada risk ve maliyet hedeflerini gerçekleştirmek, etkin bir devlet borçlanma araçları piyasasını oluşturmak ve sürdürmekle beraber, devletin koymuş olduğu diğer borç yönetim hedeflerine ulaşmak amacıyla oluşturulan strateji geliştirme ve yürütme sürecidir (IMF, 2001: 2). Kamu borç yönetimi, zaman zaman birbiri ile çelişebilen iktisat ve maliye politikası araçlarının bir arada ve aynı zamanda ustalıkla kullanılması (Yılmazcan, 2003: 231) ve bu araçların borç yönetim stratejisi kapsamında uyumlaştırılarak piyasadan düşük maliyet ve uygun risk düzeylerinde fon sağlanması olarak da tanımlanmaktadır.

Kamu borç yönetimi, kamu borç kompozisyonunu değiştirmek için devletin finansal piyasalarda yapmış olduğu işlemlerdir. Bu işlemler, devletin çıkarmış olduğu borçlanma senetlerine ilişkin olup açık piyasa işlemleri olarak tanımlanmaktadır (Paalzow, 1992: 1-8). Kamu borç yönetimi, hükümetin ihtiyaç duymuş olduğu finansman kaynağını, minimum düzeyde risk ve maliyet ile elde etmek ve bunu para politikası ile koordineli bir şekilde gerçekleştirmektir (Gray, 1996: 3). Benzer bir diğer tanıma göre kamu borç yönetimi, hükümetin borçlanma ihtiyacının maliyet ve risk amaçları ile tutarlı ve etkin bir şekilde yürütülmesidir (Wheeler, 2004: 4). Tanımların içeriğine bakıldığında kamu borç yönetiminin, borçları yönetmek için özenle planlanmış akıllı bir süreç olduğu anlaşılmaktadır (Chilunjika vd., 2016: 46).

Kamu borç yönetimi, devletin ihtiyaç duyduğu finansman kaynağının iç ve dış piyasalardan düşük maliyetle sağlanması ve sağlanan kaynakların ülke ekonomisi üzerinde kontrol edilebilir risk düzeyinde yönetilmesi sürecine ilişkin stratejiler bütünü olarak tanımlanabilir. Elde edilen kaynakların etkin, ekonomik ve verimli kullanılarak ülke ekonomisine maksimum fayda sağlaması ve minimum maliyet yüklemesi de yine kamu borç yönetiminin bir gerekliliğidir. Bu gereklilikler doğrultusunda geliştirilen stratejiler ile kısa vadeli sermaye hareketlerinin yarattığı baskıların azaltılması ve borç portföyü risk yapısının iyileştirilmesi de aynı şekilde etkin kamu borç yönetiminin önemli bir sorumluluğu olmaktadır.

Kamu borç yönetimi tanımına ilişkin Anglo-Sakson ve Kıta Avrupası literatürlerine bakıldığında iki farklı tanımlamanın yapıldığı görülmektedir. Anglo-Sakson literatüründe iktisat politikalarına yardımcı olmak ve iktisadi dengeyi sağlamak amacıyla kamu borçlarının miktar ve bileşiminde değişiklik yapılması olarak tanımlanan kamu borç yönetimi, Kıta Avrupası'nda borcun alınmasından ödenmesine kadar geçen sürece ilişkin sözleşme yükümlülüklerinin yerine getirilmesi ve sözleşme hükümlerinde değişiklik yapılması şeklinde tanımlanmıştır (İnce, 2001: 327-328). Bu tanımlara bakıldığında Anglo-Sakson literatüründeki kamu borç yönetimi tanımının, ekonomik faaliyetleri etkilemek ve çeşitli iktisadi amaçlara ulaşmak bakımından daha teknik bir kavram olduğu, Kıta Avrupası tanımının ise daha çok hukuki boyutta ön plana çıktığı anlaşılmaktadır.

Kamu borç yönetimi tanımlamalarına ilişkin bir diğer ayrım pasif (dar) ve aktif (geniş) borç yönetimidir. Pasif veya dar anlamda borç yönetimi, mevcut istatistikî verilere dayanılarak borçlanmanın miktarına, zamanlamasına ve kullanılacak araçlara ilişkin karar verme süreci olarak tanımlanmaktadır (Dedeoğlu, 1995: 25). Bu tanım, bir ülkenin ne kadar borcunun olduğuna, borçların kime ait olduğuna ve borç geri ödeme süresinin ne kadar olduğuna ilişkin tüm bilgilere sahip olmayı ifade etmektedir (Sarı, 2004: 37). Aktif borç yönetimi ise pasif borç yönetimini kapsayacak şekilde borç portföyünün faiz ve kur riskine karşı korunmasını içeren risk yönetim tekniklerinin kullanılması sürecini ifade etmektedir (Dedeoğlu, 1995: 25).

Birbirinin ikamesi şeklinde kullanılmaması önerilen aktif ve pasif borç yönetimi (Sarı, 2004: 38), etkili bir kamu borç yönetiminin altyapısı ve stratejisi için birer tamamlayıcı unsur olarak kullanılmalıdır. Çünkü ülke borcuna ilişkin tüm veriler elde edildiği takdirde aktif bir borç yönetim stratejisi geliştirilebilir. Bunun için ise öncelikle ekonomi, maliye, finans ve hazineden sorumlu kuruluşlar arasında etkin bir koordinasyon ve güçlü bir işbirliği mekanizması oluşturulmalıdır. Bu mekanizma ile ilgili kuruluşlar arasında bilgi alışverişi sağlanmalı ve ülke borç portföyüne ilişkin rasyonel istatistikî veri tabanı oluşturulmalıdır. Aksi takdirde ülke borçlanmasına ilişkin tüm bilgilere sahip olmayan siyasi iktidarın, rasyonel kurgulanmayan program ve politikalar kapsamında borçlanmaya gitmesi kaçınılmaz olacaktır. Bu durum, etkin bir borç yönetim stratejisinin geliştirilmesini güçleştirdiği gibi borç portföyünün risklere

karşı duyarlılığını arttıracak, makroekonomik ve finansal istikrar için önemli bir sorun teşkil edecektir.

1.2. KAMU BORÇ YÖNETİM FAKTÖRLERİ

Para ve maliye politikası ile yakın ilişki içerisinde olan ve borçlanmadan daha geniş bir kavram olan kamu borç yönetimi, borçların miktar ve bileşiminde değişiklik yapmak suretiyle iktisadi ve sosyal amaçlara ulaşmayı ifade etmektedir (Pehlivan, 2016a: 188). Bu tanım kapsamında borcun miktar ve bileşiminin, borç yönetimine etki eden iki faktör olduğu anlaşılmaktadır (Ulusoy, 2009: 306-307). Bu faktörler, kamu borç yöneticilerinin borçlanma maliyetlerini ve risklerini en aza indirmek için vade ve araçların nasıl seçilmesi gerektiği kapsamında değerlendirildiğinden (Becker, 2003: 2), borçların miktar ve bileşimi ile optimal borç yapısının oluşturulması da mümkün olabilmektedir. Borç yönetim faktörleri, faktör değişikliklerin etkileri ve faktörler arası etkileşim, aşağıda belirtildiği şekilde açıklanabilmektedir.

1.2.1. Borcun Miktarı

Ülkeler arasında borç yükü bakımından yapılan karşılaştırmalarda ön plana çıkan borçların büyüklüğünden kastedilen, borcun miktarıdır. Devletin sahip olduğu borç miktarı ne kadar yüksek ise, bu borcun ekonomik düzende yaratacağı etki de borç miktarına paralel olarak büyük olmaktadır (Erdem, 2015: 116). Bu nedenle ekonomik tartışmaların hareket noktası, ülkelerde ulaşılan yüksek düzeyli borç miktarıdır (İnce, 2001: 331).

Ülke borcunun artması veya azalması, makroekonomik dengede farklı etkiler meydana getirmektedir (Edizdoğan vd., 2010: 484). Kamu borç miktarındaki artışın yarattığı etkilere bakıldığında, iki farklı görüş karşımıza çıkmaktadır. Bunlardan birincisi kamu borçlanmasının durgunluğa yol açtığı yönünde iken, ikincisi kamu borçlanmasının enflasyonist etki yarattığına ilişkindir (Ulusoy, 2009: 307-308).

Devlet borçlanmaya gittiği takdirde ödünç verilebilir fonlara olan talep artacağından, piyasa faiz oranları artacak ve özel sektör, yatırımlar için gerekli kaynaklara daha yüksek faiz ödeyerek ulaşabilecektir. Bu durum, yatırımların karlılığını düşüreceğinden girişimcileri fon talebinden vazgeçirecektir. Aynı zamanda kaynakların

kamuda toplanması nedeniyle piyasadaki likidite hacmi azalacak, tüketim ve yatırım harcamaları da buna paralel olarak düşecektir. Sonuç olarak devletin borçlanması, özel tüketim harcamalarıyla birlikte müteşebbislerin yatırım mallarına olan talebini azaltacak (dışlama etkisi) ve toplam harcama düzeyini düşürecektir. Bu koşullar altında devlet borçlarında meydana gelen bir artış, ekonomide durgunluğa yol açacaktır.

Devlet borçlarında meydana gelen artış nedeniyle ortaya çıkan bir diğer etki ise borçların, ekonomiyi enflasyona sürüklediği yönündedir. Bu görüşe göre bireyler, elde ettikleri gelirlerin bir kısmını harcar ve harcamadan artan kısmını ise tasarruf ederler. Bireyler, tüketimde kullanmadıkları tasarruflarını devlete verdiklerinden ve bu fonlar devlet tarafından bütçe açıklarının finansmanında kullanıldığından, tüketimde yaşanan artış, toplam talep seviyesini arttırmakta ve ekonomiyi enflasyonist bir sürece götürmektedir. Bununla birlikte devlet borçlanmaya başvurduğunda, fon sahiplerinin anaparalarından bağımsız, ilerde elde edecekleri faiz getirisini düşündüklerinden, harcamalarını arttırmaları da ekonomide genişletici bir etki yaratabilir. Devletin bankalardan borçlanması ve bunu harcama kanalları ile piyasaya sürmesi sonucu artan para hacmi, ekonomide aynı şekilde enflasyonist bir etki oluşturabilir.

Devlet borçlarındaki artış sonucu ekonomik düzende meydana gelen çeşitli etkiler, devlet borçlarının azalması sürecinde de ortaya çıkmaktadır. Borçların geri ödenmesi ile oluşan etki, genellikle enflasyonist olmakla birlikte bankalara ve bireylere yapılan ödemelerin piyasalar üzerindeki etkisi farklı olmaktadır. Borç geri ödemeleri bankalara yönelik ise, oluşan enflasyonist etki daha az olacaktır. Borç geri ödemelerinin şahıslara yönelik olması durumunda ise ödemelerin tüketim harcamalarına yönelmesi ihtimali vardır. Bu durum, toplam talep seviyesinin artmasına ve buna bağlı olarak ise enflasyonist etkilerin ortaya çıkmasına yol açabilmektedir (Pehlivan, 2016a: 189). Aynı şekilde borç geri ödemelerin sosyal güvenlik kuruluşları, emekli sandıkları, bireysel emeklilik fonları gibi mali kuruluşlara yapılması durumunda da enflasyonist etkinin ortaya çıkması muhtemeldir (İnce, 2001: 333). Ancak bireylere yönelik gerçekleşen borç geri ödemelerinin sadece tüketim harcamalarına değil, aynı zamanda tasarruf ve yatırımlara da yönelme ihtimali vardır. Bu varsayım altında oluşacak enflasyonist etki ise daha az olacaktır.

İç borçlardan farklı etkiler yaratabilen dış borçlar, alındıkları zaman ekonomide genişletici bir etki yaratmaktadır. Dış borçla sağlanan kaynakların verimli yatırımlarda kullanılması durumunda üretim artırılarak milli gelir düzeyinde bir artış sağlanabilir ve ekonomide genişletici bir etki yaratılabilir. Alınan borcun verimli alanlarda kullanılmaması durumunda ise dış borç ödemesi, milli gelir seviyesini düşürerek durgunluğa yol açabilmektedir (Bilici ve Bilici, 2014: 44).

1.2.2. Borcun Bileşimi

Borcun yapısı olarak da ifade edilen borcun bileşimi; borcun alınması sürecinden ödenmesi sürecine kadar olan borcun vadesi, borcun faiz oranı ve borca ilişkin garantileri kapsamaktadır (Altay, 2016: 218). Borçlanma araçları homojen olmadığından, devlet borçlanma araçlarına ilişkin vade, faiz oranı, garantiler ve borçların sahip olduğu ayrıcalıklar farklılık gösterebilmektedir. Bu nedenle borçların bileşimindeki farklılıklara paralel olarak ekonomik düzende ortaya çıkan etkiler de farklı olmaktadır.

Borcun alınmasından ödenmesine kadar geçen süre zarfında borçlanma araçlarının sahip olduğu özellikleri ifade eden borcun bileşimi, çeşitli nedenlerle değişiklik gösterebilmektedir. Örneğin, zaman unsuru borcun yapısında meydana gelen değişiklik için önemli bir faktör olduğundan, orta ve uzun vadeli borçlar, zaman içerisinde yapılan ödemeler ile kısa vadeli borçlara dönüşmektedir. Öte yandan devlet, oluşan uygun ekonomik ve mali koşullar nedeniyle vadesi gelmemiş borçların ödemesini gerçekleştirerek borçların bileşimini değiştirebilir (İnce, 2001: 333).

Devlet, makroekonomik dengenin sağlanması amacıyla da erken ödemelere girişebilir ve borçların vadesini kısaltabilir. Özellikle toplam talep seviyesinde yaşanan düşüş nedeniyle durgunluğun yaşandığı ekonomilerde devlet, birey ve mali kuruluşlara yaptığı ödemelerle piyasada para hacmini arttırmakta ve ekonomide genişletici bir etki yaratmayı hedefleyebilmektedir.

Olağanüstü borç yönetim işlemleri olan konsolidasyon ve konversiyon ile borçların bileşimi değiştirilebilir. Konsolidasyon ile vadesi gelmiş veya kısa vadeli bir borç, uzun vadeli bir borca dönüştürülmektedir. Konversiyon işlemi ile de yüksek faizli bir borç düşük faizli bir borç haline getirilebilmektedir (Edizdoğan vd., 2010: 485).

Ancak bu işlemler yapılırken, makroekonomik denge üzerinde meydana gelecek etki, etkin bir borç yönetim stratejisi ile çelişmemelidir. Çünkü kısa vadeli bir borcun uzun vadeli bir borç haline getirilmesi ekonomide durgunluğa neden olabildiği gibi, uzun vadeli bir borcun kısa vadeli bir borca dönüştürülmesi de enflasyona neden olabilmektedir (Ulusoy, 2009: 309).

Kamu borç yönetiminde etkinliğin sağlanması, borcun miktar ve bileşiminin makroekonomik gereklilikler kapsamında kullanılmasını zorunlu kılmaktadır. Aksi takdirde borç yönetim faktörlerindeki değişiklikleri ekonomik yapının gereklilikleri kapsamında gerçekleştirmeyen veya yanlış öngörülerle gerçekleştiren bir borç yönetimi, borçların miktar ve bileşiminin şekillendirdiği bir borçlanma politikası nedeniyle kısa sürede etkinliğini kaybedecektir (Demir, 2009: 180-181). Bu nedenle borçlanmada önemli birer belirleyici olan borcun miktarı, vade ve faiz arasındaki ilişkinin tespiti, borçlanmada etkinliğin sağlanması ve rasyonel kararların alınması açısından kritik bir önem taşımaktadır.

Borç yönetim faktörlerine bakıldığında, borçların miktarında yaşanan bir değişimin, borçların bileşimini de etkilediği görülmektedir. Borç miktarının artışına paralel olarak borçlanma kapasitesi azaldığından, devlet daha ağır koşullar altında borçlanmaya gidebilmektedir. Oluşan ağır koşullar, risk faktörlerini de doğurduğundan vadeler kısaltmakta ve faiz oranları artış gösterebilmektedir. Böyle bir durumda borçlanmaya giden devletin, borcun miktar ve bileşimini makroekonomik gerekçelerle etkin bir borç yönetim politikası kapsamında kullanması güçleşmektedir. Ayrıca kısa vadeli borçlanmanın faiz maliyetiyle birlikte sık sık yapılan ihaleler nedeniyle idari maliyetler artmakta ve sürekli yapılan kısa vadeli borçlanmalar mali piyasaları daha da istikrarsızlaştırmaktadır (Ulusoy, 2009: 309). Azalan vadelerle birlikte artan maliyetler, borç kısır döngüsüne yol açmakta ve borçlanma, borcun nedeni olabilmektedir.

Teorik olarak kısa vadeli borçların, vadesi kısa olduğundan dolayı faiz maliyeti uzun vadeli borçlara göre daha düşük ve dolayısıyla kısa vadeli borçlar uzun vadeli borçlara göre daha ucuzdur. Ancak kısa vadeli borçlarda sık aralıklarla yapılan yeniden finansman, borcun yüksek faiz oranlarıyla yeniden finansman riskini arttırmakta (Wolswijk ve Haan, 2005: 9) ve yüksek faiz oranları ile yeniden finansmanı sağlanan borçlar, borç stoku/GSYH oranı üzerinde bir baskı oluşturmaktadır. Bu koşullar altında

artan borç stoku, risk ve belirsizlikleri de arttırdığından borcun miktarı ile vadesi arasında negatif bir ilişki ortaya çıkabilmektedir.

Yapılan çalışmalarda borç/GSYH oranının %100'e yaklaşması, %100'ü geçmesi veya borç stokunun çok yüksek olması durumlarında, borç miktarının vadeyi kısalttığı ifade edilmiştir (Missale ve Blanchard, 1991: 2; Drudi ve Giardano, 2000: 861). Bu durum borç yöneticilerini, aşırı borç yükünün yarattığı yeniden finansman riskini azaltmak için uzun vadeli borçlanma senetleri ihracına yöneltmektedir. Ancak uzun vadeli borçlanmalarda, enflasyonist eğilimler nedeniyle borcun reel değerinin düşmesi endişesi, tahvil sahiplerinin daha yüksek faiz talep etmelerine yol açmakta ve enflasyon nedeniyle kısa vadeli borçlanma kaçınılmaz olmaktadır (Ulusoy, 2009: 309). Sonuç olarak borç miktarının yüksek seviyelere ulaşması; borç yönetiminin fonksiyonunu kaybetmesine, borç yönetim faktörleri üzerinde spekülasyonların oluşmasına ve finansal kırılganlıkların artmasına yol açabilmektedir.

1.3. KAMU BORÇ YÖNETİMİNİN AMAÇLARI

Kamu borç yönetiminin temel amacı, kamunun ihtiyaç duyduğu finansmanın sağlanmasıdır. Ancak temel amaç, kamunun ihtiyaç duyduğu finansmanın sağlanması olsa da (Saatçi, 2007: 62), maliyet ve risk unsurlarının dikkate alınması, finansal piyasalarda gelişimin sağlanması, para politikasının desteklenmesi gibi mali olmayan amaçların da makroekonomik çerçevede etkin kamu borç yönetimi hedeflerine dâhil edilmesi gerekmektedir. Mali amaçla birlikte mali olmayan amaçların da makroekonomik hedeflere dâhil edilmesi; daha rasyonel ve etkin bir borçlanma stratejisinin oluşturulmasına, politika yapıcılarının rasyonel kararlar verebilmesine ve sonuç olarak kamuoyu güvenini kazanmış etkin bir borç yönetimi politikasının oluşmasına olanak sağlamaktadır.

Kamuoyu güveninin tesis edildiği etkin ve iyi bir borç yönetimi, ülkeyi yüksek reel faiz ve kısa vadeli borç sarmalından çıkartabilmekte (DPT, 2001: 123), borç portföyünün mali ve iktisadi krizlere karşı duyarlılığını azaltabilmektedir. Borç yönetim otoritelerinin, etkin bir kamu borç yönetim stratejisi yürütmeleri için gerekli mali, ekonomik, finansal ve diğer amaçlar aşağıda belirtildiği şekilde tasnif edilebilir.

Tablo 1.1: Kamu Borç Yönetiminin Amaçları

Mali Amaçlar	- Kamu kesimi finansman ihtiyacını karşılamak - Mali gereklilikleri sağlıklı bir şekilde tespit etmek
Ekonomik Amaçlar	- Borçlanmada riskleri kontrol edilebilir düzeyde tutmak ve borçlanma maliyetini minimize etmek - Krizleri önlemek ve iktisadi istikrarı sağlamak - Borçlanma ile elde edilen kaynakların ekonomik ve verimli kullanımını sağlamak
Finansal Amaçlar	- Devletin mali piyasalara girişini kesintisiz olarak sağlamak - Finansal piyasaların gelişimini sağlamak - Kamu kesimi borçlanma süresince oluşacak pazar etkilerini minimize etmek - Likit ve derin ikincil piyasa oluşturmak, devlet borçlanma araçlarının ikincil piyasalarda etkin kullanımını sağlamak - Dengeli bir vade yapısı oluşturmak - Borçlanma araçlarında çeşitlilik sağlamak ve yeni borçlanma alanları oluşturmak
Diğer Amaçlar	- Hane halkını tasarrufa yönlendirmek - Para, maliye ve borç yönetim politikaları arasında koordinasyonu sağlamak - Gelir ve servet dağılımını iyileştirmek - Borçlanmada rekabetçi bir piyasa yapısı oluşturmak

Kaynak: Dedeoğlu, 1995: 27-28; OECD, 1996: 662; Gürler, 1998: 46-49; DPT, 2001: 123; IMF, 2002: 11-21; Tandırcıoğlu, 2004: 100; Wheeler, 2004: 4-17 çalışmalarından derlenmiştir.

Kamu borç yönetiminin mali ve mali olmayan amaçlarının açık bir şekilde belirlenmesi, risk yönetimine yönelik politika yönergeleri de dâhil olmak üzere hükümetlerin risk tercihlerini yansıtan orta ve uzun vadeli stratejilerin geliştirilmesi, borç yönetimi için hayati bir önem taşımaktadır. Bu doğrultuda seçilmiş ülkelerde borç yönetiminin mali ve mali olmayan amaçlarına ilişkin çeşitli örnekler, aşağıda belirtildiği gibi özetlenebilmektedir.

Tablo 1.2: Seçilmiş Ülkelerde Borç Yönetim Amaçları

Ülkeler	Mali ve Mali Olmayan Amaçlar
Avustralya	Borç yönetimin temel amacı, borç portföyünün uzun vadede en düşük maliyet ve kabul edilebilir risk düzeyinde oluşturulması ve yönetilmesidir.
Danimarka	Kamu borç politikalarının temel amacı, borçlanma maliyetlerini uzun vadede minimum seviyeye çekmektir. Ancak bu amaç; kabul edilebilir bir risk seviyesi yaratmak, işlevsel ve verimli bir finansal piyasa oluşturmak ve hükümetin uzun vadede finansal piyasalara erişimini sürekli kılmak gibi diğer birtakım amaçlarla desteklenmelidir.
İrlanda	Kamu borç yönetimin temel amacı, kısa ve uzun vadeli yükümlülükleri yerine getirmek, yıllık borç servis maliyet seviyesini korumak, devletin risklere maruz kalma olasılığını en aza indirmek ve devletin yıllık borçlanma talebini karşılamaktır.
Yeni Zelanda	Borç yönetiminin amacı, kamu maliyesi ve özellikle riskten kaçınma bağlamında devlet borçlarının finansal getirilerini en üst düzeye çıkarmaktır.
Portekiz	Borç yönetimin amacı, etkinlik ve şeffaflık ilkeleri doğrultusunda kamunun borçlanma gereksinimini istikrarlı bir şekilde yerine getirmek ve kamu borçlanma maliyetini, hükümet tarafından belirlenen risk stratejisine bağlı olarak uzun vadede en aza indirmektir.
İsveç	Kamu borç yönetimin temel amacı, riskleri dikkate alarak uzun vadede kamunun borçlanma maliyetlerini en aza indirmektir. Ancak borç yönetiminin, para politikasıyla çıkarılan direktifler ve Bakanlar Kurulunca oluşturulan yönergeler doğrultusunda yapılması öngörülmüştür.
İngiltere	Borç yönetiminin amacı, uzun vadede maliyetleri minimum seviyeye çekmek ve kamunun sabit faizli borçlanma araçları ile borçlanmasını sağlamaktır. Bu süreçte borç yönetim ofisi, borçlanma maliyetlerinin azaltılmasını engelleyen politika değerlendirmelerini dikkate alarak çalışmaktadır.

Kaynak: Currie vd., 2003: 32.

1.3.1. Mali Amaçlar

Kamu Kesimi Finansman İhtiyacını Karşılama: Toplumsal nitelikteki mal ve hizmet sunma fonksiyonunu üstlenen devlet, mali araçları kullanarak bu fonksiyonu icra etmekte, harcama yapmak için gelir toplamaktadır. Ancak gerek olağan gerekse de olağanüstü durumlarda çoğu kez kamu giderleri, kamu gelirlerini aşmakta ve kamu gelirleri-giderleri arasında bir denge sorunu ortaya çıkmaktadır. Kamu gelirleri-giderleri arasında ortaya çıkan uyum sorunu, bütçe gelir ve giderleri arasındaki dengenin sağlanması zorunluluğunu beraberinde getirmekte ve geçici açıklar için kısa vadeli, kesin açıklar için ise uzun vadeli borçlanmaya gidilmektedir. Bu süreçte kamu borç yönetiminde temel amaç, “devletin finansman ihtiyacını ve ödeme yükümlülüklerini, ihtiyatlı bir risk derecesine uygun olarak orta ve uzun vadede mümkün olan en düşük maliyetle karşılamak” olarak ortaya çıkmaktadır (Melecky, 2007: 2).

Kamu borç yönetimi ile temel mali amaç icra edilirken, ülkenin içinde bulunduğu ekonomik ve mali koşullar dikkate alınmalı, nakit dengesi göz önünde

bulundurulmalı ve bu doğrultuda oluşturulan alternatif politikalar içerisinde en etkili ve en verimli politika seçilmelidir (Civan, 2010: 37). Yani kamu kesimi finansman ihtiyacı karşılanırken, bunun hükümetin koyduğu diğer birtakım hedefler doğrultusunda gerçekleştirilmesine özen gösterilmelidir (IMF, 2014: 5).

Kamu kesimi finansman ihtiyacını karşılama yükümlülüğü yerine getirilirken döviz cinsinden güçlü kredi notuna ve gelişmiş yerel sermaye piyasalarına sahip ülkeler, uluslararası piyasalardan daha kolay borçlanabilmektedirler (Wheeler, 2004: 13). Buna karşın mali açıkların süreklilik kazandığı ve sermaye piyasalarının gelişmediği ülkelerde risk primleri artmakta ve buna paralel olarak kamu borçlanması ağır koşullar altında gerçekleşebilmektedir. Oluşan ağır koşullar, borcun borçla finansman sorununa ve borç kısır döngüsüne yol açmakta, hükümetin koyduğu diğer borç yönetim hedeflerinin gerçekleşmesini engellemektedir. Ancak içeriği ve koşulları ne şekilde olursa olsun, kamu finansman yükümlülüğünün yerine getirilmesi devlet açısından bir zorunluluk olmaktadır (Ulusoy, 2009: 305).

Mali Gereklilikleri Sağlıklı Bir Şekilde Tespit Etmek: Mali otoritelerin, çeşitli borç göstergelerini dikkate alarak mali gereklilikleri ve borç düzeylerini gerçekçi biçimde tespit etmeleri, kamu borç yönetimi için önemli bir amaçtır (Egeli ve Tandırcıoğlu, 2009: 16). Borçlanmaya ilişkin mali göstergelerin mali otoritece bilinmesi ve sürekli izlenmesi, erken uyarı sistemlerinin geliştirilmesini sağlayarak borç portföyünü olası risklerden korumaktadır. Diğer yandan makroekonomik politikaları yürüten yetkili organların geleceğe yönelik tahminlerinin daha tutarlı olması açısından önem arz eden borç göstergelerinin izlenmesi, borçlanma stratejilerinin güncellenmesini sağlamak ve politika yapıcılarının yeni finansman gereksinimlerine ilişkin daha rasyonel kararlar almalarında etkili olmaktadır.

1.3.2. Ekonomik Amaçlar

Borçlanmada Riskleri Kontrol Edilebilir Düzeyde Tutmak ve Borçlanma Maliyetini Minimize Etmek: Kamu borç yönetimini tanımlarken, kontrol edilebilir bir risk düzeyinde orta ve uzun vadede mümkün olan en düşük maliyet ile gerekli fon miktarını sağlamanın, borç yönetiminin temel amacı olduğunu ifade etmiştik. Bu yaklaşım temelde, borçlanma politikalarını yürüten kamu borç yönetiminin, maliyetlerin yanı sıra çeşitli risklerle de karşı karşıya kaldığını göstermektedir (Balıbek vd., 2012:

120). Bu yönüyle borç yönetiminin, belirli bir risk profili altında borçlanma maliyetlerini en aza indirgeyen ihraç teknikleri ve kurumsal düzenlemelerin seçimiyle ilgilenmesi temel bir gereklilik olmaktadır (Mylonas vd., 2000: 14).

Kamu borçlanmasında risk ve maliyet arasındaki dengenin analizi, borç yönetim stratejisinin önemli bir parçası olduğundan (Balino ve Sundararajan, 2008: 12), kamu borcunun en uygun yapısı belirlenirken borç yöneticileri, alternatif finansman biçimleri ve muhtemel dışsallıklar altında risk ve maliyet arasındaki dengeyi düşünmelidirler (Panizza, 2008: 10). Çünkü kamu borçlanmasında, genellikle borçlanma maliyetleri ve riskler arasında bir ödünleşme (trade-off) ilişkisi bulunmaktadır (Leong, 1999: 1). Bu durum borç yönetimini, riskleri azaltmak için uzun vadeli borçlanmaya veya maliyetleri azaltmak için kısa vadeli borçlanmaya yöneltebilmektedir. Örneğin, uzun vadeli borçlanma için faizlerin yüksek olduğu bir ortamda maliyetleri düşük seviyede tutmak isteyen bir borç yönetimi, kısa vadeli ve düşük faizli borçlanmaya gidecektir. Fakat bu strateji ile kamu borçlarının kısa aralıklarla yenilenmesi söz konusu olduğundan, kamu borçlarının piyasadaki gelişmelere karşı duyarlılığı artacaktır. Kısa aralıklarla oluşan finansman ihtiyacı, borçların yeniden finansman riskini de beraberinde getirdiğinden, borçlanma faiz maliyeti ile nakit borç ödeme değişkenliği yükselecek (Balıbek vd., 2012: 121) ve borç yönetim faktörleri etkinliğini kaybedecektir. Diğer yandan risklere önem veren bir borç yönetimi, kısa vadeli borç sarmalından kurtulmak için sabit faizli menkul kıymetlerden oluşan orta ve uzun vadeli bir borçlanmaya gidecektir. Böylece borç portföyünün ani ekonomik şoklar ve piyasadaki gelişmelere karşı duyarlılığı azaltılarak borçlanmanın maliyeti düşürülebilecek ve kısa vadeli borçlar nedeniyle oluşabilecek riskler minimum seviyeye çekilebilecektir (Mylonas vd., 2000: 14).

Kamu borçlanmasında faiz önemli bir maliyet olduğundan, düşük faizle borçlanmak kamu borç yönetiminin önemli bir amacıdır. Ancak maliyetlerin düşürülmesinden, faizlerin idari kararlarla düşürülmesi değil, faizlerin piyasa koşullarında düşürülmesi ve borçlanmanın piyasa koşullarında uygun şartlarda yapılması anlaşılmalıdır. Öncelikle borçlanma araçlarının likiditesinin artırılması, geleceğe ilişkin belirsizliklerin azaltılması ve borçlanma vadelerinin piyasa koşullarında uzatılması suretiyle borçlanma maliyetleri düşürülebilir (Dedeoğlu, 1995: 27). Öngörülebilir ve şeffaf bir borç yönetim politikası ile belirsizlikler ve dolayısıyla devlet

borcuna etki eden risk primleri azaltılarak hükümetin daha fazla riske maruz kalmadan düşük maliyetle borçlanması sağlanabilir (Leong, 1999: 1). Buna ek olarak yatırımcı tabanının genişletilmesi, borçlanma araçlarında çeşitliliğinin sağlanması ve etkin işleyen ikincil piyasaların oluşturulması yoluyla da uygun bir risk düzeyinde borçlanma maliyetlerini azaltabilir.

Krizleri Önlemek ve İktisadi İstikrarı Sağlamak: Ülkelerin kamu borçlanmasını, kamu gelirlerinin ikamesi olarak yaygın şekilde mali kural gözetmeksizin kullanmaları, ekonomilerde kamu borç stokunun artmasına ve borç kısır döngüsüne neden olmaktadır (Yıldız, 2014: 68). Artan borç yükü, riskli bir borç yapısının oluşmasına, makroekonomik gerekliliklerden öte mali gerekliliklerin ön plana çıkmasına, dolayısıyla para, maliye ve borç yönetim politikalarının etkisizleşmesine yol açmaktadır. Böylece zayıf makroekonomik politikalar altında gerçekleştirilen kamu borçlanması, finansal krizlere neden olabilmekte veya mevcut krizleri derinleştirebilmektedir.

Özellikle az gelişmiş veya gelişmekte olan ülkelerde mali piyasaların gelişmemiş ve tasarruf eğiliminin düşük olması, kamu kesimi finansman ihtiyacının dış piyasalardan karşılanmasını zorunlu kılmakta ve yabancı para cinsinden yapılan borçlanmalar, ekonominin dış şoklara karşı duyarlılığını arttırmaktadır. Böylece ülke ekonomileri, döviz kuru ve faiz oranlarındaki dalgalanmalar ile spekülative sermaye hareketleri karşısında savunmasız ve önemli politik zorluklarla karşı karşıya kalmaktadır (Cassard ve Folkerts Landau, 1997a: 12). Bu durum, uzun yıllar boyunca özel sektör tarafından kullanılan ve bir kurumun varlık ile yükümlülüklerine ilişkin risk ve maliyetlerin analiz edilmesini sağlayan varlık-yükümlülük yönetimi yaklaşımının, kamu sektöründe de uygulanmasını hızlandırmıştır.

Varlık ve yükümlülük yaklaşımı çerçevesinde amaç; varlık ve yükümlülüklerin vade yapıları ile faiz, döviz kuru gibi piyasa değişkenlerine olan duyarlılıkları arasındaki farkları sınırlamak, varlık ve yükümlülükleri uyumlaştırmaktır. Bu kapsamda piyasada yaşanan değişimlerin, varlık ve yükümlülükler üzerindeki etkilerinin aynı doğrultuya çekilmesi suretiyle muhtemel zararlar en aza indirgenmekte ve olası krizler önlenmektedir (Koç, 2012: 106-107). Diğer yandan ülke içi tasarrufların arttırılması, yasal ve kurumsal düzenlemelerle ulusal mali piyasaların geliştirilmesi, yatırımcı

tabanının genişletilmesi, etkin bir nakit yönetim sisteminin oluşturulması ve borçlanma araçlarında çeşitliliğin sağlanması yoluyla da krizlerin önlenmesi mümkün olabilmektedir.

Borç yönetim politikalarından kaynaklı krizler ile iktisadi istikrarsızlıklar arasında yakın bir ilişki söz konusu olduğundan, yaşanan sermaye hareketleri ve birbirine entegre olmuş uluslararası sermaye piyasaları nedeniyle devlet yükümlülüklerin sağlıklı yönetilmesi, bir ülkenin ekonomik istikrarının korunmasında önemli bir unsur olmaktadır (Cassard ve Folkerts Landau, 1997a: 12). Krizlere karşı alınan önlemlerin aynı zamanda iktisadi istikrarın sağlanması ve sürdürülmesinde önemli bir rol aldığını belirtmek mümkündür. Bu nedenle borç kaynaklı istikrarsızlıkların önlenmesinde; borçlanma kuralları ile aşırı borçlanmanın önüne geçmek, piyasadaki belirsizlikleri gidermek, sermaye hareketleri, döviz kurları ve faizlerdeki dalgalanmalara karşı etkili önlemler almak, finansal kriz riskini azalttığı ölçüde kamu borç yönetim politikalarının etkinliğini arttırmaktadır.

Borçlanma ile Elde Edilen Kaynakların Ekonomik ve Verimli Kullanımını Sağlamak: Kamu kesimi finansman ihtiyacı doğduğu takdirde, bunun uygun maliyet ve kontrol edilebilir risk düzeyinde piyasalardan karşılanması, kamu borç yönetiminin amacı olduğu gibi borçlanma ile elde edilen kaynakların ekonomik ve verimli kullanılması da aynı şekilde kamu borç yönetiminin temel bir görevidir.

Devlet, kamu kesimi finansman ihtiyacını farklı nedenlere bağlı olarak ya iç piyasadan ya da dış piyasadan karşılamaktadır. İç ve dış piyasalardan kaynak bulmanın gerek nedeni ve gerekse miktarı, ülkelerin gelişmişlik düzeyi ile yakından ilgili olup bu konuda ters yönlü bir ilişki vardır (Erdem, 2015: 16). Gelişmiş ülkelerde tasarruf eğiliminin yüksek olması ve gelişmiş mali piyasaların varlığından dolayı bu ülkelerde toplam borç stoku içinde iç borçların payı daha yüksek olmaktadır. Ancak gelişmekte olan veya az gelişmiş ülkelerde tasarruf eğiliminin düşük, yatırım kaynaklarının yetersiz ve gelişmemiş mali piyasaların varlığından dolayı dış kaynak kullanımı daha fazla olmakta ve toplam borç stoku içinde dış borçların payı daha yüksek seviyeye ulaşmaktadır.

İç borç, devletin ülke sınırları içinde gerçek veya tüzel kişilerden aldığı borçtur. Bu borçlar iç mali piyasadan sağlandığından, alınması veya geri ödenmesi

aşamasında milli gelir üzerinde bir değişiklik yaratmamaktadır (Erdem, 2015: 39-40). Ancak yurtiçi piyasalardan sağlanan kaynakların yatırımlarda kullanılması sonucu artan üretim, milli geliri arttıracaktır. Aksi takdirde alınan kaynakların etkin, ekonomik ve verimli kullanılmaması milli geliri olumsuz etkileyeceğinden, ekonomik büyüme düşük düzeyde kalacak ve mevcut borçların ödenmesi için gerekli finansman kaynakları yeni borçlanmaların nedeni olacaktır. Devleti daha fazla borçlanma maliyeti ile karşı karşıya bırakan bu gelişme, borç kısır döngüsünü kaçınılmaz kılmaktadır.

Dış borçlar ise yurtdışı piyasalardan elde edilen kaynaklardan oluşmaktadır. Alındığı zaman milli gelir üzerinde doğrudan olumlu bir etki yaratan dış borçlar, geri ödendiğinde milli geliri azaltıcı yönde etkileyebilmektedir (Edizdoğan vd., 2010: 472). Bu nedenle dış borçların gerek anapara ve gerekse faiz ödemelerinin milli gelir üzerinde bozucu bir etki yaratmaması için alınan dış kaynakların kendisini finanse edecek yatırımlarda kullanılması büyük bir önem taşımaktadır. Şöyle ki, dış borçlarla elde edilen kaynakların döviz kazandırıcı büyük yatırımlarda kullanılması milli geliri arttıracak ve ekonomik büyümeyi tetikleyecektir. Yani alınan dış borçlar verimli kullanıldığı takdirde, borçların anapara ve faizlerinin ödenmesi yeni borçlanmalara neden olmayacak ve kamu kesimi borçlanma gereği üzerindeki baskı azaltılabilecektir.

1.3.3. Finansal Amaçlar

Devletin Mali Piyasalara Girişini Kesintisiz Olarak Sağlamak: Borç verilebilir fon arzı ile fon talebinin bulunduğu piyasalar, mali piyasalar olarak tanımlanmaktadır. Mali piyasalar; kısa vadeli fon arzı-fon talebinin bulunduğu para piyasası ve uzun vadeli fon arzı-fon talebinin bulunduğu sermaye piyasası olarak iki başlık altında ele alınmakta (Eğilmez, 1997: 150-153) ve devletler ihtiyaç duydukları finansman kaynaklarının büyük bir kısmını bu piyasalardan sağlamaktadırlar (Egeli ve Tandırcıoğlu, 2009: 14). Devlet faaliyetlerinin sürekliliği koşulu altında borç yönetiminin amaçlarından biri de, kamunun finansman ihtiyacının olduğu dönemde devletin mali piyasalara girişini sağlamak ve bu piyasalardan sürekli borçlanabilmesi olanağını yaratmaktır (DPT, 2001: 123).

Devletin finansal piyasalara girişinin sağlanması, bunun sürdürülebilir kılınması ve kısaca devletin ihtiyaç duyduğu durumlarda piyasalardan rahatlıkla borçlanabilmesi, devlete olan güvenin tesis edilmiş olmasına bağlıdır. Bunun için

devlet, piyasada güven bunalımına neden olan işlemlerden kaçınmalı, vadesi gelmiş borçların ödemesini gerçekleştirmeli, önerdiği faiz oranının piyasa koşullarında oluşan faiz oranı seviyesinde olmasına özen göstermeli (Vurucu Demir, 2004: 118) ve ağır ekonomik koşullar dışında zorunlu konversiyon ve konsolidasyona gitmemelidir. Güvenin tesis edilmesi paralelinde devlet, yatırımcılar için güvenilir bir müşteri olmakta ve bu durum ise yatırımcılarda, ellerinde devlet borçlanma araçları tutma isteği yaratmaktadır (DPT, 2001: 123). Aksi takdirde güvensizlik veya güven bunalımı nedeniyle devlet borçlanma araçlarına olan talep yetersizliği, devleti daha yüksek faiz ve kısa vadeli borçlanmaya itecek, sonuç olarak borçlanma maliyeti ve risk primi artacaktır.

Finansal Piyasaların Gelişimini Sağlamak: Devletler, kamu kesimi finansman ihtiyacının büyük bir kısmını finansal piyasalardan karşıladıklarından, finansal piyasalarda gelişimin ve finansal istikrarın sağlanması, etkin kamu borç yönetimi politikası açısından önemli bir faktör olmaktadır.

Finansal istikrarı ve finansal piyasaların gelişimini şart koşan iyi bir borç yönetimi ile yerli finansal kuruluşlar, yatırım yapabilecekleri ve diğer yatırım araçlarının fiyatlamasında kriter olarak kullanabilecekleri borçlanma araçlarından yararlanabilir. Burada finansal kuruluşlarla birlikte bireyler ve şirketlerde aynı faydayı sağlayabilir, buna paralel olarak gelişen iç finansal piyasa ekonomik kalkınmayı destekleyebilir ve özellikle ekonomiyi, sermaye çıkışları gibi dış şoklara karşı daha dayanıklı bir yapıya kavuşturabilir (Balino ve Sundararajan, 2008: 4).

Gelişmiş finansal piyasalar ile kamu borçlanması daha rekabetçi bir yapıda gerçekleştirilmek suretiyle borçlanma maliyetleri olabildiğince azaltılabilir, tasarruflar artırılabilir, atıl fonlar ekonomiye kazandırılabilir ve böylece ekonomik büyüme desteklenebilir. Bu kapsamda finansal piyasaların gelişimini sağlamak için piyasa temelli yasal ve kurumsal düzenlemelerin yapılması, yatırımcılara eşit koşulların sağlanması, borçlanma araçlarının likiditesinin artırılması ve finansal işlem maliyetlerinin düşürülmesi yoluna gidilebilir.

Kamu Kesimi Borçlanma Süresince Oluşacak Pazar Etkilerini Minimize Etmek: Kamu kesimi borçlanması sırasında veya ikincil piyasalarda faiz ve menkul kıymet fiyatlarında yaşanabilecek belirsizliklerin önüne geçmek (DPT, 2001: 124) ve

belirsizlikleri gidererek borçlanmanın piyasa üzerinde yarattığı etkiyi minimize etmek, kamu borç yönetiminin diğer bir amacıdır (Demir, 2009: 176). Bu amaç kapsamında borç yönetiminin şeffaflaştırılması ve devletin finansman ihtiyacına ilişkin bilgilerin piyasa ile paylaşılması (Tandırcıoğlu, 2004: 102), kamu borç yönetiminde etkinliğin sağlanması açısından kritik bir önem taşımaktadır.

Risk ve maliyet ölçüm yöntemlerinin tam olarak açıklanmasını, kamu borç yönetim hedeflerinin ve faaliyetlerinin kamuoyu tarafından bilinmesini gerektiren şeffaflık, kamu borçlanması süresince oluşacak negatif piyasa etkilerini gidermekte (Golomejic, 2012: 120) politikalar arası çelişkileri çözmekte ve risk ile işlem maliyetlerini azaltmaktadır (IMF, 2003).

Şeffaflık faktörü kapsamında borç yönetiminin finansman ihtiyacının belirlenmesi ve finansman ihtiyacının karşılanmasına ilişkin ihale günlerinin bir program dâhilinde yatırımcılara duyurulması bu temele dayanmaktadır (Egeli ve Tandırcıoğlu, 2009: 14). Böylece oluşturulan şeffaf borçlanma süreci ile potansiyel risk primi azaltılmakta, tasarruf sahiplerine güven verilmekte ve daha geniş bir fon arzı oluşturulabilmektedir. Bu koşullar altında borçlanma süresince oluşabilecek pazar etkileri minimize edilmekle birlikte devletin daha uygun şartlarda borçlanması sağlanmakta ve daha sonraki kamu borçlanma programlarında sapmalar azaltılabilmektedir.

Likit ve Derin İkincil Piyasa Oluşturmak, Devlet Borçlanma Araçlarının İkincil Piyasalarda Etkin Kullanımını Sağlamak: Yatırımcıların, ellerinde bulundurdıkları borçlanma araçlarını vadesinden önce kolay ve fazla maliyete katlanmadan alım-satım işlemlerini gerçekleştirdikleri piyasa olarak tanımlanan ikincil piyasalar (Horgan, 1999: 14), kamunun sürekli borçlanabilmesine önemli bir katkı sağlamaktadır. Bu nedenle yeterli hacme ve derinliğe sahip ikincil piyasaların oluşturulması ve bu piyasaların işleyişinin etkinleştirilmesi, kamu borç yönetimi için büyük bir önem taşımaktadır (Demir, 2009: 176).

İkincil piyasa fonksiyonu, devlet borç yöneticileri dışındaki piyasa aktörlerince gerçekleştirilir. Ancak, normal koşullar altında piyasa aktörlerince gerçekleştirilen ikincil piyasalar, yetkili otoritelerce yapılan aktif müdahaleler ve çeşitli düzenleyici engeller nedeniyle kendiliğinden gelişme göstermeyebilir. Bu nedenle yetkili otorite,

kurumsal düzenlemelere giderek yasal ve düzenleyici engelleri azaltabilir, ikincil piyasaları destekleyici bir çerçeve oluşturabilir, hükümetin menkul kıymet ihraç politika ve tekniklerini kolaylaştıracak uygulamalara gidebilir (Hanif, 2002: 49). Düzenleyici ve denetleyici çerçevenin geliştirilmesi, piyasa yapıcılığı sistemine dayalı bir yapının oluşturulması ve yabancı yatırımcıların iç borç piyasasına erişimlerinin desteklenmesi, bu anlamda ikincil piyasaların gelişimi için önemli faktörler olarak sıralanabilir (Blommestein, 2002: 12-13). Bununla birlikte etkin ödeme ve takas sistemlerinin geliştirilmesi, adil ve şeffaf bir ihraç piyasası mekanizmasının kurulması ve rekabetçi bir yapıya kavuşturulmuş finansal kurumların oluşturulması yoluyla da derin, etkin, likit ve çok sayıda yatırımcının olduğu iyi işleyen gelişmiş ikincil piyasalar oluşturulabilir.

Likiditesi ve etkinliği yüksek piyasalar, yatırımcılara ellerindeki menkul kıymetleri hızlı, düşük maliyetli ve kolay bir şekilde alıp-satma fırsatı doğurduğundan, yatırımcılar ikincil piyasalarda devlet borçlanma senedi almaya daha istekli olacak ve kamu borçlanma araçlarının likiditesi daha da artacaktır (Horgan, 1999: 14). İkincil piyasalardaki bu gelişim, yeni borçlanmalarda devlet borçlanma araçlarına olan talebi yükseltecek ve artan fon arzı, kamu borçlanmasını daha da kolaylaştıracaktır (Ulusoy, 2009: 30). Bu süreçte ikincil piyasaların önemli bir fonksiyonu ortaya çıkacaktır. İkincil piyasa koşullarında oluşan uygun borçlanma ortamı, birincil piyasalarda yeni borçlanmalar için bir gösterge oluşturmak suretiyle kamu kesimi finansman ihtiyacının daha uygun faiz oranı (Bağcı, 2001: 162) ve vade yapısı ile karşılanmasını sağlayacaktır. Aksi takdirde yeterli derinliğe ulaşmamış, likiditesi düşük, ticaret hacminin az olduğu iyi işlemeyen ikincil bir piyasa, birincil piyasanın gelişimini engelleyeceğinden devletin finansman ihtiyacının daha ağır koşullar altında karşılanması muhtemel bir sonuç olacaktır. Kısa vade ve yüksek faiz gibi ağır borçlanma koşulları, risk primlerini arttırdığından borçlanmada risk yönetimi, etkin işlemeyen ikincil piyasalar nedeniyle işlevini kaybedecektir.

Dengeli Bir Vade Yapısı Oluşturmak: Borcun vadesi ile ilgili değişkenlerin kontrol edilerek dengeli bir vade yapısının oluşturulması (Demir, 2009: 177) veya vade farklılıklarının giderilmesi, borç stokunun borç yönetimince idare edilmesinde önemli bir amaçtır (DPT, 2001: 124). Gelirlerin toplanması ile borçların ödenmesi zamanları arasında oluşabilecek uyumsuzluk, hazinenin nakit dengesini bozmakta ve hazineyi nakit sıkışıklığına sokabilmektedir. Bu nedenle gelirlerin toplanması ve ödemelerin

gerçekleştirilmesi, zaman olarak en uygun şekilde yapılmalıdır (Vurucu Demir, 2004: 122). Dengeli bir vade yapısının oluşturulması ve borç ödemeleri nedeniyle oluşabilecek vade uyumsuzluklarının giderilmesi için devlet kısa, orta ve uzun vadeli borçlanmaya giderken vadesi gelmiş borçların finansmanı ve ödeme dönemlerinin birbiri ile çakışmamasına da dikkat etmelidir (Tandırcıoğlu, 2004: 103).

Kamu borçlanmasında dengeli bir vade yapısı oluşturmak için borçlanma stratejisi kapsamında öncelikle etkin bir borç izleme veri tabanı oluşturulmalı ve yapılan yeni ihaleler doğrultusunda bu veri tabanı belirli periyotlarda güncellenmelidir. Bir yıl ve daha kısa süre içinde vadesi dolacak borçlar izlenmeli ve bu borçların yenilenme ihaleleri yapılmalıdır. Yeni ihaleler ile elde edilen finansman kaynaklarının ödeme dönemleri ile mevcut orta-uzun vadeli borçların ödeme dönemleri, yakın tarihlere denk gelmeyecek şekilde düzenlenmeli ve hazineye yoğun kaynak girişlerinin olduğu dönemler dikkate alınmalıdır. Borçlanma vadelerine yönelik stratejik hedefler, hazineyi olası sıkışıklıktan korurken aynı zamanda nakit sıkışıklığının yol açacağı likidite riskini de azaltacaktır.

Borçlanma Araçlarında Çeşitlilik Sağlamak ve Yeni Borçlanma Alanları Oluşturmak: Günümüzde birçok ülkede kamu kesimi finansman ihtiyacı süreklilik kazandığından, kamu kesimi finansman stratejileri, borçlanma ihtiyacının farklı araçlar kullanılarak karşılanmasını gerekli kılmaktadır (OECD, 2017: 65). Kamu borç yöneticileri, yeni fonlara ulaşmak, orta ve uzun vadede maliyet ve riskleri en aza indirmek, yanı sıra dengeli bir borç portföyü oluşturmak için borçlanma araçlarında çeşitlilik sağlamalı ve yeni borçlanma alanları oluşturmalıdır.

Borçlanma araçlarına yeni ayrıcalıklar tanınması ve farklı özelliklere sahip borçlanma araçlarının ihraç edilmesi esasına dayanan bu strateji ile borçlanma araçlarının dağılımı genişletilebilecek, yeni fon sahiplerine ulaşılabilecek ve fon arzı bu ölçüde arttırılabilecektir (Gürler, 1998: 48). Dolayısıyla ani ekonomik dalgalanmalar karşısında farklı özelliklere sahip finansal enstrümanlar ile borçlanma daha kolay gerçekleştirilirken, diğer yandan artan fon arzı nedeniyle borçlanma maliyetleri düşürülebilecek (Bröker, 1993: 42), orta ve uzun vadeli yapıya sahip bir borç portföyü ile borçların yenilenme riski azaltılabilecektir. Borçlanma araçlarında çeşitliliğin sağlanması ve farklı özelliklere sahip borçlanma araçlarının ihraç edilmesi ile birlikte

borç yönetim politikalarına esneklik kazandırılabilir ve tek bir yatırımcı grubunun yaratabileceği riskler azaltılabilecektir.

1.3.4. Diğer Amaçlar

Hane Halkını Tasarrufa Yönlendirmek: Kamu borç yönetiminin önemli bir diğer amacı da hane halkını uzun vadede tasarrufa teşvik etmektir. Bu amaç özellikle enflasyon karşıtı politikaların uygulanması veya parasal genişleme ihtimaline karşı öne çıkmakta ve ekonomide uzun vadeli sermayenin toplam arzının artırılması açısından kritik bir öneme sahip olmaktadır (OECD, 1996: 662).

Devletin, finansman ihtiyacını karşılamak amacıyla bireysel tasarruf sahiplerine yönelmesi, küçük ve atıl durumdaki fonları üretim sürecine sokacak ve özellikle bu kaynakların iktisadi rasyoneliteye uygun kullanılması ile yatırım ve üretim artacaktır. Artan üretime paralel olarak milli gelirde meydana gelen olumlu gelişme, kişisel geliri de arttırmak suretiyle tasarruf eğilimini yükseltecektir (Tandırcıoğlu, 2004: 104). Ekonomik büyüme ile ulusal kalkınma üzerinde olumlu bir etki yaratan bu gelişme, devletin iç piyasadan borçlanmasını kolaylaştıracak, dış borçlanma talebini azaltacak ve buna bağlı olarak borç portföyü olası kur riski ve spekülatif sermaye hareketlerinden korunmuş olacaktır.

Kamu borçlanmasında hane halkının tasarrufa teşvik edilmesi ve bu stratejinin başarılı bir şekilde uygulanması için borç yönetimi, devlet borçlanma araçlarının yatırımcıların gereksinimlerine uygun olmasına dikkat etmelidir (Demir, 2009: 177). Ayrıca bireysel yatırımcıların devlet borçlanma araçlarına erişimlerini kolaylaştıracak yapısal ve kurumsal düzenlemelere gidilmesi, yatırımcıların finansal ürünler hakkında bilgilendirilerek finansal farkındalık yaratılması, tüm yatırımcılara eşit muamelenin yapıldığı adil bir rekabet ortamının oluşturulması ve perakende satış yapılması suretiyle de hane halkı tasarrufa teşvik edilebilir.

Para, Maliye ve Borçlanma Politikaları Arasında Koordinasyonu Sağlamak: Ekonomik dengenin sağlanması ve sürdürülmesi amacıyla devletin ekonomiye müdahalesi, devlet borçlarının içinde yer aldığı para, maliye ve borç yönetim politikaları ile gerçekleşmektedir. Devlet borçları bu üç politika içinde yer aldığından, kimi ekonomistler borç yönetim politikasının para ve maliye politikalarından birinin

yardımcısı veya bu politikaların içinde yer alması gerektiğini (İnce, 2001: 334), kimi ekonomistler ise bu politikaların dışında yer alması gerektiğini savunmuştur. Örneğin, M. Fridman borç yönetim politikasının para politikası içerisinde olması gerektiğini savunurken, H. Walter ve H. Barger ise maliye politikası içerisinde yer alması gerektiğini ileri sürmüşlerdir (Yılmazcan, 2003: 232). Ancak 1980’li yıllardan önce uygulamada var olmayan etkin borç yönetimi, yaşanan krizler sonrasında kendi amaçları olan farklı bir makroekonomik politika haline gelmiştir (Cosio Pascal, 2012: 67). Bu nedenle iktisadi istikrarın sağlanması ve korunması için borç yönetimi politikasının, para ve maliye politikalarının dışında ancak bu politikalarla tam bir koordinasyon içinde yürütülmesi fikri ağırlık kazanmıştır. Para, maliye ve borç yönetimi politikaları arasında sağlam bir koordinasyonun sağlanması için ise her bir politikaya ilişkin amaç ve araçların belirlenmesi gerekmektedir (Ulusoy ve Kara, 2017: 33).

Genel olarak bir ülkede temel makroekonomik politikalar para politikasından sorumlu merkez bankası, maliye politikasından sorumlu maliye bakanlığı ve borç yönetiminden sorumlu hazine veya borç yönetim ofislerince gerçekleştirilmektedir. Makroekonomik düzeyde bu birimler arasında ortak amaçlar olduğu gibi her bir birimin farklı hedefi de söz konusu olabilmekte ve dolayısıyla para, maliye ve borç yönetimi politikaları arasında çoğu kez amaç çatışması kaçınılmaz olabilmektedir. Örneğin, kamu borç yönetimi düşük maliyet ve uygun risk düzeyinde bir borçlanma politikası yürütürken, para politikası yönetimi fiyat istikrarını sağlayacak politikalara yönelebilmekte ve devlet borçlanma araçlarının enflasyona veya dövizde endeksli olmasını tercih edebilmektedir. Ancak borç yönetimi, enflasyon artışı sonucu devlet borçlarının reel değerinde meydana gelecek düşüş avantajını kaybetmemek adına bu tür borçlanmalara gitmeyebilir. Öte yandan borçlanmada faiz bir maliyet unsuru olduğundan hazine, daha düşük maliyetle borçlanmak için faiz oranlarını düşük seviyede tutmayı amaçlarken, merkez bankası enflasyonist eğilimlerin olduğu dönemde fiyat istikrarını sağlamak amacıyla faiz oranlarını yükseltebilir. Aynı şekilde devletin borçlanma işlemleri sırasında piyasada mevcut likidite miktarı azalmakta ve borç geri ödemelerinde ise likidite fazlası oluşabilmektedir. Yaşanan bu gelişmeler piyasa faiz oranlarını etkilediği gibi fiyat dalgalanmalarına da yol açabilmektedir (DPT, 2001: 125). Bu durumda optimal ve tutarlı politika karması ile politika koordinasyonu

oluşturulmalı ve bu politika koordinasyonu ile ulaşılmak istenen ekonomik amaçlar dikkate alınarak tercih sıralaması yapılmalıdır (Togo, 2007: 8).

Borçlanma işlemleri gerçekleştirilirken, gerek borçlanma ve gerekse para politikasının güvenilirliğini ve etkinliğini arttırmak için borçlanma politikası ile para politikasının tam bir koordinasyon ve uyum içerisinde yürütülmesi gerekmektedir. Borçlanma ve para politikaları arasında uyum sağlanması suretiyle oluşturulan güvenilir politikalarla daha iyi sonuçlar alınabilecektir. Örneğin, güvenilir bir para politikası ile geleceğe yönelik belirsizlikler azaltılarak enflasyonist eğilimler yumuşatılırken diğer yandan iç borçlanmada risk primleri azaltılabilecek, uzun vade ve düşük faiz oranı ile yapılan borçlanma, ekonomik büyümeyi olumlu etkileyecektir (Togo, 2007: 6). Para ve borç yönetim politika yapıcılarının sık aralıklarla toplanmaları ve kendi alanlarıyla ilgili temel göstergelere ilişkin bilgi alışverişini karşılıklı olarak sağlamaları, politikalar arasında uyum ve eşgüdüm sürecini daha da işlevsel kılacaktır.

Borç yönetiminin bir diğer amacı da borçlanma politikası ile maliye politikası arasındaki koordinasyonu sağlamaktır. Maliye politikası, kamu kesimi borçlanma gereğini belirlediğinden, zaman içerisinde borç stokundaki ana etken olmakta (Cosio Pascal, 2012: 69) ve bu ilişki güçlü makroekonomik politikaların oluşturulması için iki politika arasındaki eşgüdümü zorunlu kılmaktadır.

Borçlanma maliyeti ve bütçe arasındaki ilişki göz önüne alındığında, politika yapıcılarının koordinasyon içerisinde çalışmalarının önemi daha da net anlaşılmaktadır. Söz konusu borçlanma maliyetleri bütçeden karşılandığından, kamu borç yöneticilerinin, bütçeyi hazırlayan maliye politikası yöneticilerine borçlanma maliyetine ilişkin bilgi vermeleri, mali otoritece hazırlanan bütçenin etkinliğini arttıracaktır. Borçlanma maliyetlerinin bütçe hazırlama sürecine dâhil edilmesi, maliye politikası yöneticilerini yükümlülükleri doğrultusunda daha uzun vadeli ve rasyonel planlar yapmaya yönlendirecektir. Böylece geleceğe yönelik bütçe açıklarının tahminine ilişkin bilgiler sağlanmış olmakla birlikte (Cosio Pasacal, 2012: 69) harcama planlarındaki sapmalar azaltılabilecek ve devletin uzun vadeli mali pozisyonu iyileştirilebilecektir.

Borçlanma, maliye politikası uygulamalarının diğer bir ifade ile bütçe politikalarının bir sonucu olduğundan, borç ve maliye politikası uygulamalarının uyumlu olarak yürütülmesi, borçların sürdürülebilirliğinin yanı sıra mali disiplinin

sağlanmasına da önemli bir katkı sağlamaktadır (Aytekin Balıbek vd., 2012: 49-50). Mali disiplinin sağlanması ve güçlü bir mali yapının oluşturulması, bütçe açıklarını düşürecek, borçlanma ve borçların ödenmesi için temel finansman kaynağı olan vergiler üzerindeki baskıyı azaltacaktır. Diğer yandan mali disiplinin sağlanması ile oluşturulan güçlü mali yapı ve düşük borç düzeyi, enflasyon beklentilerini ve reel faiz oranlarını düşürmek suretiyle para politikası hedeflerinde de etkinliği arttırabilecektir. Söz konusu etkin bir politika karmasının oluşturulması ve arzulanan amaçlara ulaşılması için para, maliye ve borç yönetimi politikaları arasındaki ilişki, aşağıda belirtildiği şekilde gösterilebilir (Togo, 2007: 9-10).

Borç Yönetimi-Maliye Politikası: Kötü veya zayıf bir borç yönetimi, mali otoritenin mevcut politika uygulamalarını değiştirmeye zorlayabilir. Çünkü zayıf borç yönetimi, borçlanma maliyetlerini ani bir şekilde arttırabilir ve hükümeti, borç ödeme yükümlülüklerini yerine getirmek için planlanan harcamaları kısma itebilir. Diğer yandan vergi ve harcama politikaları, bütçe açığı ve ihtiyaç duyulan borçlanma miktarını belirlediğinden, zayıf bir maliye politikası; yüksek enflasyon, yüksek bütçe açığı ve düşük ekonomik büyüme gibi sayısız sorunlara yol açabilmekte ve borç yönetiminin etkinliğine tesir edebilmektedir (Golomejic, 2012: 111). Yatırımcıların daha yüksek risk primi istediği bu durum, borç yöneticilerinin borçlanma araçlarını daha düşük maliyetlerle ihraç etmesini ve hedeflenen borç kompozisyonunu elde etmesini zorlaştıracaktır.

Borç Yönetimi-Para Politikası: Döviz kuru ve faiz oranı politikaları, döviz cinsinden ve değişken faizli borçlanmayı kısıtlayabileceğinden, para politikası, borç yöneticilerinin faaliyetlerini de sınırlayabilir. Örneğin yatırımcılar, gevşek bir para politikası uygulandığı görüntüsü nedeniyle gelecekte daha yüksek bir enflasyon veya devalüasyon gerçekleşeceği beklentisine sahip olacaklardır. Yatırımcıların beklentisi borç yöneticilerinin; uzun vadeli, sabit faizli ve yerli para cinsinden borçlanma aracı ihracını kısıtlayabilir veya böyle bir borçlanmayı çok yüksek bir maliyetle gerçekleştirmelerine neden olabilir. Çünkü bu gibi durumlarda yatırımcıların, enflasyon veya döviz endeksli borçlanma araçlarını ya da kısa vadeli borçlanma araçlarını tercih etmeleri kaçınılmaz olacaktır. Kısa vadeli, değişken faizli, döviz veya enflasyona endeksli borçlar nedeniyle oluşan zayıf borç yapısı, merkez bankasının faiz artırımını veya yerel paranın değerini düşürme istekliliğini sınırlayabilir.

Maliye Politikası-Para Politikası: Yüksek enflasyon ve yüksek faiz oranları, özel sektörün ekonomik faaliyetlerini yavaşlatacağından, hükümet gelirlerinin düşmesi kaçınılmaz olacaktır. Bu durum gelir-gider dengesini bozacak ve oluşan açıklar, borç seviyesini doğrudan arttırabilecektir. Diğer yandan mali disiplinden yoksun zayıf bir mali yönetim sonucu oluşan açık ve yüksek borç seviyesi, enflasyon ve reel faizlerin yükselmesine neden olabileceğinden para politikası hedeflerinin tehlikeye girmesi muhtemel bir sonuç olacaktır.

Kötü yönetilen bir para politikası, özellikle borç yönetimi ile ilgili başarılı ve etkin bir maliye politikası uygulamasını engelleyebilir. Örneğin, belirli bir döviz kuru seviyesini korumaya çalışan para otoritesinin uyguladığı daraltıcı para politikası, faiz oranlarında artışa yol açabilir. Artan faiz oranları kamu borç servis maliyetlerini yükselterek mali istikrarı (Golomejic, 2012: 111), maliye politikası uygulamalarını ve başarılı borç yönetim hedeflerini tehdit edebilir. Ancak bu süreçte ekonomi politikalarının etkinliğini arttıran ve politika formülasyonunu gerçekleştiren para ve maliye politikalarının amaç ve araçları arasında kurulacak uyum ve koordinasyon, borç yönetim hedeflerine yönelik tehditleri azaltmakta etkili olabilecektir.

Gelir ve Servet Dağılımını İyileştirmek: Kamu borç yöneticileri, piyasa koşullarında yatırımcılara eşit fırsatlar sunmak suretiyle daha geniş yatırımcı tabanına ulaşarak ve borçlanma araçlarının küçük yatırımcılara satışını teşvik ederek bu hedefe ulaşılmasına katkıda bulunabilir. Bu anlamda yüksek gelir grubundaki yatırımcıların elde ettiği getiriler için tercih edilen vergi muamelelerin kaldırılması veya kısıtlanması (OECD, 1996: 663) ve küçük yatırımcılara vergisel muamelelerde teşvikler sağlanması, gelir ve servet dağılımını iyileştirebilir.

Borçlanma ile elde edilen kaynakların etkin, ekonomik ve verimli kullanılması diğer bir ifade ile kendisini finanse edecek yatırımlarda kullanılması da gelir ve servet dağılımının iyileştirilmesi açısından gereklidir. Borçlanma kaynaklarının kendini finanse edecek yatırımlarda kullanılmaması, borç anapara ve faiz ödemeleri için devleti temel finansman kaynağı olan vergilere yöneltecektir. Bu süreçte vergi ödeyenler ile faiz geliri elde edenler aynı kişiler olduğu takdirde borçlanma, gelir dağılımı üzerinde bozucu bir etki yaratmayacaktır (Ulusoy, 2009: 345). Ancak ellerinde devlet borçlanma aracı bulunduran yatırımcılara vergisel teşvikler sunulması veya borçlanma araçlarının

vergi istisnaları kapsamına alınması durumunda gelir dağılımı, faiz geliri elde edenlerin lehine olacaktır.

Gelir ve servet dağılımında adaletin sağlanması, borçlanma kaynaklarının etkin kullanılması ve yatırımcılara yönelik vergisel düzenlemelerle olabileceği gibi uzun süreli tasarrufların teşvik edilmesini sağlayacak ve tasarrufların enflasyon karşısında erimesini önleyecek tedbirlerle de mümkündür. Bu, enflasyona endeksli veya enflasyondan daha yüksek gelir garanti eden nominal faizli alternatif borçlanma araçları ihracı ile gerçekleştirilebilir (Süngü, 2006: 79).

Borçlanmada Rekabetçi Bir Piyasa Yapısı Oluşturmak: Kamu borç yönetiminin bir diğer amacı, devletin uygun şartlarda borçlanmasını sağlayacak rekabetçi bir piyasa yapısı oluşturmaktır. Devlet borçlanma ihaleleri için rekabetçi bir piyasa yapısının oluşturulması, mali piyasalarda yeni finansal araç ve ürünlerin yaratılmasına katkıda bulunacaktır. Böylece geniş yatırımcı tabanı ve geniş teklifler oluşturulacak, fon arzı ve fon talebi piyasa koşullarında dengeye gelecektir.

Rekabetçi piyasa koşullarında oluşan borçlanma araçlarının faiz oranı ve vade yapısı, devletin daha uygun koşullarda borçlanmasını sağlayacaktır. Uygun faiz ile borçlanan devlet, daha az maliyete katlanırken uygun vade ile borçlanma sonucunda ise borç portföyünün risklere karşı hassasiyeti azaltılabilecektir. Devletin rekabetçi bir piyasa yapısı oluşturmak için yasal ve kurumsal düzenlemelere gitmesinin ve tüm yatırımcılara adil davranmasının bir gereklilik olduğunu belirtmek yerinde bir değerlendirme olacaktır.

1.4. KAMU BORÇ YÖNETİMİNİN FONKSİYONLARI

Kamu borç yönetimi, hükümetin bütçe amaçları doğrultusunda borçlanması ve elde ettiği kaynakları verimli bir şekilde kullanması süreci olup kamu borcunun düzenlenmesinin teknik ve kurumsal fonksiyonlarını kapsamaktadır. Teknik anlamda kamu borç yönetimi fonksiyonu, finansman ihtiyacı seviyesinin belirlenmesi ve borçlanma koşullarının gelecek dönemlerde borç kapasitesiyle orantılı olmasını sağlamaktır. Kurumsal anlamda ise borç yönetimi fonksiyonu, borçlanmanın yasal çerçevesinin belirlenmesi, muhasebe ve kayıt işlemlerinin yapılması, organizasyonel

yapının oluşturulması, yeni borçlanma ve borç stokunun izlenmesine odaklanmaktadır (Hanif, 2002: 46-47).

Kamu borç yönetimi idaresinin merkez bankasında, maliye bakanlığında, hazinede veya borç yönetim ofisinde olup olmadığına bakılmaksızın kamu borç yönetim sürecine işlerlik kazandırmak, borç yönetim performansını arttırmak, şeffaflığı sağlamak, hesap verebilir bir yapı oluşturmak ve borç yönetim stratejilerinin geliştirilmesini sağlamak, borç yönetim fonksiyonlarının önemli birer işlevidir. Kamu borç yönetim fonksiyonları; idari borç yönetim fonksiyonları, operasyonel borç yönetim fonksiyonları ve diğer fonksiyonlar olarak üç başlık altında değerlendirilebilir (IMF, 1994; IMF, 1998: 22; UNCTAD, 1999: 4-9; Hanif, 2002: 47-51; Cosio Pascal, 2006: 6-12; UN, 2006: 12-19; Cosio Pascal, 2012: 53-58).

1.4.1. İdari Borç Yönetim Fonksiyonları

Doğrudan borç yönetim biriminin sorumluluğunda olmayan idari borç yönetim fonksiyonları; maliye bakanlığı, merkez bankası, hazine ve borç yönetim ofisinin katılımı ile daha yüksek bir hiyerarşik seviyede gerçekleştirilmektedir (Cosio-Pascal, 2012: 53). Makroekonomik yönetsel bir boyuta sahip idari borç yönetim fonksiyonları, borç yönetim sisteminde örgütlenme ve yönlendirme sağlayan kuralların üst düzey yönetim tarafından oluşturulması olarak görülmektedir (UNCTAD, 1999: 4). Bu fonksiyonlar; politika-planlama fonksiyonu, düzenleme fonksiyonu ve kaynak sağlama fonksiyonundan oluşmaktadır (Borresen ve Cosio-Pascal, 2002: 4).

Politika ve Planlama Fonksiyonu: Politika fonksiyonu, bir ülkenin kamu borç yönetim hedeflerini ve sorumlu olacağı borç yönetim stratejisini belirlemekte iken (Currie vd., 2003: 32-34), planlama fonksiyonu mali gereksinimlerin gösterilmesi ve borçlanma programının oluşturulmasını sağlamaktadır (IMF, 1998: 22). Politika ve planlama fonksiyonu aracılığıyla borçlanma hedeflerinin oluşturulması ve borçlanma programının bu hedefler doğrultusunda kullanılması, etkin makroekonomik stratejilerin oluşturulmasını sağlamaktadır. Böylelikle borçlanmaya ilişkin maliyet ve risk seviyesi, para birimi, vade yapısı ve faiz oranına ilişkin politikalar, sürdürülebilir borç yapısının oluşturulması için daha etkin kullanılabilir.

Kamu borç yönetiminde etkinliğin sağlanması için politika ve planlamalar yapılırken gerek politika ve planların oluşturulma aşamasında ve gerekse uygulama

aşamasında görev alan birimlerin yetki ve sorumlulukları, yasal zemine kavuşturulmalıdır. Yasal düzenlemeler ile birlikte kurumsal düzenlemelere gidilmeli ve bu düzenlemeler, borç yönetiminde görev alan farklı kurumlar arasında maksimum koordinasyon ve işbirliğini sağlamalıdır (Bangura vd., 2000: 5). Görev, yetki ve sorumlulukların yasal zemine kavuşturulması ile birlikte bu yetki ve sorumlulukların açık olması, kamu sektöründe hesap verebilirlik ve kontrol mekanizmasını güçlendireceğinden, borçlanma kaynakları daha etkin ve verimli kullanılabilir.

Düzenleme Fonksiyonu: Kamu borç yönetiminin düzenleyici fonksiyonu, borç yönetiminin yasal, kurumsal ve idari düzenlemelerini kapsamaktadır. Düzenleyici fonksiyon, verimli bir bilgi akışı ile desteklenen kayıt, analitik, kontrol ve işlem seviyelerinde iyi koordine edilmiş ve gerektiğinde merkezileştirilmiş bir borç yönetiminin sağlanması için iyi tanımlanmış bir düzenleyici ortamın oluşturulmasını içermektedir (UNCTAD, 1999: 5). Birimler arasında örgütsel sorumlulukların, kuralların ve prosedürlerin idari ve yasal çerçevesinin oluşturulması ve sürekli gözden geçirilmesi ile hukuki gereksinimlerin yerine getirilmesi, bu fonksiyonun önemli bir sonucu olarak karşımıza çıkmaktadır. Ayrıca düzenleme fonksiyonu verilerin kaydedilmesi, izlenmesi ve uygulanan kontrol düzeyinin tanımlanmasını sağlamak adına önemli bir işlevi yürütmektedir (Borresen ve Cosio Pascal, 2002: 5).

Düzenleme fonksiyonu, her mali yıl için bütçe kanunları aracılığıyla iç ve dış borçlanma tavanının belirlenmesi, belirlenen hedef ve stratejiler altında bazı borçlanma göstergeleri üzerine sınırlamaların getirilmesinde belirleyici olmaktadır. Düzenleme fonksiyonu dinamik olduğundan, makroekonomik stratejilerde değişiklikler ve küresel düzeyde değişimler sonucu yasal, kurumsal ve organizasyonel yapı revize edilmekte ve yeniden gözden geçirilmektedir. Yasal çerçevenin gözden geçirilmesi, hükümetin yeni gelişmelere uyum sağlamasını ve ülkenin karşı karşıya kalabileceği sorunlara daha rasyonel yaklaşması olanağını tanımaktadır (Cosio Pascal, 2012: 54).

Kaynak Sağlama Fonksiyonu: Kaynak sağlama fonksiyonu, borç yönetimi ile ilgili kayıt, analitik, kontrol ve işlemlerin nitelikli personel tarafından yerine getirilmesini sağlamaktadır. Personelin işe alınması, motive edilmesi, eğitilmesi ve tespit edilmesi, kaynak sağlama fonksiyonu kapsamında gerçekleştirilmektedir (UNCTAD, 1999: 5). Bu işlev aynı zamanda, yeterli düzeyde materyal ve malzemenin

(ofis, uygun çalışma alanı, iletişim araçları vb.) sağlanmasını içerecek şekilde geniş çapta yorumlanabilir (Borresen ve Cosio Pascal, 2002: 6).

Kaynak sağlama fonksiyonu ile kalifiye personelin istihdam edilmesi yönünde politikalarının geliştirilmesi ve güçlü bir sistemin oluşturulması, kamu borç yönetiminde etkinliği arttıracaktır. Bu çerçevede kamu veya daha spesifik bir ifade ile borç yönetim ofisi, borç yönetim faaliyetlerini yürüten kamu personelinin ücret yapısında iyileşmelere gitmeli ve personelin kariyer gelişimine olanak tanımalıdır (Cosio Pascal, 2012: 54). Öte yandan kamu borç yönetiminin teknik altyapısının güçlendirilmesi için yeterli düzeyde materyal sağlanmalı, borç verilerinin işlenmesine ivme kazandıracak bilgisayar tabanlı borç yönetim sistemi oluşturulmalıdır (Cosio Pascal, 2006: 7).

1.4.2. Operasyonel Borç Yönetim Fonksiyonları

Kamu borç yönetiminde operasyonel borç yönetim fonksiyonları, borç yönetim ofisinin sorumluluğu altındadır. Borçların günlük yönetimi olarak da tanımlanan operasyonel borç yönetimi, pasif ve aktif borç yönetiminden oluşmaktadır (UNCTAD, 1999: 5). Borç yönetim organizasyonunu oluşturan ön, orta ve arka ofis tarafından yerine getirilen bu fonksiyonlar; muhasebe ve kayıt fonksiyonu, risk yönetim fonksiyonu, gözetim fonksiyonu, ikincil piyasa fonksiyonu, kontrol fonksiyonu, analitik fonksiyonu ve işlem fonksiyonu olarak belirtilmektedir.

Muhasebe ve Kayıt Fonksiyonu: Muhasebe fonksiyonu, borcun yönetilmesi için borcun bilinmesi gerektiği düşüncesine dayanmaktadır. Borca ilişkin muhasebe kayıtlarının bilinmesi; döviz işlemlerinin gündelik yönetimi, borçlanmaya ilişkin stratejilerin planlanması, borç ve faiz ödemelerinin sağlıklı bir şekilde yapılması, borçlanma sonuçlarının değerlendirilmesi, risk analizi ve dolayısıyla başarılı bir borç yönetimi için temel şarttır (Hanif, 2002: 47).

Muhasebe fonksiyonu ile devlet, stratejik planlar dâhilinde varlık ve yükümlülükler ile etkin bir nakit yönetimini gerçekleştirebilmektedir. Bu sayede devlet borçlanma işlemleri rasyonel planlar ile yapılmakta, muhtemel sorumlulukların yerine getirilmeme riski azaltılabilmekte ve borç portföyünün maruz kalabileceği riskler için bir erken uyarı mekanizması oluşturulabilmektedir.

Borç verilerinin toplanması, işlenmesi ve onaylanması sürecinden oluşan kayıt fonksiyonu, sağlıklı bir kamu borç muhasebesinin tutulması için veri ve istatistikî bilgi sağlamaktadır. Kayıt fonksiyonu, diğer borç yönetim fonksiyonlarına işlerlik kazandırdığından, borç yönetim birimlerinin iç ve dış borç yönetimi için borç verilerini elinde bulundurması temel bir zorunluluk olmaktadır (Cosio Pascal, 2006: 9). Zira kayıt fonksiyonunun işlevsel olmaması sonucu oluşan kötü istatistikî veri tabanı, başarılı bir borç yönetimini ve borç yönetimine ilişkin rasyonel kararlar almayı imkânsız kılabilmektedir (Sarı, 2004: 35). Muhasebe ve kayıt fonksiyonunun işlevsel olması ve diğer borç yönetim fonksiyonlarına işlerlik kazandırması için borcun miktar ve bileşimine ilişkin tüm kayıtlar tutulmalı ve bu kayıtlar, en ayrıntılı düzeyde uluslararası muhasebe standartlarına göre oluşturulmalıdır.

Risk Yönetim Fonksiyonu: İç ve dış borçlanmada; borcun vade yapısı, para birimi ve faiz oranı dikkate alınarak başarılı bir borç yönetim stratejisinin geliştirilmesi, kamu borç yönetiminde risk yönetim fonksiyonunun önemli bir faaliyetidir. Devletin tüm varlık ve yükümlülüklerine ilişkin vade yapısı ve para birimi uyumsuzluklarının giderilmesi ise burada temel stratejiyi oluşturmaktadır. Örneğin, devlet varlıklarının önemli düzeyde yerli para cinsinden ve yükümlülüklerin de yabancı para cinsinden olması, varlık ve yükümlülükler arasında kur riskini doğurabilmekte ve kamu borç portföyünün kurlardaki değişimlere karşı duyarlılığı artmaktadır. Ancak bir ülkenin, döviz cinsinden finansal varlıkları oranında aynı döviz cinsinden yükümlülüklerle sahip olması, varlık ve yükümlülükler arasında uyumsuzluğu gidermekte ve kur riski yaratmamaktadır (Koç, 2012: 109). Benzer bir sorun, borç sepetinde değişken faizli borçların yüksek olması durumunda ortaya çıkmaktadır. Borç sepetinde değişken faizli borçların yüksek olması ve gelecekte öngörülmeleyen ekonomik gelişmeler, faiz riskini doğurabilmekte ve borç servis maliyetlerini yükseltmektedir. Bu nedenle yükümlülüklerin sabit faizli ve yerel para birimi cinsinden olması, borç yönetiminde risk fonksiyonunun etkinliğini arttırabilmektedir.

Devletin garanti verdiği borçlar da risk yönetim fonksiyonu kapsamında değerlendirilmektedir. Devletin garanti verdiği borçlar ve şarta bağlı yükümlülükler, borçlanıcı kuruluşun yükümlülüklerini yerine getirmemesi durumunda kamu borcuna dönüşmekte ve başlangıçta öngörülmeleyen ödemeleri arttırmaktadır. Bu durumda gelecekte öngörülmeleyen ödemeleri karşılamak ve borç stokundaki artışı engellemek için

devletin; borçlanıcı kuruluşlardan teminat istemesi, risk hesabı oluşturmalarını sağlaması ve artan gelirlerden mali tampon görevi üstelenecek yedek bir fon bulundurmalarını zorunlu kılması, riskleri kontrol edilebilir seviyede tutmak açısından kritik bir önem taşımaktadır (Cosio Pascal, 2006: 11).

Gözetim Fonksiyonu: Devlet, piyasa katılımcılarının tüm faaliyetleri için piyasaların gözetiminde her zaman merkezi bir rol almalıdır. Bu fonksiyonu yerine getirirken devlet, farklı yollarla gözetim faaliyetlerini icra edebilir. Örneğin, para ve sermaye piyasalarının gözetimi için ayrı kurumların var olduğu ve bunlara ilişkin bilgilerin maliye bakanlığı vasıtasıyla parlamentoya iletildiği gibi maliye bakanlığının bu alandaki görev ve yetkilerini başka kurumlara devrettiği de görülmektedir. Fakat buna bakılmaksızın elde edilen deneyimler, yeterli sayıda ve iyi kalitede personel istihdamının, gözetim veya denetim fonksiyonunun icrası için büyük bir önem arz ettiğini göstermiştir (Hanif, 2002: 50-51).

Bağımsız bir risk kontrol birimi kurularak yapılan gözetim fonksiyonu, kamu borçlanmasında görev alan borç ofislerindeki her bir birimin, diğer birimlerin faaliyetlerini izlemesi ve gözetmesi açısından da iyi bir işleve sahip olabilir (Currie vd., 2003: 38). Aynı zamanda bu işlev, alınan kararların takibi, kuralların uygulanması ve karar verilen borç yönetim stratejilerinin etkin bir şekilde gerçekleştirilmesi için de gereklidir.

İkincil Piyasa Fonksiyonu: Tedavüldeki hisse senetlerinin etkin yönetimi, ikincil piyasalarda derinliğin sağlanması ve likiditenin geliştirilmesi gibi borç yönetim politikalarının etkinliğini arttırmaktadır (IMF, 1994). İkincil piyasalarda oluşan etkinlik, likiditeyi arttırdığından devlet borçlanma araçlarının alım-satımı kolaylaşmakta ve borçlanma araçlarına olan talep artmaktadır. Bu, etkin işleyen ikincil piyasalar için çok sayıda piyasa katılımcısı ve rekabetçi piyasa yapısı şartını oluşturduğundan, talep artışı faiz maliyetini düşürürken vadelerin de daha kolay idare edilmesini sağlamaktadır (Bağcı, 2001: 231-233). Bu nedenle rekabetçi bir açık arttırma sistemine ilişkin altyapı eksikliği yetkili otoritece giderilmeli ve ikincil piyasalarda ihraç politikalarını destekleyici çerçeve oluşturulmalıdır (Hanif, 2002: 49).

İyi işleyen likiditesi yüksek ikincil piyasalar, yatırımcılara maruz kalabilecekleri riskleri daha kolay idare etme ve ihale dışında bu piyasalardan uygun

fiyattan borçlanma aracı satın alma imkânı yaratmaktadır. Bu piyasaların varlığı, yerli yatırımcılarla birlikte yabancı yatırımcıların da borçlanma araçlarına daha fazla talep göstermelerinde etkin bir rol almaktadır (Bağcı, 2001: 232). Böylesi bir yapıda özellikle gelişmekte olan ülkelerin, ekonomik büyüme ve kalkınmalarını sağlayacak kaynak ihtiyacı da uygun koşullarda karşılanabilmektedir.

Kontrol Fonksiyonu: Borç yönetim sisteminin özünde bulunan kontrol fonksiyonu, tek başına tanımlanması en güç olan fonksiyondur. Çünkü kamu borç yönetimi kapsamında kayıt, analitik ve işlem fonksiyonları saf biçimde tanımlanırken, kontrolün bu fonksiyonlar içinde yer aldığı iddia edilmektedir. Bu nedenle kontrol fonksiyonunu ayrı ve toplu düzeyde birbirinden ayırmak, kavramsal yaklaşımı zenginleştirdiği gibi bu fonksiyonun merkezi rolünün açıklanmasını da sağlamaktadır (Borresen ve Cosio Pascal, 2002: 8). Kontrol fonksiyonu, ayrı düzeyde kontrol-izleme fonksiyonu olarak adlandırılırken toplu düzeyde ise kontrol-koordinasyon fonksiyonu olarak ifade edilmektedir.

Kontrol-izleme fonksiyonu; belirli borçlanma işlemlerinin yürütülmesi, müzakerelerin yapılması ve borçların kullanılmasına ilişkin sunulan hizmetlerle ilgilidir. Yeni borçlanma koşullarının mevcut yönergelere uygunluğu, fonların zamanında ve uygun bir şekilde kullanımı ile borç geri ödemelerinin programlara göre yapılması, bu fonksiyonun önemli bir işlevidir (UNCTAD, 1999: 7). Bir ülkenin borç yükü seviyesinin tespit edilmesi, borçlanma türleri ile tutarlarının izlenmesi ve kontrol edilmesi, borç yönetiminin asli fonksiyonu olduğundan kamu kesimi ve kamu garantili borçlar ile özel sektör borçlarının izlenmesi, etkili bir borç yönetimi için kritik bir önem taşımaktadır (Bal, 2001: 87).

Kontrol-koordinasyon fonksiyonu; operasyonel borç yönetimi ile idari borç yönetimi arasındaki uyum, strateji ve bilgi alışverişi için temel bir fonksiyondur. Kontrol-koordinasyon fonksiyonu ile ülke genelinde ne kadar borçlanmanın yapılabileceği konusunda yasal limitler belirlenebilmekte ve genel kurallar konulabilmektedir (Borresen ve Cosio Pascal, 2002: 8). Borçlanmanın belirtilen limitler dâhilinde yapılması ve uygun kullanılması, mali disiplinin sağlanmasında önemli bir görev üstleneceği gibi kamu maliyesi üzerinde olası yıkıcı etkileri de minimum seviyeye çekebilecektir.

Analitik Fonksiyonu: Kayıt fonksiyonu ile çok yakın ilişki içinde bulunan analitik fonksiyon (UNCTAD, 1999: 6), kayıt ve kontrol birimleri tarafından verilen bilgileri kullanarak analiz yapmak ve karar vermek için temel unsurlar sağlamaktadır. Bu fonksiyon, toplu düzeyde ekonomik koşullar ve piyasa şartları ile borcun gelecekteki yapısını dikkate alarak, makroekonomik analiz yapmaya olanak tanımaktadır. Çeşitli borç yönetim işlemlerinin ödemeler dengesi ve ulusal bütçe üzerindeki etkisi gözden geçirilmekte ve yeni borçlanmalar için uygun koşullar bu çerçevede değerlendirilmektedir (Borresen ve Cosio Pascal, 2002: 7). Diğer yandan tek işlem düzeyinde bu fonksiyon, çeşitli borçlanma araçları ile vade seçimine odaklanmakta ve yeni finansal tekniklerin analizine yardımcı olmaktadır (UNCTAD, 1999: 6).

Nakit yönetimi, portföy analizi ve borcun sürdürülebilirlik analizi ile yakın bir ilişki içinde olan analitik fonksiyonu, küresel düzeyde makroekonomik stratejilerin değerlendirilmesi, borç yönetim stratejilerinin tasarlanması ve uygulanmasında kritik bir rol almaktadır. Bunun yanı sıra borç portföyünün finansal risk modellemesinin makroekonomik küresel kalkınma stratejisine katkıda bulunması için bu fonksiyon, maliye bakanlığı ve merkez bankasının makroekonomik politika oluşturan birimleri arasında koordinasyon görevi üstlenmektedir (Cosio Pascal, 2012: 57).

İşlem Fonksiyonu: İşlem fonksiyonu, borçlanma ile ilgili tüm faaliyetlerin yanı sıra diğer birtakım anlaşma ve düzenlemeleri içermektedir (UNCTAD, 1999: 7). Borç çevirme stratejilerinin geliştirilmesinde önemli bir işleve sahip olan bu fonksiyon müzakere, kredi gelirlerinin kullanımı ve borç servis hizmetlerinin yerine getirilmesi gibi önemli diğer işlemlere de sahiptir.

İşlem fonksiyonu, uluslararası finansal piyasalardan arzulanan miktarda borçlanmayı içerdiğinden; borçlanma sürecinde fon sahipleri, ülke kalkınmasına katkı sağlayan kişi ile kuruluşlar ve tüm alacaklılarla bağlantı kurmada önemli bir görev üstlenmektedir. Mali açıkların kapatılması, bu amaç dâhilinde bütçenin nakit yönetimiyle ilişkilendirilmesi ve fonların hükümetin amaçları doğrultusunda kullanılması gibi iç borçlanma sürecinde yerli finansal piyasalarla etkileşim içinde olmak, aynı şekilde müzakere faaliyetlerinin bir diğer işlevidir (Cosio Pascal, 2006: 11-12). Kamunun orta ve uzun vadeli hedef ve öncelikleri dikkate alınarak borç geri ödemelerinin bir program dâhilinde sağlıklı bir şekilde yapılması ve makroekonomik

güçlükler nedeniyle ödemelerin tehlikeye girmesi sürecinde borç yapılandırmalarına gidilmesi de yine bu fonksiyonun önemli bir işlevi olmaktadır.

1.4.3. Diğer Fonksiyonlar

İdari ve operasyonel borç yönetim fonksiyonları dışındaki diğer borç yönetim fonksiyonları; tahmin fonksiyonu, bilgi fonksiyonu ve istatistiki analiz fonksiyonu olarak üç başlık altında değerlendirilebilir.

Tahmin Fonksiyonu: Kamu kesimi borçlanma gereği, bütçe gelir ve harcamaların zaman içerisindeki değişimin veya nakit akışının bir sonucudur. Söz konusu bütçenin fazla verdiği durumlarda bu fazlalıklar yatırımlarda kullanılabilmekte veya bütçe açığının oluşması durumunda ise bunun finanse edilmesi gerekmektedir. Açıkların finansmanı veya geçici fazlalıkların yatırımlarda kullanılması için tahmin fonksiyonu, başarılı bir borç yönetimi için kritik bir önem taşımaktadır (Hanif, 2002: 47).

Tahmin fonksiyonu, geleceğe yönelik makroekonomik projeksiyonların oluşturulmasında önemli görev üstlendiğinden, borçlanma politikaları oluşturulurken geleceğe yönelik tahminler mali otoriteye hazırlanmalı ve makroekonomik çerçevede borçlanmaya ilişkin orta ve uzun vadeli tahminler sağlanmalıdır. Ancak geleceğe yönelik projeksiyonlar oluşturulurken ve makroekonomik performans tahmin edilirken, borçların güvenilir bir şekilde tahmin edilmesi ve ödenmesi için ekonomiden sorumlu birimler birlikte ve tam bir koordinasyon içinde çalışmalıdır (Bangura vd., 2000: 6). Ayrıca geleceğe yönelik güvenilir tahminler yürütmek için yetkili birimlerin koordinasyonunda mevcut verilerin yer aldığı güçlü bir muhasebe ve kayıt sistemi altyapısı oluşturulmalıdır. Zira ekonomiden sorumlu kurumların koordinasyon içinde çalışmaması ve mevcut verilerin yer aldığı güçlü bir muhasebe ve kayıt altyapısının olmaması, borç politikaları ve stratejilerine ilişkin tahmin edebilirliği güçleştirmekle birlikte borç yönetiminde etkinliği azaltabilmektedir.

Bilgi Fonksiyonu: İki yönlü bir işleve sahip bilgi fonksiyonu, piyasalardan bilgi alınmasını veya borç idaresince piyasaların bilgilendirilmesini sağlayan bir fonksiyondur. Borç idaresince piyasaların bilgilendirilmesi, kamunun borçlanma politikalarının şeffaflaştırılmasını ve belirsizliklerin giderilmesini sağlayacağından,

kamu borçlanma araçlarına olan talep artacaktır. Talep yoğunluğu, rekabetçi tekliflerin verildiği bir borçlanma ortamını tesis edebilecek ve böylece kamu, uygun vade ve düşük faiz oranıyla borçlanabilecektir. Diğer yandan bilgi fonksiyonu aracılığıyla piyasalardan bilgi temin edilmesi, borç yönetimi amaçlarının gerçekleştirilmesi için politika yapıcılarına kolaylıklar sağlayacaktır.

İstatistiki Analiz Fonksiyonu: İstatistik fonksiyonu, borçlanmaya ilişkin tüm bilgi ve verilerin elde edilmesini, borçlanma kaynaklarının para birimi, faiz oranları ve vade yapısı dikkate alınarak ayrı ayrı tasnif edilmesini kapsamaktadır. Borçlanmaya ilişkin tüm bilgilerin elde edilmesi ve bunların tasnif edilmesi, politika tespit birimine yardımcı olmakta, buna paralel olarak da rasyonel borçlanma ve borç geri ödeme programları oluşturulabilmektedir. Ayrıca bu işlev, borç stokunun kur ve faiz değişkenlerine karşı duyarlılığını tespit etmek suretiyle çeşitli kur ve faiz riski analizlerin yapılmasında ve raporların hazırlanmasında da kritik bir rol almaktadır (Bal, 2001: 77).

1.5. KAMU BORÇ YÖNETİMİNİN İLKELERİ

Kamu borç yönetimi politikası, ihtiyatlı bir risk düzeyinde kamu finansman ihtiyacının orta ve uzun vadede mümkün olan en düşük maliyetle karşılanması, etkili bir borçlanma piyasasının oluşturulması ve diğer borç yönetim hedeflerine ulaşılması süreci olup (IMF, 2001: 2), mali sürdürülebilirlik ile makroekonomik istikrar için temel bir politika oluşturmaktadır. Borç yönetiminde etkinliğin ve kalitenin artırılması, borç yönetim stratejisinin geliştirilmesi ve ülkelerin ani ekonomik şoklara karşı kırılganlıklarının azaltılması (IMF, 2014: 4) suretiyle mali sürdürülebilirliğin ve makroekonomik istikrarın sağlanması, ancak borç yönetim sürecinin belirtilen ilkeler ile iyi yönetilmesinin bir sonucu olabilmektedir. Söz konusu bu ilkeler, temel ilkeler ve Stockholm ilkeleri olarak sınıflandırılabilir.

1.5.1. Temel İlkeler

Kamu borç yönetiminde etkinliği arttıracak, güçlü makroekonomik politikaların oluşturulmasını sağlayacak, borç yönetiminde sağlıklı uygulamaları tespit edecek ve kamu borç yönetimi amaçlarını destekleyecek temel ilkeler aşağıdaki gibi

belirtilebilir (Tandırcıoğlu, 2004: 109; Balino ve Sundararajan, 2008: 5; IMF, 2014: 7-11; Chilunjika vd., 2016: 47).

Amaç, Kapsam ve Koordinasyon Sorumluluğu İlkeleri: Borçlanma, arzulanan ekonomik ve sosyal amaçlar dikkate alınarak yapılmalı ve bu amaçlar, borçlanmanın temel gerekçesini oluşturmalıdır (Chilunjika vd., 2016: 47). Devletin borçlanma ihtiyacı karşılanırken borçlanma ilkeleri, kamunun mevcut ve gelecekteki ödeme yükümlülüklerini dikkate alarak devletin, minimum maliyet ve kontrol edilebilir risk düzeyinde borçlanmasını sağlamalıdır. Borç yönetimi, merkezi hükümetin temel mali yükümlülükleri (IMF, 2003:5) ile birlikte şarta bağlı yükümlülükler ve diğer tüm garantileri kapsayacak şekilde düzenlenmelidir.

Kamu borç yönetimi, para ve maliye politikalarından bağımsız ancak güvenilir ekonomik istikrar ve ekonomik büyüme için bu politikalarla yakın bir koordinasyon içinde olmalıdır (Gupta, 2007: 248). Borç yöneticileri ile para ve maliye politikası uygulayıcılarının karşılıklı bilgi paylaşımı ihtiyatlı borç seviyesinin sağlanmasını, borç sürdürülebilirlik sorununun çözümünü ve risk analizlerinin yapılmasını kolaylaştırdığından (IMF, 2014: 7), sağlam ve güçlü makroekonomik politikalar ancak etkin ve uygun bir koordinasyon ile mümkün olabilecektir (Taylor, 1961).

Şeffaflık ve Hesap Verilebilirlik Sorumluluğu İlkeleri: Borç işlemlerinin üstlenilmesi, ikincil piyasa düzenlemeleri, iç borçlanma senetlerine ilişkin takas ve uzlaşma düzenlemelerinden sorumlu borç yönetim birimlerinin rolleri, sorumlulukları ve borç yönetim hedefleri açıkça tanımlanmalıdır (IMF, 2001: 6-7).

Borç yönetim operasyonlarının önemli boyutları kamuya açıklanmalı ve kamuoyunun, borç yönetim politikası ve işlemleri için oluşturulan yasal dayanak ve belgelere erişimi kolaylaştırılmalıdır. Halkın ve halkı temsil eden parlamentonun, borç yönetim faaliyetleri ve borç yönetim stratejilerinin çıktıları hakkında yıllık bir rapor aracılığıyla bilgilendirilmeleri sağlanmalıdır. Borçlanmaya ilişkin muhasebe ve istatistikî bilgiler periyodik olarak yayınlanmak suretiyle kamuoyu, mevcut varlık ve yükümlülükler ile şarta bağlı yükümlülüklerin para birimi, vade ve faiz yapısı hakkında bilgilendirilmelidir (IMF, 2014: 8).

Geçmiş, güncel ve gelecekteki dönemler dâhil olmak üzere kamu borçlanmasına ilişkin tüm bilgilerin belirli aralıklarla paylaşılması, belirsizlikleri

azaltabildiği ölçüde yatırımcıların borçlanma araçlarına olan talebini arttırabilecektir. Böylece borç yönetim biriminin, borç servis ödemelerini düşük düzeyde gerçekleştirmek için minimum faiz oranı ile borçlanması mümkün olabilecektir. Kamu borçlanma maliyetlerinin minimum seviyede tutulması, borcun finanse edilmesi için gerekli vergilerin asgariye indirgenmesini sağlayacak ve böylece aşırı vergi yükü de engellenmiş olabilecektir (Rolph, 1957).

Kamu borç yönetiminde, borç yönetiminden sorumlu kurumların yükümlülüklerini yerine getirip getirmediğinin izlenmesi, borç yönetim faaliyetlerinin başarısı için gerekli olduğundan, borç yönetim faaliyetleri dış denetçiler tarafından yılda bir kez denetlenmelidir (IMF, 2003: 7). Bağımsız denetim faaliyetleri, şeffaflık ve hesap verilebilirliği arttırdığı ölçüde borçlanma kaynaklarının etkin tahsisi ve kaynakların üretken alanlarda kullanılması sağlanabilecektir. Borçlanma kaynaklarının etkin ve üretken kullanılması ise verimlilik ve refahı arttıracaktır (Taylor, 1961).

Kurumsal Çerçevenin Düzenlenmesi Sorumluluğu İlkeleri: Kamu borç yönetimi, iyi bir yönetim gerektirir. İyi bir yönetim ise ancak yeterli hukuki çerçeve ve etkin kurumların varlığı ile mümkün olabilmektedir (Chilunjika, 2016: 47). İyi bir borç yönetimi için yasal çerçeve; hükümet adına borçlanma, yeni borçlanma aracı çıkarma ve yatırım yapma yetkisini açığa kavuşturacak şekilde düzenlenmelidir. Yasal çerçeve ile birlikte örgütsel çerçeve de iyi tanımlanmalı, görev ve rollerin iyi ifade edildiği bir yapı garantilemelidir (IMF, 2003: 7).

Kurumsal çerçeve ile sağlıklı işleyen iş uygulamaları oluşturulmalı, personel sorumlulukları açıkça ifade edilmelidir. Kurumsal yapılanma kapsamında borç yönetim faaliyetleri, güvenli önlemler ile kapsamlı bilgi yönetim sisteminde doğru bir şekilde desteklenmeli ve olağanüstü durumlarda riskleri azaltacak politikaların uygulanabilirliği sağlanmalıdır (IMF, 2014: 9). Kısacası borç yapısı içerisinde yer alan risklerin dikkatlice izlenmesini ve analiz edilmesini sağlamak, ancak etkin bir kurumsal yapılanma ile mümkün olabilmektedir (Muwanga, 2015: 29).

Borç Yönetim Stratejisi Geliştirme Sorumluluğu İlkeleri: Devlet borcunun yapısından doğan ve dikkatlice izlenmesi/değerlendirilmesi gereken riskler, mümkün olduğu ölçüde hafifletilmelidir. Özellikle borçlanma kararlarının alınmasına yardımcı

olmak ve hükümetin maruz kalabileceği riskleri azaltmak için kamu borç yöneticileri, nakit hareketlerinin finansal ve diğer risk özelliklerini göz önüne almalıdır. Bunun yanı sıra borç yöneticileri, para birimi, faiz ve vade yapısı gibi borcun bileşiminden kaynaklı riskleri dikkatlice değerlendirmeli ve yönetmelidir (IMF, 2003: 7). Bu, borcun bileşiminin iktisadi rasyonaliteye uygun olarak kurgulanmasını sağlayacak ve borç yönetim stratejilerinin etkinliğini arttırabilecektir.

Kamu borç yönetim stratejisi, merkezi hükümetin tüm iç ve dış borç yükümlülüklerini kapsayacak şekilde oluşturulmalıdır. Ancak bazı durumlarda kamu borç yönetimi, kamu iktisadi teşebbüslerinin borçları ve hükümetin garantör olduğu borçlar dâhil olmak üzere daha geniş tutulmalıdır (Wheeler, 2004: 5). Bu şekilde hükümetin, garanti verdiği kuruluşların borç geri ödememe sorunu karşısında daha rasyonel ve aynı zamanda alternatif politikalar geliştirmesi de mümkün olabilmektedir.

Borç yönetiminin başarısı ve etkinliği ile etkin bir borçlanma stratejisi arasında pozitif bir ilişki olduğundan, etkin bir borçlanma stratejisi ile kamu borç yönetiminin başarısı üst seviyeye çıkarılabilmektedir. Etkin borçlanma stratejisi ise yapısal reformların zamanında gerçekleştirildiği, etkin bir mali sektörün olduğu ve mali disiplinin tesis edildiği bir yapı ile mümkün olabilmektedir. Böylesi bir yapıda oluşturulan risk analizine dayalı etkin borçlanma stratejisi ile vadeler uzarken reel faiz oranları düşecek ve çok daha uygun borçlanma ortamı yaratılabilecektir. Bu doğrultuda borç yönetimi için uygun koşullar altında artan borçlanma alternatifleri, borçların sürdürülebilirliği üzerindeki baskıyı azaltacaktır (Demir, 2009: 178-179). Uygun koşullar altında borçlanma, borç servis maliyetlerini diğer bir ifade ile bütçeden yapılan borç faiz ödemelerini düşürecek ve etkin bir bütçe yapısı oluşturulabilecektir. Artan faiz dışı fazla, kamu kesimi borçlanma gereğini azalttığı ölçüde kamu maliyesi üzerindeki baskıyı hafifletecek ve istikrarlı bir ekonomik büyümenin temel unsuru olabilecektir (Hazine Müsteşarlığı Kamu Borç Yönetim Raporu, 2003: 1).

Kamu Borç Yönetiminde Risk Yönetim Sorumluluğu İlkeleri: Kamu borçlanma maliyeti; orta-uzun vadede normal borç servis maliyeti ile gelecekte yaşanabilecek finansal kriz nedeniyle faiz ve döviz kurlarından kaynaklanan ekonomik kayıplar olarak iki unsurdan oluşmaktadır. Burada borç yönetimi, borçlanmada orta-uzun vadede düşük maliyetle borçlanmakla birlikte gelecekte yaşanabilecek kriz kaynaklı riskleri

tanımlamak, risk olasılıklarını değerlendirmek ve maliyet-risk arasındaki dengeyi sağlamak için bir strateji geliştirmelidir. Bu çerçevede borç yönetimi, sorumluluklarını yerine getirmek için öncelikle çeşitli finansal ve makroekonomik projeksiyonlara erişmeli, geleceğe yönelik borçlanma gereksinimlerini bütçe projeksiyonu ile birlikte ele almalı, borç anapara ve faiz ödemeleri ile hükümetin borç yükümlülüklerinin diğer özellikleri hakkında eksiksiz bilgiye sahip olmalıdır (IMF, 2001: 26-28).

Kamu borç yöneticileri, riskleri değerlendirmek için hükümetin ve ülkenin genel olarak maruz kaldıkları potansiyel ekonomik ve mali şoklar temelinde borç portföyünü, düzenli olarak stres testlerine tabi tutmalıdır. Basit senaryo tabanlı modellerden, istatistiksel ve simülasyon tekniklerini içeren daha karmaşık finansal modeller kullanılarak yapılan bu değerlendirmeler, hükümet bütçesini geniş anlamda zorlayacak yükümlülükler gibi risk faktörlerini belirlemeli ve içermelidir (IMF, 2003: 30). Faiz oranları ve döviz kurlarındaki hareketliliklerden kar elde etmek için borç portföyünü aktif bir şekilde yönetmeye çalışan borç yöneticileri, yaşanabilecek risklerin farkında olmalı ve yaptıkları bu eylemlerden sorumlu tutulmalıdırlar (IMF, 2014: 10).

Devlet Borçlanma Araçları İçin Etkin Bir Piyasanın Geliştirilmesi, Muhafazası ve Sürdürülmesi Sorumluluğu İlkeleri: Kamu borç yöneticileri, orta ve uzun vadede borçlanma maliyetlerini ve riskleri en aza indirmek için etkin bir devlet iç borçlanma piyasası oluşturmaya yönelik yeterli önlem almalıdır. Hükümet, maliyet ve risk koşulları altında yerli ve yabancı yatırımcılar için geniş bir yatırımcı tabanı oluşturmalı ve yatırımcılara adil davranmalıdır. Bunun yanı sıra birincil piyasada borç yönetim işlemleri şeffaf ve öngörülebilir olmalı, borçlanma araçları ihracı için piyasaya dayalı rekabetçi bir mekanizma kurulmalıdır (IMF, 2001: 9). Düzenli bir açık arttırmaya dayalı ihraç stratejisinin geliştirilmesi, ihraçlarda temel ölçüt ve hedeflerin belirlenmesi, hükümetlerce verilen imtiyazların kaldırılması (piyasa yapıcı birimler hariç) ve piyasaları geliştirme kapasitesine sahip piyasa yapıcılığı sistemi çerçevesinin belirlenmesi de bu anlamda birincil piyasalarda etkinliği ve likiditeyi arttıracak özellikler olarak belirtilebilir (Blommestein, 2002: 12).

Etkin bir borçlanma piyasasının geliştirilmesi, borçlanma araçlarına ilişkin talep seviyesine bağlı olduğundan, kamu borçlanma araçları yatırımcıların gereksinimlerine uygun olmalıdır. Yani borç yönetimi borçlanma aracı ihracı sürecinde,

yatırımcıların optimum memnuniyet ilkesini göz önünde bulundurmalıdır (Taylor, 1961).

1.5.2. Stockholm İlkeleri

1980’li yılların başından itibaren ortaya çıkan borç krizleri sonrasında kamu finansmanı ve borçlanmaya ilişkin yaşanan gelişmeler (Süngü, 2006: 1) ve 1990-2000 döneminde finansal piyasalarda yaşanan süreç dolayısıyla kamu borç yönetim ilkeleri konusunda kapsamlı bir anlayış oluşmuştur (Pehlivan, 2003: 388). Bu noktadan hareketle 2000’li yılların başına kadar yaşanan gelişmeler bağlamında kamu borç yönetim ilkelerinin, genel olarak belirtilen altı başlık altında derlendiğini belirtmek mümkündür. Ancak 2008 yılında yaşanan küresel krize karşı alınan büyümeye yönelik tedbirler bütçe açıklarına yol açmış ve açıkların finansmanı ise borçlanma üzerinde bir baskı oluşturarak ülke borç stoklarını artırmıştır (Cangöz ve Balıbek, 2012: 28-29). Bu nedenle 1-2 Temmuz 2010’da Stockholm’de IMF ve İsveç Ulusal Borç Ofisince ortaklaşa yapılan kamu borç yönetimi politikaları ve operasyonel konularla ilgili 10. IMF istişare toplantısı gerçekleştirilmiştir. Türkiye’nin de aralarında bulunduğu gelişmiş ve gelişmekte olan 33 ülke borç yöneticileri ve merkez bankası çalışanlarının katılımıyla yapılan toplantıda etkin borç yönetimi hedeflerinin, gerekçelerinin, stratejilerinin, uygulama yöntemlerinin ve sonuçların açık ve zamanında bildirilmesine ilişkin Stockholm İlkeleri kabul edilmiştir (IMF ve İsveç Ulusal Borç Ofisi, 2010). Borçlanma sorununa ilişkin çözüm önerilerinin yer aldığı ve 2000’li yılların başında IMF tarafından yönlendirici ilkeler olarak belirlenen öneriler (IMF, 2001: 6-9) ile benzerlik gösteren ve Temmuz 2017’de güncellenen Stockholm İlkeleri aşağıdaki gibi özetlenebilir (IMF ve İsveç Ulusal Borç Ofisi, 2010).

- Borç yönetiminin kapsamı; kamu borç portföyün yapısını, finansal varlıkların mahiyetini ve tüm koşullu yükümlülükleri hesaba katacak şekilde tanımlanmalıdır.
- Stratejik ve operasyonel borç yönetim kararları; yerel, bölgesel ve küresel düzeyde ilgili bilgilerin paylaşımı ile desteklenmelidir.
- Piyasadaki düzensizlikleri gidermek ve ikincil piyasa likiditesini desteklemek için piyasa işlemlerine esneklik sağlanmalıdır. Bu anlamda esneklik, borç

yönetiminde çeşitli kolaylıklar sağlayacağı gibi farklı borçlanma tekniklerinin benimsenmesinde de yararlı olacaktır.

- Borç yönetiminde şeffaf ve öngörülebilir bir işlem çerçevesini desteklemek için planlı ve zamanında uygulanan piyasa iletişim stratejileri geliştirilmelidir. Etkili bir iletişim yatırımcılara, beklenti oluşturma ve yatırım kararlarını yönetme konularında gerekli verileri sunarak belirsizliği ve dolayısıyla maliyetleri azaltacak şekilde yardımcı olacaktır. Bu aynı zamanda birincil piyasadaki borçlanma işlemleri dâhil olmak üzere borç yönetim faaliyetlerinin sorunsuz bir şekilde icra edilmesine ilişkin kolaylıklar sağlayacaktır.
- Borç yönetiminin operasyonel araçlarında yapılan değişiklikler zamanında ve açık bir biçimde kamuya açıklanmalıdır. Gerekli durumlarda yeni bir borçlanma aracı çıkarılması veya borçlanma mekanizmasında yapılacak bir düzeltme gibi planlı değişiklikler için geri dönüş yapmak ve destek elde etmek maksadıyla borç yönetimi, yatırımcılar ve diğer sermayedarlarla önceden görüş alışverişinde bulunmalıdır.
- Borç yöneticileri ile para, maliye ve finansal düzenleme otoriteleri arasındaki iletişim arttırılmalıdır. Ancak bu süreçte her bir kurumun kendi rolüne yönelik bağımsızlık alanı ve hesap verilebilirliği muhafaza edilmekle birlikte hedefler arasında daha fazla bağlantı kurulmalıdır.
- Yatırımcı tabanının özelliklerine ve tercihlerine uyum sağlamak için yatırımcı tabanı ile yakın ve süreklilik arz eden bir diyalog ortamının oluşması teşvik edilmelidir. Çünkü uygun bir diyalog ortamının oluşturulması, yatırımcıların niteliğinin ve yatırım felsefelerindeki değişikliklerin borç yönetimince anlaşılmasını kolaylaştıracaktır. Bu yapı ise borç yöneticilerinin potansiyel kırılganlıklar ile yeni fırsatları tespit etmesini ve yatırımcıların gereksinimlerine uygun borçlanma araçları ihracını sağlayacaktır.
- Borçlanma maliyetleri orta ve uzun vadede düşürülürken borç portföyünün maruz kalabileceği riskler kontrol edilebilir seviyede tutulmalıdır. Bu ise borç yöneticisinin, borç yönetim operasyonları ile ilişkili riskleri belirlemesine, değerlendirmesine ve izlemesine yardımcı olabilecek bir sistemin varlığını gerekli kılmaktadır.

- Orta vadeli borç yönetim stratejileri belirlenirken, risk faktörlerinin borç portföyünü dikkate alması sağlanmalı ve potansiyel senaryolar ile uyumlu olmasına özen gösterilmelidir. Borç portföyünün maruz kaldığı risklerin ana kaynağı belirlenmeli ve bu risklerin nasıl yönetileceği konusuna ilişkin bir sistem kurulmalıdır.
- Ülkenin, yeniden finansman ve koşullu yükümlülükler gibi çeşitli finansal risklere maruz kalmasını minimum seviyeye çekmek, borç portföyünün korunması ve sürdürülebilir kılınması açısından önemlidir. Bu nedenle borç yöneticilerinin karşı karşıya kaldığı tüm riskleri kapsayan ihtiyatlı risk yönetim stratejileri benimsenmeli ve bu stratejiler, yatırımcılar ile kamuoyuna iletilmelidir.

Kamu borç yönetim ilkeleri, başarılı bir borç yönetimi ve borç yönetim performansının artırılmasında aktif rol üstlendiğinden, kamu borç yönetim ilkelerinin kapsamının rasyonel kurgulanması, borç yönetiminin etkinliğini arttırmaktadır. Bu hususta sürdürülebilir bir borç yapısı oluşturmak, makroekonomik istikrar ile istikrarlı bir büyümeyi sağlamak ve finansal kriz riskini azaltmak için kamu borç yönetim ilkelerinin kapsamı özü itibarıyla aşağıdaki özellikleri taşımalıdır (Pehlivan, 2003: 386-388).

- Kamu borç yönetim ilkeleri açık ve anlaşılır olmalıdır.
- Maliyet ve borç portföyünün taşıdığı riskleri analiz edebilmelidir.
- Borç yönetim politikasının hedef ve sorumluluklarını diğer makroekonomik politikalardan ayırmalı, ancak bu politikalarla tam bir eşgüdüm içerisinde çalışmasını sağlayacak mekanizmaya sahip olmalıdır.
- Mali kural uygulamaları ile sıkı bir ilişki içinde olmalı, borçlanma üzerindeki baskıyı hafifletmek ve mali disiplini sağlamak için bütçe açığı ile borç seviyesinin artışına limit getirebilmelidir.
- Kurumsal yapılanmanın iyileştirilmesi ve etkinleştirilmesini sağlayacak yapısal reformlar içermelidir.
- Kamu borç yönetim birimlerinin yetki, görev ve sorumlulukları açıkça tanımlanmalıdır.
- Piyasaya dayalı rekabetçi bir borçlanma politikasından taviz verilmemelidir.

- Borç yönetim politikasını sürdürülebilir kılacak stratejiler geliştirilmeli ve bu stratejilerin uygulanabilirliği sağlanmalıdır.

Kamu borç yönetim ilkeleri ve ilkelerin kapsamı dikkate alındığında borç yönetiminin kısaca; kamu finansman ihtiyacının etkin bir şekilde karşılanması, borç servis ödemelerinin zamanında yapılması, iç mali piyasaların desteklenmesi, maliyetlerin minimum ve risklerin kontrol edilebilir seviyede tutulması gibi çeşitli politika hedeflerine sahip bir yapıda olması gerektiği vurgulanabilir (United Nations, 2006: 3). Politik hedefler aracılığıyla kamu borçlarının verimli kullanılarak tüm topluma fayda sağlaması, gelir dağılımını iyileştirmesi (İnce, 2001: 328), ekonomik ve finansal istikrarı sağlaması, ekonomik büyüme ve kalkınmayı desteklemesi ise borç yönetim ilkelerinin arzulanan sonuçları olarak belirtilebilir.

1.6. KAMU BORÇ YÖNETİMİNİN KURUMSAL YAPISI

Uygulanan genişletici makroekonomik politikalar mali açıklara ve yüksek borç seviyelerine neden olmuş ve bunun bir sonucu olarak OECD ülkelerinde mali sürdürülebilirlik, giderek daha fazla endişe yaratmıştır (Currie vd., 2003: 11). Kamu borç yönetim sisteminde modern dönüşümün yaşanmasına neden olan bu gelişmeler, kamu borç yönetiminin başarısı ile etkinliğini arttıracak ve kamu borç yönetiminin fonksiyonlarını geniş anlamda yerine getirecek idari yapının nasıl tesis edileceği tartışmalarını da beraberinde getirmiştir.

1980’li yılların başında yaşanan borç krizlerine kadar para ve maliye politikalarının bir uzantısı olarak görülen ve daha çok para ile mali otoritelerce yerine getirilen kamu borç yönetimi, bu süreçte genellikle makroekonomik çerçeveyi destekleme görevini üstlenmiştir (Hoogduin vd., 2010: 2). Ancak 1980’li yılların sonundan itibaren gelişmiş ve gelişmekte olan birçok ülkede kamu borç yönetiminden sorumlu alanlarda önemli reformlar yapılmıştır (Anderson, 2006: 6). Yapılan reformlarla kamu borç yönetiminin kurumsal yapısında bir dönüşüm yaşanmış ve kamu borç yönetimi politikası ayrı hedefleri olan bir kamu politikası olarak daha fazla kabul görmeye başlamıştır. Yaşanan bu dönüşüm sürecinde bazı OECD ülkeleri operasyonel verimliliği arttırmak için en uygun kurumsal düzenleme olarak ayrı bir borç yönetim ofisini tercih ederken, bazı OECD ülkeleri ise borç yönetimini maliye bakanlığı bünyesinde tutmayı tercih etmişlerdir (Currie vd., 2003: 11). Bunların dışında merkez

bankası, borsa ve borç danışma grubu gibi kurumların da borç yönetimine katıldıklarını belirtmek mümkündür (Yılmazcan, 2003: 247). OECD ülkeleri genelinde kamu borç yönetiminin örgütsel yapısına ilişkin çeşitli örnekler aşağıda yer aldığı şekilde belirtilebilir (Yılmazcan, 2003: 239-246; Anderson, 2006: 6).

- Bakanlıklar ve hazine bünyesinde borç yönetim birim yapılanmaları (ABD, Finlandiya, İtalya, Japonya, Brezilya, Çek Cumhuriyeti, İspanya, Yeni Zelanda, Yunanistan ve Türkiye).
- Merkez bankası bünyesinde birim yapılanmaları (Danimarka).
- İdari karar ile kurulan ajans veya yönetim birimleri (İngiltere, Fransa ve Avustralya).
- Özel yasalarla kurulan yönetim birimleri (İrlanda, İzlanda, Avusturya, Portekiz, Slovakya, İsveç).
- Genel şirket yasası altında kurulmuş olan yönetim birimleri (Almanya, Macaristan).

Kamu borç yönetim birimlerinin ülkeden ülkeye değişiklik gösterdiği bu yapı; ülkelerin gelişmişlik seviyelerine, uygulanan ekonomik ve mali politikalara (Tandırıcıoğlu, 2004:115) borç stoku yapısına, yerleşmiş teamüllere ve tarihsel birikimlere bağlı olarak değişebilmektedir (Bal, 2001: 81). Ancak borç yönetimine ilişkin kurumsal düzenleme ülkeden ülkeye farklılık gösterse de borç yönetiminden sorumlu örgütsel yapının faaliyetleri; borç yönetim politika ve stratejilerinin oluşturulması, makroekonomik projeksiyonların ve analizlerin sağlanması gibi önemli görevleri içermelidir. Burada örgütsel yapı, belirtilen ana görevleri koordineli bir şekilde gerçekleştirmek için açıkça tanımlanmış görev ve kaynaklara sahip birim ve çalışma gruplarının oluşturulmasını sağlamalıdır (Bangura vd., 2000: 5).

Borç yönetim biriminin örgütsel yapısı, günümüzde yaşanan gelişmeler paralelinde çeşitli farklılıklar gösterse de aslında tarihsel olarak bu yapının maliye/hazine bakanlığı ve merkez bankası etrafında merkezileştiği (Borresen ve Casio-Pascal, 2002: 18) veya daha sonra yaşanan gelişmeler paralelinde ayrı bir borç yönetim ofisi şeklinde yapılandığı görülmektedir. Bu çerçevede borç yönetiminden hangi kurumun sorumlu olacağı sorusuna karşılık üç önemli örgütsel yapılanma aşağıda belirtildiği şekilde açıklanmaktadır.

1.6.1. Maliye Bakanlığı Bünyesinde Yapılanma

Açık bütçe politikalarının, diğer bir ifade ile genişletici maliye politikası uygulamalarının bir sonucu olan kamu borçlanması veya kamu kesimi finansman ihtiyacı, bütçe hazırlama ve uygulama süreçleri ile yakın bir ilişki içindedir. Bütçe ve borçlanma arasındaki bu ilişki, maliye bakanlığının merkezi bir borç izleme birimi olarak konumlandırılmasında mantıksal bir yaklaşım olarak ön plana çıkmaktadır (Borresen ve Cosio-Pascal, 2002: 18).

Borçlanmanın ana amacı bütçeyi finanse etmek olduğu için borçlanmanın yasal otoritesi ve sorumluluğu, normalde bütçeyi formüle eden ve bundan dolayı parlamentoya karşı sorumlu olan kuruma verilir. Bu süreçte bütçenin oluşturulması ve bütçe finansmanının sağlanması arasındaki bağı kuran birim maliye bakanlığı olduğundan normal koşullar altında borç yönetiminden sorumlu birim maliye bakanlığıdır (Hanif, 2002: 51). Bu görüşe göre bütçeyi maliye bakanlığı hazırladığından borçlanma yetkisi maliye bakanına verilmeli ve maliye bakanı dışındaki kişilerin borçlanmaya gitmeleri veya devleti mali yükümlülük altına koyacak faaliyetlere girişmeleri engellenmelidir. Maliye bakanı dışındaki kişilerin borçlanmaya gitmesi veya devleti daha fazla mali teminatlara bağlamaya çalışması halinde ise bu konu yetkili denetim organlarınca parlamentoya bildirilmeli ve yasal olmayan bu işlem reddedilmelidir (Horgan, 1999: 7-8).

Borç yönetim biriminin maliye bakanlığına bağlı olması, bakanlığın ekonomik ve mali tahmin işlevleri ile borçlanma programının hazırlanması arasındaki etkileşimi kolaylaştırmaktadır. Ayrıca maliye bakanlığı kamu fonlarının yönetiminden sorumlu olduğundan, bakanlığın çoğu durumda yasal olarak devlet adına kamu borcunu yönetmesi de önemli bir avantaj olarak değerlendirilmektedir (Dlamini, 2009: 13).

Borçlanma politika ve kararları formüle edilirken gelecek dönemlerdeki ödemeler dengesi, mali açık, finansman gereksinimi ve diğer mali işlemlere ilişkin orta ve uzun vadeli mali performans analizlerine ve tahminlerine ihtiyaç duyulmaktadır. Bu tahmin ve projeksiyonların maliye bakanlığı bünyesinde yapılıyor olması, aynı şekilde borç yönetim biriminin maliye bakanlığında olması gerektiğini destekler niteliktedir. Maliye bakanlığının, mali tahmin ve projeksiyonları dikkate alarak kamunun yıllık

finansman gereksinimlerini karşılamak ve etkin borç yönetimini gerçekleştirmek amacıyla borçlanmanın yasal gücüne sahip olması gerekliliği daha açık olmaktadır.

Kamu borç müzakereleri genellikle maliye bakanlığını/hazine bakanlığını ve merkez bankasını temsil eden bir ekip tarafından koordine edilirken, ödemelerin takibi ve devlet bütçesinden yapılan borç servis ödemelerinin detaylı izlenmesi maliye bakanlığı ve hazinece yerine getirilmektedir. Ayrıca genel bir kural olarak maliye bakanlığının tüm kamu kurumu borçlarına ilişkin bilgileri toplamakla görevli olması (Bal, 2001: 83; Borresen ve Cosio-Pascal, 2002: 18), sorumluluğun maliye bakanlığında olmasının haklı nedenleri olarak öne sürülebilmektedir.

Az gelişmiş veya gelişmekte olan ülkelerde kamu borç yönetimi ve diğer politikalar arasında daha fazla koordinasyon gerekli olduğundan, bu ülkelerde borç yönetim biriminin maliye bakanlığı bünyesinde yapılması daha yaygın olmaktadır. Çünkü düşük ve orta gelirli ülkelerde borç yönetimi, ekonomi politikalarının stratejik ve hayati bir bileşimi konumundadır. Bu sebeple borçların sürdürülebilirliğinin sağlanması, mali ve bütçesel politikalar gibi maliye bakanlığının temel faaliyetleri ile borç yönetimi arasında daha etkin bir koordinasyonun gerçekleştirilmesi için borç yönetiminin maliye bakanlığı bünyesinde olması daha yararlı olabilmektedir (Cortez, 2007: 28).

Borç yönetiminin maliye bakanlığına bağlanmasının haklı nedenleri olmakla birlikte çeşitli dezavantajların olduğunu da belirtmek mümkündür. Maliye bakanlıklarının karşılaştığı ortak bir sorun, maliye bakanlığının devlet bütçesi ve kamu personel politikası tarafından uygulanan kısıtlamalar çerçevesinde faaliyette bulunmasıdır. Bu kısıtlamalar nitelikli personelin ilgisini çekmek ve tecrübeli personelleri bünyesinde barındırmak için gerekli maaş, eğitim ve diğer olanakların sunumunu engelleyebilmektedir (Borresen ve Cosio-Pascal, 2002: 18-19). Ayrıca borç yönetiminin maliye bakanlığına bağlı olması durumunda, politik süreçten bağımsız birimlerin tesisi zorlaşabilmektedir. Bu durumda borç yönetim ofisinin, ekonomik ve mali hedeflerle uyumlu çalışmaktan ziyade siyasi kaygılarla çalışması ve özellikle gelişmekte olan ülkelerde yetişmiş üst düzey personelin siyasi kadrolaşma kaygılarıyla görevlerinden alınmaları borç yönetiminde sorunların artmasına (Egeli ve Tandırcıoğlu, 2009: 25), verimli çalışmayan bir kurumsal yapılanmanın oluşmasına sebep olabilmektedir.

Mali otoritenin zayıf bir performans sergilemesi veya siyasi iktidarın oy kaygısı ile özellikle seçim dönemlerinde harcamaları arttırması, mali açıkları arttırabilmekte ve artan mali açıklardaki gelişmelere bağlı olarak borç stoku yükselebilmektedir. Borç yönetimi üzerinde baskı oluşturan bu gelişme, mali disiplin ve makroekonomik istikrarın bozulmasına yol açabilmekte ve güçlü borç yönetim stratejilerinin oluşturulmasını sınırlandırabilmektedir.

1.6.2. Merkez Bankası Bünyesinde Yapılanma

Para ve döviz politikaları uygulamalarının ana sorumluluğunu üstlenen merkez bankası (Magnusson, 2001: 10), borç yönetim politikalarının oluşturulmasında danışman olarak önemli bir rol almaktadır. Merkez bankası iyi tanımlanmış parametreler dâhilinde borç yönetimini destekleyen diğer işlemlerin yanı sıra stratejik politikaların ve kısa vadeli kamu borcunun yönetiminden de sorumlu olabilmektedir. Özellikle borç yönetiminin parasal işlemlerle bütünleştiği veya merkez bankasının piyasaları geliştirme ve piyasaların işleyişinden sorumlu tutulduğu durumlarda, borç yönetim alanında merkez bankasına bir dereceye kadar politika ve operasyonel takdir yetkisi verilmektedir (Hanif, 2002: 51-52).

Maliye bakanlığının devletin borç kayıtları üzerinde tam bir muhasebeye sahip olması ve bunları istatistikî bir kaynak olarak kullanması muhtemeldir. Burada önemli bir sorun, bu birimin ayrıca diğer kamu sektörü borçlarına ve özel sektör borçlarına ilişkin bilgileri bir araya getirip getirmeyeceğidir. Kamu sektörü borçlarına ilişkin bilgilerin toplanması maliye bakanlığının görevi olarak görülse de özel sektör borçlarına ilişkin verilerin toplanmasında en tutarlı yaklaşım bu görevin merkez bankasında olmasıdır (Bal, 2001: 83).

Diğer yandan bir ülkede tasarruf oranları düşükse, gelişmiş bir iç borçlanma piyasası bulunmuyorsa ve devlet borçlarının büyük bir kısmı yabancı para cinsinden yapılıyorsa, bu durumda merkez bankasının devlet adına borçlanmayı daha iyi yapması olasılığı doğmakta ve merkez bankasının borçlanma birimi olması ön plana çıkmaktadır. Bunun en önemli avantajı, merkez bankasının ana görevlerinden birisinin döviz rezervlerini yönetiyor olmasıdır. Bu alanda elde edilen yetkinlik, dış piyasalardaki borçlanma faaliyetlerinde kolaylıklar sağlayabilmektedir. Ayrıca varlık ve yükümlülük yönetimi perspektifinden bakıldığında borcun döviz kompozisyonunun, döviz

rezervlerinin para birimi kompozisyonu ile uyumunun sağlanması amacıyla da bu görevin merkez bankasında olması daha mantıklı bir yaklaşım olmaktadır (Magnusson, 2001: 11). Bu yaklaşım, merkez bankasının ülke borç durumuna ilişkin kapsamlı bir görünüm elde etmek için iyi bir konumda olmasından da kaynaklanmaktadır.

Merkez bankalarının bütçesel anlamda maliye bakanlığına göre daha avantajlı olması ve bütçesel sınırlamalarla fazla karşılaşmaması, daha rekabetçi ücret politikalarının geliştirilmesini sağlayabilmekte ve bu faktör, eğitimli ve nitelikli personelin merkez bankası bünyesinde istihdamını kolaylaştırabilmektedir (Borresen ve Cosio-Pascal, 2002: 19). Bununla birlikte merkez bankası bütçesinin hükümet bütçesinden bağımsız olması, merkez bankası yöneticilerinin politik baskılara maruz kalma olasılıklarını azaltmaktadır. Gerek nitelikli personelin ilgisini çekmek, eğitimli ve tecrübeli personelleri bünyesinde barındırmak için uygulanan rekabetçi ücret politikaları ve gerekse merkez bankasını politik baskılardan uzak tutan bağımsız bütçe anlayışı, etkin ve güçlü bir borç yönetimi için gerekli kurumsal yapının merkez bankasında olması gerekliliğini ön plana çıkarmaktadır.

Borç yönetim sorumluluğunun merkez bankasında olması gerektiğini savunan görüşlerle birlikte borç yönetimi politikalarını yürütme sorumluluğunun merkez bankasında olduğu durumlarda çeşitli sakıncaların veya çıkar çatışmalarına yol açan uygulamaların da ortaya çıkabileceği görülmektedir. Merkez bankasının, fiyat istikrarını sağlamak amacıyla enflasyonla mücadele için faiz oranlarını yükseltmesi veya faiz oranlarını düşürmede isteksiz davranması, borçlanma maliyetlerini arttırmaktadır. Diğer yandan merkez bankasının borçlanma maliyetini azaltmak amacıyla faizleri düşürmeye çalışması ise fiyat istikrarını sağlamak için enflasyonla mücadeleyi güçleştirmektedir. Bu durum, borç ve para yönetiminin merkez bankasında olması durumunda ortaya çıkabilecek yaygın birer çatışma alanıdır (Aytekin Balıbek vd., 2012: 54).

Merkez bankasının fiyat istikrarını sağlamak amacıyla faiz oranlarını yükseltmesi, kredileri pahalılaştıracığından düşük düzeyde bir ekonomik büyümenin gerçekleşmesi muhtemel bir sonuç olmaktadır (Dlamini, 2009: 14). Bunun yanı sıra merkez bankası, yaygın olarak fiyat istikrarını sağlamak için iç piyasada menkul kıymet alım satım yoluyla enflasyon hedeflemesine odaklanıyorsa, borç yönetim politikasını para politikasından ayırmak mantıklı bir yaklaşım olarak ön plana çıkmaktadır. Çünkü

para politikası uygulamasında piyasa, merkez bankasından gelen sinyalleri dinlemekte ve buna göre tepki vermektedir. Bu durumda banka borç yönetim politikasının uygulamasından sorumluysa, borç yönetim politikası, para politikasının bir başka aracı olarak görülebilecek ve borç yönetim kararlarının, faiz kararlarından etkilenebileceği bir risk mevcut olabilecektir (Magnusson, 2001: 10-11). Böyle bir yapıda ise ne para politikası ne de borç yönetim politikası optimal olacaktır (Currie vd., 2003: 13).

Merkez bankasının her iki politikanın yürütülmesinden sorumlu olduğu durumlarda banka, borçlanma araçlarının ihraç edildiği faiz oranlarını veya borçların reel değerini düşürmek için finansal piyasaları manipüle etme yönünde hareket edebilir (Cassard ve Folkerts-Landau, 1997b: 12) ve enflasyonist baskıları dikkate almayabilir. Bunların dışında merkez bankası, borcun yeniden finanse edilmesinden önce piyasaya likidite enjekte etme veya para politikasının duruşuna göre borç portföyünün vade yapısını ya da döviz kompozisyonunu belirleme yoluna gidebilir (Currie vd., 2003: 13).

1.6.3. Borç Yönetim Ofisleri Olarak Yapılanma

Kamu borç yönetiminde borç yönetim birimlerinin örgütlenmesi, borç yönetim biriminin ulusal organizasyonel yapı içerisindeki rolü, yetki ve sorumlulukları (Borresen ve Cosio-Pascal, 2002: 17) ile bu birimin politika yapıcı ve uygulayıcı diğer birimlerle olan ilişkisiyle yakından ilgilidir. Bununla birlikte siyasal, ekonomik ve mali koşullara göre fiziksel konumu önemli düzeyde şekillenen borç yönetim biriminin yapısı, ülkelerdeki tarihsel temellerden de etkilendiği ölçüde farklılık gösterebilmektedir. Ancak piyasa başarısızlığına karşı uygulanan politikaların devlet başarısızlığına yol açtığı düşüncesi ve küreselleşmenin etkisi nedeniyle kamu borç yönetiminin kurumsal yapılanmasında ortaya çıkan yeni eğilimler benzer veya aynı yönde olmuştur.

1990'lı yıllarda yaşanan gelişmeler sonrasında risk analizine dayalı borç yönetiminin yapılması gerekliliği; birçok ülkede gelişmiş risk yönetim alt yapısına sahip olan, daha fazla şeffaf ve sorumlu, operasyonel anlamda özerk borç yönetim ofislerinin oluşturulmasına ve geliştirilmesine sebep olmuştur (Pehlivan, 2003: 392). Bu süreçte bazı ülkeler borç yönetim ofislerini maliye/hazine (Ateş, 2002: 6) veya merkez bankası teşkilatı bünyesinde yapılandırırken bazı ülkeler ise profesyonellik, hesap verilebilirlik ve şeffaflığın sağlanması ve bu suretle borç yönetiminin politik baskılardan uzak

tutulması amacıyla borç yönetim ofislerini bünye dışında yapılandırmışlardır (Horgan, 1999: 9).

Etkin bir kamu borç yönetim politikası ve stratejisi geliştirmek amacıyla kurulan borç yönetim ofisi, politik alandan en azından bir miktar özerkliğe sahip olan ve devlet borcunun yönetiminden sorumlu bir kurum olarak tanımlanabilir (Magnusson, 1999: 2). Borç yönetim ofisi, borç yönetim kapasitesini geliştirmek, verimliliği ve etkinliği arttırmak, risk yönetimine vurgu yapmak, borç yönetiminde uzmanlaşma sağlamak ve borç yönetim faaliyetlerine daha iyi eğilmek amacıyla kurulmuş birimlerdir (Williams, 2010: 4). Diğer bir ifade ile borç yönetim ofisi, borç portföyünün taşıdığı risklerin yönetimine ilişkin strateji geliştirmek, bütçe-borç servis hizmetlerini sağlamak ve hazineye sermaye piyasası ile ilgili bir takım tavsiyelerde bulunmak amacıyla oluşturulan birim olarak değerlendirilebilir (Currie vd., 2003: 24).

Kamu borç yönetiminde etkinliği sağlamak için uzmanlık gerektiren kamu borç yönetim ofisi; sermaye piyasalarına ilişkin tavsiyeler sağlayan, iyi işleyen likit bir iç sermaye piyasasını teşvik eden ve bu sorumluluklar altında borç ve ilgili diğer finansal varlıkların uygun bir risk seviyesinde etkin yönetilmesinden sorumlu bir yapıdır (Brady, 2007: 13). Borç yönetim faaliyetlerinin işleyişini ve performansını değerlendirmek için şeffaflık, hesap verilebilirlik, operasyonel verimlilik ve personel politikası gibi dört genel kriter etrafında dönüşümü sağlanan borç yönetim ofisi (Kalderen ve Blommestein, 2002: 110-111), etkin bir varlık-yükümlülük yönetimi kapsamında borçlanma maliyetlerini en aza indirmek ve riskleri optimal seviyede tutmak amacıyla güçlü stratejilerle donatılan, disiplinli ve sağlam organize olmuş bir birim olarak tanımlanabilir.

Kamu borç yönetimini etkin bir şekilde gerçekleştirmek, borç portföyünün maruz kalabileceği mali riskleri azaltmak, kamu garantilerini izlemek, borç yönetiminde etkin bir koordinasyon sağlamak ve borç yönetimi üzerindeki siyasi baskıları kaldırmak amacıyla kurulan borç yönetim ofislerinin (Akar, 2010: 2) ilk örneği, 1789 yılında kurulan İsveç Ulusal Borç Ofisi olmuştur. Kamu borç yönetimi alanında eşsiz bir yapıya sahip İsveç Ulusal Borç Ofisinin kurulmasından yaklaşık 200 yıl sonra Yeni Zelanda 1988 yılında Borç Yönetim Ofisini ve İrlanda ise 1990'da benzer yapıya sahip Ulusal Hazine Yönetim Ajansı'nı kurmuştur. Bu yapılanmalardan sonra Avusturya, Belçika,

Finlandiya, Portekiz, İngiltere (Magnusson, 1999: 2), Fransa, Almanya, Macaristan, Hollanda ve Polonya gibi birçok OECD ülkesinde operasyonel anlamda farklı özerklik derecesine sahip borç yönetim ofisleri kurulmuştur (Pehlivan, 2003: 392). İsveç ve İrlanda'da borç yönetim ofisleri bünye dışı yapılanmaya; Yeni Zelanda, İngiltere (Akar, 2010: 2-3), Fransa, Hollanda, Avustralya (Currie vd., 2003: 22), Belçika ve Finlandiya'da borç yönetim ofisleri ise daha az özerklik derecesine sahip bünye içi yapılanmaya önemli birer örnek olarak gösterilebilmektedir. Her iki durumda özel sektör varlık yönetimi tecrübesi olan yetenekli ve kalifiyeli personel, borç yönetim birimlerine dâhil edilmiş ve borç yönetiminde profesyonellik sağlanmaya çalışılmıştır (Horgan, 1999: 9).

Bünye içi yapılanmada borç yönetim ofisleri, maliye bakanlığının kararı ile oluşturulabilir ve ayrı bir hukuki statüye sahip değildir. Her ne kadar sorumluluk, hesap verilebilirlik ve raporlama sınırları açık belgelerle belirtilmişse de, borç yönetim ofisinin yetkilisi borç yönetiminin günlük işlemlerini yürütmekte ve parlamentoya karşı sorumlu olan maliye bakanına karşı sorumlu olmaktadır (Currie vd., 2003: 31). Bünye içi yapılanma durumunda borç ofisinde çalışanlar, devlet faaliyetlerinin işleyiş yapısını iyi bildiklerinden borç yönetiminin maliye ve para politikalarına etkisini daha iyi analiz edebilmektedirler (Ateş, 2002: 7).

Kamu borç yönetiminde borç yönetim ofisi uygulamasında bir diğer oluşum ise bünye dışı yapılanmadır. Borç yönetiminin maliye/hazine veya merkez bankası bünyesi dışında yapılandırılması, borç yönetiminin bağımsızlığına ilişkin olup borç yönetimi için özerk birimler kurma eğilimine dayanmaktadır (Borresen ve Cosio-Pascal, 2002: 21). Borç yönetiminde profesyonellik ve hesap verilebilirlik, borç yönetiminin politik süreçten ayrı ve özerk bir birime devredilmesiyle elde edilmekte (Horgan, 1999: 9) ve şeffaflığın sağlanması da benzer şekilde bağımsız borç yöneticilerinin atanması ile mümkün olabilmektedir. Böylesi bir durumda maliye bakanlığı ve merkez bankasının etkisi dışında çalışan borç yönetimi; sadece devletin borçlanma gerekliliklerini yerine getirmeyi ve borçlanma araçları ihracını para ve maliye politikaları dışında yürütmeyi amaçlamaktadır (Mylonas vd., 2000: 15).

Bünye dışı yapılanmada bağımsızlıklarını genel kurullar aracılığıyla sağlamaya çalışan borç yönetim ofisleri, borç yönetim faaliyetlerini daha çok bir özel sektör

kuruluşu gibi yürütmektedir. Bu nedenle bağımsız borç yönetim ofislerinde daha yetenekli, kalifiye ve eğitilmiş kişilerin çalıştırılması sağlanmakta ve borç yönetim ofisleri, bağımsızlıkları ölçüsünde politik baskılardan uzaklaşmaktadır (Ateş, 2002: 7). Politik baskılardan uzak çalışan borç yönetim ofisleri, daha etkin bir yönetim sergilemekte ve bu sayede borçların sürdürülebilirliğini sağlamak için kredibilite sorununu azaltarak borç yönetimiyle ilgili kurumların kalitesi artırılabilir. Böylece özerk borç yönetim birimleri tarafından makroekonomik performans ile uyumlu ekonomik ve mali hedefler için daha rasyonel ve etkin politikalar geliştirilebilmekte, ekonomik büyüme ve ulusal kalkınma teşvik edilebilmektedir.

Gelişmiş finansal piyasalara sahip ülkelerde daha sık görülen ve hükümetin belirlenen borç yönetim stratejilerini yürüten özerk yapıdaki borç yönetim ofislerinin avantajları genel olarak; borç yönetiminde verimlilik sağlamak, siyasi etki ve kaygılardan uzaklaşmak, bünyesinde daha kalifiye eleman çalıştırmak ve özel sektör borç yönetim anlayışından yararlanmak olarak sıralanabilir (Cortez, 2007: 28). Etkin bir borç yönetiminde stratejik hedefler belirlenerek elde edilebilecek bu avantajlar, bünye dışı yapılanmada borç yönetim ofisinin yetki, görev ve sorumluluklarını kapsayan yasal ve kurumsal düzenlemelerin açık ve net olmasına dayanmaktadır.

Kısaca, maliye bakanlığından (siyasi ve mali otorite) ve merkez bankasından (parasal otorite) operasyonel bağımsızlığı olan bir borç yönetim ofisinin kurulması için temel nedenler (Kalderen ve Blommestein, 2002: 110);

- Politik alandan yeterli düzeyde ihtiyaç duyulan özerklik,
- Kamu borç yönetimi ile para ve maliye politikası arasındaki açık ayrım,
- Farklı işlevler üstlenen kamu kurumları ve parasal otorite arasında daha açık bir hesap verebilirlik ve daha fazla şeffaflığa ilişkin artan ihtiyaç,
- Karmaşık finansal araçların ve risklerin yönetilmesi için yeni yöntemlerin kullanımına ilişkin artan eğilim,
- Kamunun sınırlı bütçe ve ücret politikaları göz önüne alındığında, uzman personelin elde tutulmasına ilişkin oluşan zorluklar olarak sıralanabilmektedir.

Bünye dışı yapılanma modelinde sağlam bilgi akışı için çok verimli, etkin ve iyi organize edilmiş bir yapı temel bir gereklilik olmaktadır. İyi organize edilmemiş ve zayıf örgütsel yapının olduğu ülkelerde bu modelin kurumsal güce kavuşmayacağı ve

başarıya ulaşmayacağı aşikârdır. Örneğin, bazı Afrika ülkelerinin bu anlamda yeterli düzeyde kurumsal güce sahip olamamaları nedeniyle bu model, başarıya ulaşmamıştır. Çünkü bu gibi durumlarda özerk borç yönetim ofisi, borç yönetiminde yer alan farklı kurumlar arasında koordinasyon eksikliği sebebiyle etkin borç yönetimi için gerekli verilerin toplanamaması sorunu ile karşı karşıya kalabilmektedir (Borresen ve Cosio-Pascal, 2002: 19-20). Ancak merkezi ve kısmen de yerel düzeyde hazinenin nakit işlemlerini, maliye bakanlığının bütçesel faaliyetlerini ve merkez bankasının ise parasal işlemlerini içeren ve birbirine entegre edilmiş sağlam bir koordinasyon yapısının oluşturulması ile bu sorun çözülebilmektedir.

Gerek bünye içi gerekse de bünye dışı yapılanmada kurumsal altyapısı iyi tanımlanmış yasalarla oluşturulan borç ofislerinin başarılı olabilmesi ve borç yönetim amaçlarının etkin bir şekilde yerine getirmesi için borç yönetim ofislerinin sahip olması gereken fonksiyonlar ve sorumluluklar vardır. Bu anlamda risk faktörlerinin bertaraf edilmesinde, maliyetlerin azaltılmasında, şeffaflık, hesap verilebilirlik ve operasyonel etkinliğin sağlanmasında gerekli fonksiyon ve sorumluluklar aşağıda belirtildiği şekilde sıralanabilir (Cortez, 2007: 13).

- Borç yönetim ofisinin genel idari yönetimi tarafından tasarlanan düzenlemelerde öngörülen borç yönetim stratejilerini, borç yönetim politikalarını, prosedürleri ve yönergeleri uygulamak,
- Maliye bakanlığı adına borçlanma aracı ihracı ederken veya borç sözleşmesi yaparken; devletin diğer yetkili organları ile riskleri en aza indirmek, borçların sürdürülebilirlik analizine katılmak ve borçların sürdürülebilir olmaması durumunda yetkilileri uyarmak,
- Kamu borcuna ilişkin zamanında ve güvenilir bir veri tabanı sağlamak ve düzenli olarak veri doğrulaması yapmak,
- Kamu borçlanması ve kamu garantileri ile ilgili maliyetleri ve riskleri en aza indirmek,
- Ödünç alınan krediler ve doğrudan veya merkezi yönetim adına ihraç edilen tahviller için hazine ve/veya bütçe ofisinden borç servis ödemelerinin gerçekleştirilmesini sağlamak veya ödemeler için gerekli kaynağı istemek,

- Borçlanma araçları sahiplerine ve genel anlamda kamuoyuna, kamu borçlanma politikaları ve borçlanma verileri hakkında periyodik olarak güvenilir bilgi sağlamak,
- Bir risk analiz değerlendirmesi yoluyla devlet garantilerinin vadelerini uzatmak, parlamento tarafından bütçe kanunu aracılığıyla garanti kapsamı belirlenen tüm koşullu yükümlülükleri izlemek,
- Merkezi hükümet bünyesindeki kurum ve kuruluşlar tarafından alınan kredileri ve ihraç edilen borçlanma araçlarını izlemek,
- Yerel yönetim birimlerinin aldıkları krediler ve ihraç ettikleri borçlanma araçları ile birlikte verdikleri kredileri de içeren alt ulusal borcu izlemek,
- Kamu ve özel sektöre verilen hibeleri, özel sektör dış borçları ve borç ikrazlarını izlemek.

Borç yönetim ofislerinin sorumluluklarını ve fonksiyonlarını yerine getirmek ve bu sayede borç yönetiminde etkinliği sağlamak, borç yönetim ofislerinin kendi içerisinde yapılanmasıyla da yakından ilgilidir. Esasen sağlam, güvenilir ve elverişli yönetişimin unsurları, borç yönetiminin tek bir yerde konsolide ve fonksiyonel olarak organize edilmesini önermektedir. Bu yüzden neredeyse tüm borç yönetim ofisleri, önde gelen kurumsal şirket ve bankalar ile birçok merkez bankasının rezerv yönetim birimlerinde uygulanan benzer bir yapı benimsemiştir (Wheeler, 2004: 69). Borç yönetim işlemlerin sağlıklı gerçekleştirilmesini, iç kontrol ve denetim mekanizmasının oluşturulmasını ve borç yönetim fonksiyonlarının borç yönetim ofisinde yer alan farklı birimler arasında paylaştırılmasını ön gören bu yapı, operasyonel sorumluluğun artırılmasında kritik bir rol üstlenmiştir.

Sermaye piyasalarının temel finansman kaynağı olduğu ülkelerde (Borresen ve Cosio-Pascal, 2002: 21) tercih edilen bu organizasyon yapısında kurumsal perspektife ilişkin fonksiyonlar; ön, orta ve arka ofis arasında dağıtılmakta (Dlamini, 2009: 8) ve borç yönetim ofisleri bünyesinde yer alan her birim farklı bir görev üstlenmektedir. Farklı görevler üstlenen bu ofisler borç portföyü yönetim ekibi, risk yönetim ekibi ve hazine işlemleri ekibi olarak da adlandırılmaktadır (Wheeler, 2004: 69).

Borç yönetiminin yetki ve görevlerinin işlere göre dağıtıldığı bu ofisler içerisinde yer alan ön ofis; vade ve faiz yapısı gibi borçlanma stratejilerinin

düzenlenmesinden, borçlanma araçlarını satın alanlarla müzakere yapılmasından ve sermaye piyasalarında borçlanma işlemlerinin gerçekleştirilmesinden sorumludur. Orta ofisin risklerin analizinden ve performansın değerlendirilmesinden sorumlu olduğu bu yapıda arka ofis ise ödemelerin yapılmasından, hesapların muhasebeleştirilmesinden, kayıtlarının tutulmasından ve raporlama ile istatistikî verilerin derlenmesinden sorumludur.

1.6.3.1. Ön Ofis (Front Office)

Uygulama, müzakere, etkin ve verimli bir devlet menkul kıymet piyasasının gelişimi ve borçlanma araçlarının ihracı gibi işlevleri üstlenen ön ofis, kamu kesimi finansman ihtiyacını karşılamak amacıyla finansal kaynakların toplanmasına odaklanmaktadır. Ön ofis faaliyetleri, iç ve dış fon kaynaklarının elde edilmesi, yeni borçlanma müzakerelerinin yapılması ve sözleşmelerin hayata geçirilmesi ile ilgili tüm süreçleri içermektedir. Borç yönetim ofisinin sekreteryası görevini üstlenen ön ofis; yasaların, kuralların, yönetmeliklerin ve komite tarafından çıkarılan yönergelerin uygulanmasından da sorumludur (Cortez, 2007: 26).

Borç yönetim ofisi tarafından belirtilen yönergeleri uygulayarak en düşük maliyetle fon bulmayı amaçlayan ön ofis, iç ve dış finansman işlemlerinden, yatırımcılar, sigortacılar ve bankalarla kurulan ilişkilerden ve kredi ile güvenlik konularından sorumludur (Cosio-Pascal, 2006: 8). Bu sorumluluk, ön ofis yöneticilerinin piyasalar ile yakın ilişki kurmalarına ve bu sayede fon tasarımı, finansal riskten korunma, yatırım ve geri alım stratejileri de dahil olmak üzere çok çeşitli portföy yönetim hizmetlerinin yerine getirilmesine yardımcı olmaktadır (Wheeler, 2004: 70). Piyasalar ile yakın ilişki içerisinde olan ön ofis yöneticileri, hükümetin birincil ve ikincil piyasaların gelişimini teşvik edecek politikalara ilişkin önerilerde bulunmakta ve verimli bir devlet menkul kıymet piyasasının oluşturulmasına önemli katkılar sağlamaktadır. Ön ofisin bu işlevlerini yerine getirebilmesi için öncelikle sağlam bir teknolojik altyapıya sahip olması ve mali piyasaları izleyebilecek, piyasalardaki gelişmelerin analizini yapabilecek kapasitede eğitilmiş ve nitelikli personeli bünyesinde tutması gerekmektedir.

Nakit yönetiminin, borç yönetim ofisinin sorumluluğunda olduğu bazı ülkelerde ön ofis, orta ofisin geri bildirimleri ile aktif bir rol oynamakta ve nakit akış

projeksiyonlarını çoğu zaman orta ofis ile birlikte üretmektedir (Cosio-Pascal, 2006: 8). Borçlanma araçlarının alım-satım ve finansal risklerden korunma işlemlerinin tasarlanması, döviz likiditesi ve devletin günlük nakit yönetimi kapsamında fazla veren bakiyelerin kullanılması da yine ön ofisin faaliyetleri arasında yer almaktadır (Wheeler, 2004: 69). Ön ofisin para birimi, vade ve faiz yapısını etkin bir nakit ve likidite yönetimini dikkate alarak belirlemesi ve bu doğrultuda borçlanmaya gitmesi, borç yönetiminde etkinliği arttırmaktadır. Bu durumda ön ve orta ofisin birbirleri ile uyumlu çalışmaları ve koordinasyon içerisinde olmaları temel bir gereklilik olmaktadır.

1.6.3.2. Orta Ofis (Middle Office)

Analitik ve risk analiz fonksiyonlarının icrasından sorumlu orta ofisin en temel görevleri, riskleri kontrol etmek ve borç yönetiminin performansının değerlendirmektir (Horgan, 1999: 9). Analitik fonksiyon ile analizler yapılarak finansal stratejiler geliştirilirken ve stratejik kriterler dikkate alınarak borç yönetim biriminin performansı değerlendirilirken, risk analiz fonksiyonu ile maliyetlerin ve risklerin optimal seviyede tutulması amaçlanmaktadır.

Orta ofis veya diğer bir ifade ile risk yönetim ekibi, normal koşullarda devletin borç portföyüne yönelik maliyet ve risk stratejilerini oluşturmak, borçlanmada politika alternatiflerini araştırmak ve portföy ile risk yönetim politikaları arasındaki uyumu izlemekle yükümlüdür. Bazı ülkelerde bu sorumluluklar; hükümet bilançosuna ilişkin geniş yükümlülükleri, çeşitli garantileri, diğer koşullu yükümlülükleri, özel sektör dış borçları ve merkez bankası bilançosunu da kapsamaktadır (Wheeler, 2004: 70).

Üst yönetimin uygun bir borç yönetim stratejisi seçmesini sağlayan, ön büronun performansını izleyen, risk limitlerini belirleyen ve risk kontrollerinin uygulamasını sağlayan orta ofis, ayrıca düzenli olarak sürdürülebilirlik analizlerini yapmakta ve borç değişkenlerinin reel ekonomi değişkenleriyle tutarlılık analizini gerçekleştirmektedir (Cosio-Pascal, 2012: 55). Risk analizini yapmak, portföy risklerini izlemek ve borç yöneticilerinin stratejik kriterlere göre performanslarını değerlendirmek amacıyla ön ve arka ofisten ayrı olarak yapılandırılan orta ofis; risk yönetim çerçevesinin belirlenmesi, izlenmesi ve kamu adına piyasa işlemlerinin yürütülmesinden sorumlu olanların performansının değerlendirilmesi konusunda bağımsızlığın geliştirilmesine de yardımcı olmaktadır (IMF, 2001: 18).

Bunların yanı sıra çeşitli risk ölçüm modellerini incelemek, uygun risk analiz tekniklerini geliştirmek, yeni borçlanma araçlarının piyasalara uygunluğunu araştırmak, nakit yönetiminin hazırlamış olduğu projeksiyonları kullanarak çeşitli analizler yapmak ve kamu yatırım harcamaları projeksiyonlarına göre değerlendirmelerde bulunmak, analitik çerçevede borçların ve risklerin analizini yapan orta ofisin genel görevleri arasında sayılmaktadır. Yerli ve yabancı piyasalardaki gelişmeleri izleyerek borç ofisinde istihdam edilen personele eğitim vermek de yine orta ofisin genel faaliyetleri kapsamında değerlendirilmektedir (Ateş, 2002: 13-14).

Orta ofis, kamu borç portföyünün risk modellemesini yaparken öncelikle ödemeler dengesinin, makroekonomik koşulların ve finansal piyasaların borç yönetim stratejilerine etkilerini analiz etmeli ve bu bilgiler ışığında stratejik hedef ve kriterlerin tasarımını yapmalıdır. Burada önemle üzerinde durulması gereken konu, kamu borç portföyünün taşıdığı risklerin yönetilmesi ve borç sürdürülebilirlik analizi için orta ofisin bu süreçte, politika yapıcı ve uygulayıcı diğer kamu kurumlarıyla etkin bir koordinasyon içerisinde olması gerekliliğidir. Örneğin, bütçenin hazırlanması ve uygulanmasından sorumlu maliye bakanlığı ile etkin bir koordinasyon oluşturularak borç yönetimi için bütçenin analiz edilmesi, borç yönetim hedeflerinin bütçe yönetim hedefleri ile daha tutarlı olmasını sağlayacaktır.

Orta ofisin yukarıda belirtilen ana faaliyetlerini yerine getirebilmesi, çeşitli yetenek ve becerilerin varlığını zorunlu kılmaktadır. Bu yönüyle genel olarak güçlü bir orta ofis için ihtiyaç duyulan nitelikler aşağıda belirtildiği şekilde sıralanabilir (World Bank, 2018).

- Orta ofis, risk ölçümü ve portföy yönetimi alanında gelişmiş teknik becerilere sahip olmalıdır.
- Yerel piyasalardaki işleyişin anlaşılması için orta ofis, önemli düzeyde finansal piyasa becerilerine sahip olmalıdır.
- Piyasa, kredi ve operasyonel risk türleri orta ofisin sorumlulukları ile bağlantılı olduğundan, orta ofis, bu risk türlerini yönetme konusunda uzmanlığa ve deneyime sahip olmalıdır.

- Orta ofis, güçlü matematiksel modelleme yeteneklerine, güçlü iletişim vasıflarına ve kamu borcunun maliyetini ve risklerini ölçmek için güçlü bilgi teknolojileri yönetim becerilerine sahip olmalıdır.

1.6.3.3. Arka Ofis (Back Office)

Kayıt, işlem ve izleme fonksiyonlarını üstlenen arka ofis (Cosio-Pascal, 2006: 5), ödemelerin gerçekleştirilmesinden, hesapların tutulması ve kapatılmasından, muhasebe ve kayıt işlemlerinin yapılmasından sorumludur (Borresen ve Cosio-Pascal, 2002: 21). Hazine işlemleri borç yönetim bilgi sisteminin planlanması ve yönetilmesi, yeni sistemlerin uygulanması, mevcut uygulamaların bakımı, borç istatistiklerinin derlenmesi ve orta ofis yardımıyla operasyonel risk veya zafiyetlerin raporlanması da arka ofisin faaliyetleri kapsamındadır (Wheeler, 2004: 72). Verilerin doğru, kapsamlı ve güncel tutmanın yanı sıra borç yönetiminde etkinliğin sağlanması amacıyla bu bilgilerin ön ve orta ofis ile paylaşılması ve etkin bir bilgi akışının sağlanması da yine arka ofisin sorumluluğundadır (Dlamini, 2009: 8).

Arka ofis, kamu borç verilerini belirli aralıklarla doğrulayıp güncelleyerek sağlıklı bir borç veri tabanı oluşturmak, koşullu yükümlülükleri ve kamu garantilerini izlemek ve borçlu kuruluşun yükümlülüklerini yerine getirmediği takdirde kamu yükümlülüklerine dönüşen borçlar için bütçeden yeterli kaynağın ayrılmasını sağlamakla yükümlüdür. Yeni finansman kaynaklarının kayıt ve muhasebe işlemlerini zamanında yerine getirmek amacıyla ön ofis ile koordineli çalışma sorumluluğunu üstlenen arka ofis, borç geri ödeme projeksiyonlarına göre ön ofis tarafından yeni borçlanma miktarının ve vadesinin belirlenmesi sürecinde de etkin bir rol almaktadır.

Arka ofis, kamu borç işlemlerinin kayıt altına alınması, izlenmesi, kontrol edilmesi, borç servis ödemelerinin yürütülmesi ve yönetilmesi ile kamu borç işlemlerinin tescil edilmesi ve istatistikî bilgilerin üretilmesi ile ilgili tüm işlemleri merkezileştirir. Bu nedenle arka ofisin işlevi, bir borç sözleşmesinin imzalanmasından başlayıp o borcun ödenmesine kadarki süreci içermektedir. Bu işlevin düzgün bir şekilde yerine getirilmemesi borç servis ödemelerinde gecikmelere, borç sözleşmelerinin usulüne uygun olarak yapılmamasına ve kayıt altına alınmamasına, hatalı ve güncel olmayan borç bilgilerinin oluşmasına ve dolayısıyla kamu için maliyetli sonuçların doğmasına yol açabilmektedir (Cortez, 2007: 21). Arka ofisin yukarıda

belirtilen zafiyetleri; iç ve dış borç servis ödemeleri için mali yıl bütçe tahmin projeksiyonlarında, rezerv planlanmalarında ve likidite sorununu azaltacak rasyonel nakit akış tahminlerinde sapmalara neden olabilmekte ve borç yönetiminde etkinliği azaltabilmektedir.

Arka ofis, borç kayıt ve ödeme gibi (Currie vd., 2003: 15) önemli işlevleri üstlendiğinden, olası kayıt ve ödeme hataları yüksek düzeyde mali kayıplarla sonuçlanabilmektedir. Borç kayıt ve ödeme sistemi üzerinde yüksek deneyime ve güçlü operasyonel becerilere sahip personelin arka ofis bünyesinde istihdam edilmesi, olası hatalardan kaynaklı maliyetlerin azaltılmasında ve profesyonellik gerektiren hazine işlemlerinin başarılı bir şekilde gerçekleştirilmesinde önemli bir politika olarak öne sürülebilir. Bunların dışında kamu borç kayıt, ödeme ve takibine ilişkin operasyonel sürecin doğru ve kapsamlı yönetilmesi ve yürütülmesi amacıyla gerekli temel prosedürler genel olarak aşağıda belirtildiği şekilde özetlenebilir (Wheeler, 2004: 72; Cortez, 2007: 22-24).

- Sorumlulukların belirlenmesi, şeffaflığın ve hesap verilebilirliğin sağlanması amacıyla kayda değer kontroller ve dengeler kurulmalı, üst yöneticiye rapor veren bir iç denetim birimi ve bunlara ilişkin açık prosedürler oluşturulmalıdır.
- Sıkı iç mali kontrollerin sürdürülmesi, borç bilgilerindeki tutarlılığın doğrulanması, hata ve tutarsızlıkların minimum seviyede tutulması ve gerektiği takdirde bilgilerin düzeltilmesi için finansal raporlamadan sorumlu olanlar ile ödeme yetkisi verilenlerin görevleri aynı kişide birleştirilmemelidir. Bunun için arka ofis bünyesinde kayıt, muhasebe, ödeme talimatı ve veri tabanı yönetim faaliyet alanları ile ilgili görev dağılımı dörde bölünebilir.
- İç ve dış borç bilgilerini içeren güncel bir veri tabanı oluşturulmalı ve kamu borç bilgilerinin izlenmesi ve kontrol edilmesi amacıyla bu veri tabanı merkezileştirilmiş bir yapıya dayandırılmalıdır. Veri tabanı yöneticisi, bilgilerdeki hata ile tutarsızlıkları tespit etmek ve düzeltmek amacıyla periyodik olarak konsolide borç bilgilerini doğrulamalıdır. Bunu başarmak için tüm kamu kurumlarında, kamu borç yönetim ofisinin veri gereksinimine cevap vermesini sağlayan bir düzenleme yapılması gereklidir.

1.7. KAMU BORÇ YÖNETİMİNDE RİSK YÖNETİMİ

1980'den önce borç yönetiminin genel çerçevesi, borcun alınması ve geri ödenmesi süreci içerisinde borç anapara ve faiz ödemelerine ilişkin sözleşme hükümlerinin yerine getirilmesi gibi pasif borç yönetimi işlemleri ile sınırlı kalmıştır. Ancak 1980'li yıllardan ibaren yaşanan küreselleşme hareketleri ile birlikte mali araçlarda çeşitliliğin artması, sermaye ve türev piyasalarının gelişmesi, uluslararası piyasalardaki küreselleşme (Nart, 2015: 76) ve entegrasyon süreci, risk analizine dayalı aktif borç yönetimine ilişkin önemli gelişmeleri de beraberinde getirmiştir. Finansal bir devrim olarak nitelendirebileceğimiz bu süreç, finansal piyasalarda rekabeti, etkinliği ve performansı yükseltmekle birlikte döviz kuru, faiz oranı, menkul kıymet ve varlık fiyatlarında oynaklığı ve buna bağlı olarak da pek çok risk olasılığını arttırmıştır (Tandırcıoğlu, 2004: 119). Diğer bir ifade ile finansal piyasalarda yaşanan gelişmeler, kamu borç yöneticileri için genişleyen piyasalardan daha düşük maliyetle borçlanma fırsatı yaratmakla birlikte finansal piyasalarda oynaklığın artmasına bağlı olarak da borç portföyünün risklere karşı duyarlılığını da arttırmıştır (McCray, 1999: 7).

Küreselleşme sonucu dünyada yatırım yapılabilir fonlar ve buna paralel olarak ülkelerin borçlanma kaynaklarına ulaşmaları kolaylaşmıştır. Fakat küreselleşme ile birlikte mali piyasaların iç içe geçmiş olması ve finansal entegrasyon sürecinin hız kazanması, dünyanın herhangi bir ülke veya bölgesinde yaşanan ekonomik bir krizin, kısa sürede diğer bölge veya ülkelere de sirayet etmesine neden olmuştur. Bu nedenle piyasalarda yaşanan olası krizlere karşı önlem almak, krizlerin etkisini azaltmak (Güngen, 2014: 17) riskleri hesaplamak ve riskleri minimum seviyeye çekmek, risk yönetimine dayalı bir borç yönetimi için ayrı bir önem kazanmıştır (Vurucu Demir, 2004: 102). Bu önem doğrultusunda farklı risk türlerinin değerlendirilmesi, beklenen maliyet ve risk arasındaki dengenin analiz edilmesi, borç yönetim stratejilerinin oluşturulması ve uygulanması arasındaki bağlantıyı oluşturan risk yönetim politikaları, kamu borç yönetiminin ana unsuru olmuştur (Wheeler, 2004: 91). Risk yönetim politikalarının kamu borç yönetiminde kritik bir önem taşıması, borç yönetim politikalarının ve stratejilerinin belirlenmesinde de etkisini göstermeye başlamıştır. Bu gelişme, borç yönetiminde risk kavramının ve risk türlerinin belirlenmesine ilişkin bir çerçevenin oluşturulması zorunluluğunu beraberinde getirmiştir.

1.7.1. Kamu Borç Yönetiminde Risk Kavramı ve Risk Yönetiminin Aşamaları

Risk, korkulan şeyden ziyade beklenen bir durum olup herhangi bir kayba maruz kalma olasılığı olarak tanımlanmaktadır (Klaffky vd., 2000: 248). Bir işleme ilişkin parasal kaybın ortaya çıkması sonucu ekonomik faaliyetlerde meydana gelen faydanın azalma ihtimali olan risk (Vurucu Demir, 2004: 102), genel olarak bir faaliyete ilişkin gelecekte belirsizlik ve zarar olasılığı olarak da adlandırılabilir (Seyidoğlu, 2002: 531). Risklerin geleceğe yönelik işlem ve faaliyetlerde ortaya çıkması olasılığı, risk yönetim politikalarının ve stratejilerinin geriye dönük değil de ileriye dönük olmasını gerekli kılmaktadır (Klaffky vd., 2000: 248).

Risk yönetimi; risklerin ölçülmesi, tahmin edilmesi, analiz edilmesi, değerlendirilmesi ve risk faktörlerinin öngörülmesi suretiyle risklerin yarattığı veya yaratacağı etkilerin kontrol altına alınmasıdır. Söz konusu borçlanmada risk yönetimi ise devletin borçlanma maliyetini olumsuz yönde etkileyecek risk faktörlerinin belirlenmesi, tanımlanması, ölçülmesi ve bu risklerin minimum seviyeye indirilmesi sürecidir (Nart, 2015: 76). Borçlanmada risk yönetimi, başarılı ve etkili bir borç yönetimi için önemli bir unsur olduğundan, orta ve uzun vadede ölçülebilir risk düzeyinde borç portföyünün karşı karşıya kalabileceği risklerin ve borç portföyünün risklere karşı duyarlılığının azaltılması ancak etkili bir risk yönetimi ile mümkün olabilmektedir.

Etkin bir risk yönetimi ile riskleri yeterince kontrol altına almak için borç portföyünün karşı karşıya kaldığı risklere odaklanan çok aşamalı bir süreç yaratmak, başarılı bir borç yönetimi için gereklidir (Klaffky vd, 2000: 249). Söz konusu risklerin tanımlanması, analiz edilmesi, öncelikli stratejinin belirlenmesi, borç stratejilerinin uygulanması, performansın raporlanması ve stratejilerin gözden geçirilmesi gibi süreçlerden oluşan ihtiyatlı risk yönetim politikalarının aşamaları aşağıdaki gibi belirtilebilmektedir (Wheeler, 2004: 91-93):

Risklerin Tanımlanması: Belli bir yatırım stratejisinin riskli olup olmadığı kuruluş için belirlenen amaçlara bağlı olduğundan, riskler belirlenirken ilgili kuruluşların amaçları göz önünde bulundurulmalıdır. Bu, kamu borç portföyü veya bilançosu bağlamında da aynı şekilde düşünülmelidir. Yani hükümetin

yükümlülüklerini kapsayan risk, finanse edilen varlıkların amaçları ve finansal akımların özelliklerine göre belirlenmelidir.

Kamu borç yönetiminde risk yönetiminin tanımlanmasının ilk aşaması, hükümetin yüklendiği riskleri belirlemektir. Risklerin belirlenmesi, hükümetin riskleri yönetip yönetemeyeceği bilgisini sağlamakla birlikte üstlenilen risklerin daha açık ve sistematik olarak ele alınması imkânını yaratabilmektedir (Currie ve Velandia, 2002; 18-19). Risklerin tanımlanması, riskleri tetikleyecek veya risk oluşumuna yol açabilecek faktörlerin belirlenmesine de yardımcı olacaktır. Bu sayede kamu borç yöneticileri, borç portföyünün taşıdığı riskler için rasyonel ölçüm teknikleri geliştirebilecek, riskleri kontrol altında tutacak strateji ve politika oluşturabileceklerdir.

Risklerin Analiz Edilmesi: Risk analizi, bir faaliyete ilişkin muhtemel sonuçları daha iyi anlamak için risklerin ve risklerin yarattığı etkilerin sistematik şekilde değerlendirilmesi ve incelenmesidir. Bir yükümlülük bağlamında risk analizi ise borç stratejisine ilişkin maliyetleri ve riskleri belirlemek, ölçmek ve farklı maliyet/risk arasındaki dengeyi yansıtan portföy kombinasyonlarını gözden geçirmektir.

Risk analizi, başarılı bir risk yönetiminin ana unsuru olduğundan, borçlanmada risk analizi borçlanma sürecine etki eden tüm risklerin kapsamlı olarak ele alınmasını gerektirmektedir (Çaşkurlu, 2007: 70). Risklerin kapsamlı olarak ele alınması, risklerin önem derecesinin ve risk analizine dayalı borçlanma politikalarının daha rasyonel belirlenmesine katkı sağlayabilmektedir. Öte yandan risk analizi ile borçlanmada kullanılacak araçların vade, faiz ve döviz kompozisyonlarının seçimi sırasında söz konusu risk limitleri dikkate alınmakta ve böylece üstlenilebilecek maksimum risk düzeyi bulunabilmektedir (Pehlivan, 2003: 388).

Risklerin analizi ile risklere ilişkin tüm varsayımlar açık bir şekilde değerlendirilebilmekte ve borçlanma sürecine etki eden riskler sayısallaştırılabilmektedir (Çaşkurlu, 2007: 70). Risk kapsamındaki tartışma ve değerlendirmeler daha teknik bir yapıya kavuşturulabilmekte, keyfi ölçüm yöntemleri önlenebilmekte ve borçlanmada risklerin hesaplanması konusunda bir standartlaşma oluşturulabilmektedir.

Öncelikli Stratejinin Belirlenmesi: Başarılı bir kamu borç yönetiminde maliyet ile ilgili beklentiler ve risk konusunda temel amaç, en etkili ve öncelikli stratejiyi

belirlemektir. Bu strateji ise öncelikli amaç ve hedefler dikkate alınarak kabul edilebilir bir risk derecesinde beklenen en düşük maliyeti yakalamaya yönelik olmalıdır. Ancak öncelikli amaç ve bu amaca ilişkin strateji belirlenirken borçların miktar ve bileşimi gibi borç portföyünün temel özellikleri göz önünde bulundurulmalıdır.

Stratejilerin belirlenmesinin yanı sıra stratejilerin kamuya açıklanması da başarılı bir risk analizi, risk yönetimi ve dolayısıyla performansı yüksek bir kamu borç yönetimi için gereklidir. Burada şeffaflığın önemli nedenleri mevcut olup bunlar; etkinlik, hesap verilebilirlik ve yatırımcı için belirlilik olarak sıralanabilmektedir (Jessen, 2017: 13).

Borçlanma Stratejilerinin Uygulanması: Risk analizine dayalı borçlanma stratejisinin uygulanmasından sorumlu olan borç yönetim ofisi, stratejilerin uygulanmasını stratejik bir ölçüt ile yapabilir. Bu çerçevede borç portföyü; risk yönetimi, ödemeler, anlaşma ve muhasebe faaliyetleri, yürürlükteki prosedür ve risk yönetim politikaları dikkate alınarak yönetilmelidir.

Performansın Raporlanması ve Stratejilerin Gözden Geçirilmesi: Risk yönetim sürecinin son aşaması olan performansın izlenmesi ve raporlanması, genellikle orta ofisin faaliyetleri kapsamında gerçekleştirilir (Klaaffky vd., 2000: 261). Söz konusu faaliyetler; hükümetin döviz cinsinden borçlanma maliyetlerinin diğer ülkeler tarafından yapılan borçlanma maliyetleri ile karşılaştırılması (United Nations, 2006: 70), portföyün stratejik portföy kıyaslamasından ne düzeyde farklılık oluşturduğunun değerlendirilmesi ve borçlanma araçları ticaretinde taktiksel işlemlerin sonuçlarının raporlanması olarak açıklanabilir.

Performansın raporlanması ve stratejilerin gözden geçirilmesi işlemlerinin, risklerin izlenmesi ve kontrol edilmesi fonksiyonlarını da yerine getirdiğini belirtmek mümkündür. İzleme faaliyeti ile piyasalardaki ekonomik ve mali gelişmeler sürekli olarak izlenebilmekte ve borç portföyünün taşıdığı risklerin etkileri değerlendirilebilmektedir. Öte yandan kontrol faaliyeti ile borç portföyünün taşıdığı risklerin belirlenen limitler dışına çıkması durumunda bu risklerin limitler dâhilinde olması için gereken değişiklikler belirlenmekte ve borç portföyünün taşıdığı risklerin kontrol altına alınması amacıyla borçlanma politikaları yeniden düzenlenebilmektedir (Pehlivan, 2003: 389).

1.7.2. Kamu Borç Yönetiminde Risk Türleri

Sınır ötesi sermaye hareketlerinin hacmi ve oynaklığının artması anlamına gelen finansal piyasaların uluslararası entegrasyonu, devletin hizmet ve projelerde garantör olması sonucu doğan açık ve gizli yükümlülükler (Polackova, 1998: 1), özel sektör tarafından teslim edilmesi garanti edilen faaliyetlerden kaynaklanabilecek ahlaki tehlike ve politika yapıcılarının mali fırsatçılık davranışları, hükümetleri mali risk ve belirsizliklere maruz bırakmaktadır. Özellikle geçiş ve gelişmekte olan ülkelerin kurumsal ve finansal başarısızlıkları, dış finansman bağımlılıkları, şeffaflıktan uzak yapıları, yetersiz bilgi ve zayıf düzenleyici mekanizmaları, bu ülkelerin risklere karşı duyarlılıklarını daha fazla arttırmaktadır (Polackova, 1999: 46).

Bir devletin genellikle en büyük finans portföyü olan kamu borç portföyü, karmaşık ve riskli mali yapılar içerdiğinden, hükümetin bilanço ve mali istikrarı üzerinde önemli bir risk unsuru oluşturmakla birlikte özel sektör için de bir risk kaynağı yaratmakta ve ekonomiyi ani şoklara karşı savunmasız bırakabilmektedir. Dolayısıyla kamu borç yönetiminde etkili ve güçlü bir risk yönetimi, sadece kamu için değil aynı zamanda ekonominin diğer sektörleri için de gereklidir. Bu anlamda borç portföyünün gelecek kompozisyonuna rehberlik etmek (Jensen, 2001: 119), karşılaşması muhtemel riskleri tanımlamak, yaşanan krizlere karşı koruma tedbirleri olarak krizlerin etkilerini azaltmak ve risklerin borç ve risk yöneticilerince benimsenmesini sağlamak (Wheeler, 2004: 93) amacıyla risk tespitine ilişkin önemli çalışmalar yapılmıştır. Risk tespiti yapılırken risk çeşitleri ve bu risklerden hangileri ile karşılaşılabilceğinin bilinmesi gerekliliği kapsamında kamu borç yöneticilerinin karşılaşılabilceği temel risklerin çerçevesi belirlenmiştir (İsmayilov, 2012: 28). Bu çerçevede kamu borç yönetiminin karşılaşılabilceği temel riskler; piyasa riski, likidite riski, borç çevirme riski, kredi riski, operasyonel risk, politik risk, bütçe riski, yapısal risk, sistemik risk, itibar ve stratejik risk olarak sıralanabilir (Horgan, 1999: 21-24; Jensen, 2001: 125; IMF, 2001: 11; Granger, 2005: 202-208; Blommestein, 2005: 30-36; Das, 2005: 5; United Nations, 2006: 67; Çaşkurlu, 2007: 53; Balıbek ve Taşkın, 2012: 81).

1.7.2.1. Piyasa Riski

Faiz oranları, döviz kurları ve emtia fiyatları gibi finansal değişkenlerdeki hareketliliklerden dolayı kamu bilanço kalemlerinin değerindeki belirsizlik olarak

anlaşılan piyasa riski (Currie ve Valendia, 2002; 12), belirtilen değişkenlerden kaynaklı kamu ödeme ve borçlanma maliyetlerini arttırma (Pehlivan, 2003: 389) veya kayıplara neden olma riski olarak tanımlanmaktadır (Jönsson, 2005: 221).

Kamu borç yöneticilerinin sık karşılaştığı piyasa riskinde temel değişkenler; faiz oranları, döviz kurları ve emtia fiyatlarıdır. Döviz cinsinden veya dövizde endeksli borçlar, döviz kuru hareketleri sonucunda yerel para cinsinden ölçülebilir borçlanma maliyetlerinde oynaklığa yol açabilir (IMF, 2001: 11). Özellikle gelişmekte olan ülkelerde tasarruf eğiliminin düşük olması ve zayıf finansal piyasaların varlığı, ülkeleri büyük oranda dış kaynağa bağımlı bırakmaktadır (Cosio Pascal, 2006: 12). Varlıkların büyük bir kısmının yerel para ve yükümlülüklerin ise daha çok yabancı para cinsinden oluşması ile sonuçlanan bu gelişme (Currie ve Valendia, 2002; 12), kurlardaki öngörülme-yen yükselmeler sonucunda kamu borç yönetimini beklenmedik borç geri ödeme maliyetleri ile karşı karşıya bırakmaktadır (Pehlivan, 2003: 398).

Kurların yükselmesi, yükümlülükleri daha pahalı hale getirerek vergiler üzerinde baskı yaratmaktadır. Hükümet gelirlerinin, döviz cinsine veya döviz kuruna bağlı olmadığı durumlarda ise kurların yükselmesi, bilanço uyumsuzluğuna neden olmaktadır (Medeiros vd., 2007: 10-11). Söz konusu borç yönetimi kur riskine karşı ihtiyatlı bir borç yönetim stratejisi izlemeli ve merkez bankası aracılığıyla etkili bir aktif-pasif yönetimi stratejisi geliştirmelidir (Cosio Pascal, 2006: 11). Bu kapsamda yetkili otoriteler, döviz cinsinden yükümlülüklerini yerine getirmek için yükümlülüklerinin sahip olduğu yabancı para birimi cinsinden gelir elde edecek politikalar oluşturmalı (Kappagoda, 2004: 25), döviz kuru riskini azaltmak için türev araçlar veya ticaret bağlantılarını yansıtan döviz cinsinden borç değiştirme swapları kullanılmalıdır. Güçlü borç yönetim politikaları ve stratejileri temelinde yerel sermaye piyasalarının geliştirilmesi, likiditenin arttırılması ve uluslararası piyasalara yerel para birimi üzerinden borçlanma araçlarının ihraç edilmesi suretiyle kur riskine ilişkin yapısal sorunlar giderilmelidir (Medeiros vd., 2007: 11).

Piyasa riski içinde yer alan faiz oranı riski, piyasa faiz oranlarındaki dalgalanmalar nedeniyle borç servis maliyetlerini olumsuz yönde etkilemekte (Deboutte ve Debergh, 2005: 131) ve hem yerli hem de yabancı borçlarda faiz oranlarındaki değişiklikler, sabit ve değişken faizli borçların maliyetini değiştirebilmektedir (Jensen,

2001: 125). Faiz oranlarının yükselmesi, sabit faizli borçların yeniden finanse edilmesi sürecinde borçlanma maliyetini arttırırken, değişken faizli borçların geri ödeme tutarlarını da kendiliğinden yükseltmektedir (Pehlivan, 2003: 389).

Vade açısından değerlendirildiğinde, kısa vadeli veya değişken faizli borçların, uzun vadeli ve sabit faizli borçlara göre daha fazla risk taşıdığını belirtmekle birlikte gelecekteki finansman gereksinimlerin belirsizliği nedeniyle uzun vadeli ve sabit faizli borçların da risk taşıdığını ifade etmek mümkündür (IMF, 2001: 11). Kısa vadeli borçlar, daha sık aralıklarla yenilendiği için faiz oranlarındaki dalgalanmalara karşı daha duyarlı olurken, uzun vadeli ve daha çok sabit faizli borçlar ise faiz oranlarının düşmesi durumunda daha yüksek maliyet riski yaratmaktadır (Pehlivan, 2003: 389). Ancak sabit faizli ve uzun vadeli borçlanma araçlarının borç stoku içerisinde büyük bir paya sahip olması durumunda meydana gelebilecek faiz artışları, borç yönetimini faiz maliyetlerine karşı koruyabilmektedir.

Piyasa riskini oluşturan faiz riskine karşı mücadele yolları; sabit faizli borç-değişken faizli borç hedeflerinin sabitlenmesi, kısa vadeli borç-uzun vadeli borç oranının sürdürülmesi ve faiz oranları swaplarının kullanılması olarak sıralanabilir (Çaşkurlu, 2007: 67). Ayrıca piyasa risklerinin tanımlamasını yapan ve simülasyon modelleri ile desteklenen güçlü strateji ve politikalar geliştirilerek yıllık ortalama faiz harcamaları, belirli bir bütçe hedefi doğrultusunda ortaya konulabilir. Böylece beklenen faiz harcaması ve faiz dalgalanmalarından sonra beklenen bütçe aşımı arasındaki denge belirlenebilir, borç yönetim stratejisi ve bütçe politikası arasında doğrudan bir bağlantı oluşturularak faiz riski minimize edilebilir (Deboutte ve Debergh, 2005: 132).

Piyasa riski içerisinde yer alan bir diğer risk ise fiyat artışları sonucunda ortaya çıkmakta ve borç yönetimini kur ve faiz risklerinde olduğu gibi beklenmedik ek borç servis maliyetleri ile karşı karşıya bırakmaktadır. Örneğin, enflasyona endeksli borçlanma araçları ihracında, ilerleyen dönemlerde meydana gelen ani fiyat artışları karşısında borçlanma maliyetleri ağırlaşabilmektedir (Mutluer, 2008: 46). Fiyat artışlarının borçlanma maliyetini arttırması için ihracı yapılan borçlanma araçlarının enflasyona endeksli olması gerekmektedir. Aksi takdirde enflasyona endeksli olmayan borçlanma araçlarının ihracında fiyatların artması sonucu paranın değerinde meydana gelen düşüş, devlet borçlarının anapara ve faiz ödemelerinin reel değerini azaltacaktır.

Bu durum, fiyat dalgalanmalarının sık yaşandığı veya enflasyon oranının yüksek olduğu ülkelerde yatırımcıların borçlanma araçlarına olan talebini düşürdüğünden, devletin borçlanma kaynaklarına ulaşmasını zorlaştırdığı gibi yatırımcıların yüksek faiz taleplerine yol açmaktadır.

Piyasa riski, tercih edilen para birimi kompozisyonu ve süresi tanımlanarak ve fiili portföyü zaman içerisinde stratejik ölçütlere yaklaştıran kurallar oluşturularak yönetilmekte ve genellikle finansal modeller kullanılarak hesaplanmaktadır (Wheeler, 2004: 93). Piyasa riskini ölçmek ve izlemek için geliştirilen teknikler; ortalama vadeye kalan süre, senaryo analizi, riske maruz değer ve risk altında maliyet analizi olarak sıralanmakta ve bunlar bir kombinasyon şeklinde kullanılarak risk ölçümleri günlük olarak güncellenebilmektedir. Swap ve türev araçlarının kullanımı ile birlikte döviz borcuna ilişkin varlık ve yükümlülük uyumu sağlanarak piyasa risk yönetimi gerçekleştirildiği gibi (Blommestein, 2005: 30-31) risk altında bütçe tekniği de uygulanarak piyasa riski yönetilebilmektedir. Risklerin yeterince tahmin edilebilir olması ve iyi yönetilebilmesi, ancak risklerin doğru bir şekilde tespit edilmiş olması ve risk analizi yapan model ve tekniklerin iyi tanımlanmasıyla mümkün olabilmektedir.

Borç ofislerinde piyasa riskinin uzun vadeli etkisini ele almak ve bir referans portföyü belirlemek için kullanılan modelleme yaklaşımları genellikle risk altında maliyet ve risk altında bütçe tekniklerine dayanmaktadır. Bu modeller, hükümetlerin borç servis maliyetlerinin ve bütçe harcamalarının, faiz oranlarındaki artıştan ne ölçüde etkilendiğini ölçmeye çalışmaktadır. Örneğin, risk altında maliyet analizi ile borç servis maliyetlerinin bir sonraki yılda yerel para cinsinden ölçülmüş seviyesi gösterilebilir. Kur ve faiz senaryoları temel alınarak gelecek dönemde borç servis maliyetlerinin olasılık dağılımları belirlendiği ölçüde borçların geri ödenmesi için tahmini gelir aralığı da belirlenebilir. Böylece kur ve faiz riski altında borç servis maliyetleri ile gelirler arasındaki uyum veya uyumsuzluk ölçülebilir. Ancak anlamlı bir analiz, ölçüm veya hesaplama yapılması için piyasa koşullarında belirlenen faiz oranları ve döviz kurlarına ilişkin verilerin tarihsel bir seyri gereklidir. Aksi takdirde faiz ve döviz kurlarına ilişkin geçmişe dönük verilerin eksikliği, basit senaryo analizleri uygulamasını ön plana çıkaracaktır (Wheeler, 2004: 93-94).

1.7.2.2. Likidite Riski

Kamu borç yönetiminde karşılaşılabilecek likidite riski, iki farklı şekilde ortaya çıkmaktadır (IMF, 2001: 11). Bunlardan birincisi yatırımcıların ellerinde bulundurdukları devlet borçlanma araçlarına ilişkin olup yatırımcıların ellerindeki borçlanma araçlarını makul bir sürede ve makul bir fiyattan elden çıkaramamaları veya likiditeye çevirememeleridir (Lemmen, 1999: 4). Bu risk, piyasaların gelişmemiş olmasına dayanmakta ve piyasa derinliğinin eksikliği nedeniyle yatırımcıların piyasadan çıkması veya pozisyonlarını değiştirmesi sonucunda karşı karşıya kaldıkları maliyetleri ifade etmektedir (Jensen, 2001: 125). İkincisi ise borçlu birim için bir risk olup (IMF, 2001: 11) itfa anında borç yönetiminin gerçek nakit imkânına sahip olamaması (Vurucu Demir, 2004: 105) veya ödemelerin yapılması için borç yöneticilerinin gerekli fonu kısa sürede temin edememesidir (Pehlivan, 2003: 390). Likidite riskinde borçların tamamıyla ödenebilme imkânı olmasına rağmen, borçlu birimin likiditesinin olamaması nedeniyle yeniden finansman sağlanamamaktadır (Diamond, 1991: 710).

Likidite riski, etkin bir nakit yönetiminin eksikliği sonucunda tahmin edilenin üzerinde bir nakde ihtiyaç olması ve piyasalarda yaşanan dalgalanmalar nedeniyle ihtiyaç duyulması anında yeterli fon arzına ulaşamamasından kaynaklanmaktadır (Pehlivan, 2003: 390). Borç geri ödemeleri için mali gerekliliklerin sağlıklı tespit edilememesi, borç servis maliyetlerinin risk limitlerini aşmış olması, gelişmiş sermaye piyasalarının ve yeterli derinliğe ulaşmış yerel ikincil piyasaların eksikliği de likidite riskine yol açabilmektedir.

Kamu borç yönetiminde belirli bir sürede vadesi gelen borç miktarının kontrol edilmesi ve likiditenin korunması, borç yöneticisinin en temel görevlerinden biridir. Bu anlamda borçlanma araçlarının çeşitliliği sağlanarak çeşitlendirilmiş bir yatırımcı tabanının oluşturulması (Horgan, 1999: 22), likidite riskinin yönetimini kolaylaştırabilir. Dengeli bir vade profili çizilerek borç geri ödemelerinin aynı döneme yığılması önlenebildiği gibi ortalama vadeye kalan süre analizi ile kısa vadeli borçların toplam borç stoku içerisindeki payı azaltılarak likidite riski sınırlandırılabilir. Kamu gelir ve harcamalarının günlük tahmin ve takibi yapılarak devlet nakit dengesi gözetilebilir ve etkin bir nakit planlaması ile likidite riski, risk limitlerine dâhil edilebilir (Blommestein, 2005: 34-35).

Borç geri ödemeleri için nakit rezerv tutulması, yabancı para cinsinden borçların toplam borçlar içerisindeki payının azaltılması, mali piyasaların geliştirilmesi, düzenli ihrac politikalarının uygulanması ve para, maliye ve borç yönetim politikaları arasında etkin bir koordinasyonun sağlanması yoluyla likidite risk yönetiminde etkinlik sağlanabilir (Pehlivan, 2003: 390-391). Ayrıca borçlanma maliyetlerinin risk limitlerini aşmaması amacıyla ağır borçlanmalara girilmemesi ve faiz dışı fazla verilerek borç servis maliyetlerinin azaltılması yoluyla da likidite riskiyle mücadele edilebilir. Nitekim kamu borcunun büyüklüğü ne kadar düşükse, likidite riski o düzeyde az olabilecek ve kamu borçlanması nispeten daha düşük maliyetle yapılabilecektir (Lemmen, 1999: 4).

1.7.2.3. Borç Çevirme Riski

Borç çevirme riski, borç yöneticisinin borcu olağandışı yüksek maliyetlerle çevirmesi veya aşırı maliyet nedeniyle hiç çevirememesi riskidir (IMF, 2001: 11; Jensen, 2001: 125). Borç çevirme riskinde borç yönetiminin başarısı, borç stokunun ortalama vadesine göre değişmekte ve borç geri ödeme vadelerinin uygun ayarlanmasına bağlıdır. Bu anlamda kısa vadeli borçlanma aracı ihracı, borç geri ödemelerini kısa vadede yoğunlaştırarak borç çevirme riskini arttırırken, uzun vadeli borçlanma araçları ihracı da ortalama vadelerin uzamasına paralel olarak borç çevirme riskini düşürmektedir (Garcia, 2002: 17).

Borcun çevrilmemesi veya hükümetin olağandışı fonlama maliyetindeki büyük artışlar, hem iç hem de dış piyasalarda bir borç krizinin oluşmasını tetiklediği (UN, 2006: 68) gibi mevcut krizleri derinleştirebilmekte ve ekonomide reel kayıplara neden olabilmektedir (IMF, 2001: 11). Finansal krizlerden korunmak için borç portföyü kabul edilebilir bir vade yapısına kavuşturulabilir ve bir yıl içinde yeniden finansmanı yapılacak borçların risk derecesine ilişkin politikalar belirlenebilir. Bu kapsamda borç çevirme risk yönetim politikaları ile kısa vadeli ve değişken faizli borcun toplam borç stoku içindeki payı analiz edilerek herhangi bir yılda vadesi gelen borcun miktarı sınırlanabilir (Wheeler, 2004: 98).

Olumsuz piyasa koşulları nedeniyle ağır borçlanma koşulları yaratan faiz riski, borcun yeniden finanse edilmesi sürecinde borç çevirme riskini de tetiklemektedir (Risbjerg, 2005: 163). Artan faiz oranları, devletin mevcut yükümlülüklerini ve gelecekte yapacağı borçlanma maliyetlerini arttırmakta ve artan borçlanma maliyetleri,

borçların ödenmesi için yeni borçlanmalara yol açmaktadır. Borç kısır döngüsüne neden olan bu gelişme, zaman içerisinde devletin yükümlülüklerini yerine getirememesi veya azalan kredibilite nedeniyle yükümlülüklerini daha da ağır maliyetlerle yenilemesi sonucunu doğurmakta ve bu durum borç yöneticilerini borç çevirme riski ile karşı karşıya bırakabilmektedir. Gerek faiz riski ve gerekse de borç çevirme riskini azaltmak için devletin, mali piyasaların gelişimini sağlayacak yasal ve kurumsal düzenlemelere gitmesi gereklidir. Birincil piyasalar için gösterge niteliği taşıyan ve devletin nispeten daha düşük faiz oranları ile borçlanmasını sağlayan derin ve likiditesi yüksek bir ikincil piyasa oluşturulması da daha uygun borçlanma koşulları yaratacaktır.

Borç çevirme riski ile mücadele yolları olarak ayrıca ülkenin makroekonomik yapısında iyileşmenin sağlanması, aşırı açık ve aşırı borçlanma ihtiyacı yaratacak politikaların uygulanmaması da kritik bir önem taşımaktadır (Çaşkurlu, 2007: 55). Borçlanma maliyetlerinin düşürülmesi ve hükümetin ağır borçlanmalara neden olabilecek davranışlarının parasal ve mali kural uygulamaları ile sınırlandırılması, borç çevirme riskinin stratejik kriterler temelinde yönetilmesine imkân tanıyacaktır.

1.7.2.4. Kredi Riski

Kredi riski, borçlu tarafın sözleşmede belirtilen yükümlülüklerini yerine getirmeye ilişkin yeterli performansı göstermeme veya gösterememe riskidir. Kuruluşların yapılan sözleşmeler çerçevesinde belirtilen yükümlülüklerini eksiksiz ve zamanında yerine getirmeme riski olarak da adlandırılan kredi riskinin kaynakları; devletçe sağlanan garantiler, dış borç ikrazı imkânları ve kamu-özel sektör ortaklığı projelerinin finansmanını sağlamak amacıyla verilen borç üstlenim taahhütleri olarak sıralanabilir. Borç yönetiminin kredi riskine maruz kalması durumunda öngörülmeleyen nakit ihtiyacının oluşması, kamu borçlanma politikaları üzerinde negatif bir etki oluşturabilmektedir (Hazine Müsteşarlığı Kamu Borç Yönetim Raporu, 2016: 42). Bu nedenle kredi risk kaynakları olarak değerlendirilen borçlar ayrı bir kapsamda ele alınmak suretiyle bu kaynaklara ilişkin risklerin ölçülmesi, borçlu kuruluşların borçların geri ödeme kapasitelerinin sürekli izlenmesi ve kredi verilecek borçlanıcı kuruluşların mali yapılarının değerlendirilmesi büyük bir titizlikle gerçekleştirilmelidir (Nart, 2015: 78).

Devlet, ekonomik, sosyal ve mali amaçlar doğrultusunda çeşitli girişimlerde bulunmaktadır. Bu amaçlar kapsamında devlet, garantili krediler ve destekleme niteliğindeki garantiler gibi doğrudan yükümlülükler ile sektörel yardımlar, mali sisteme ilişkin destekler ve özelleştirmeyi teşvik amacıyla verdiği garantiler gibi dolaylı yükümlülükler altına girmektedir (Nart, 2015: 79). İlk başta devletten ödenmesi beklenmeyen ve bilanço dışında izlenen bu yükümlülükler, ödemeyi taahhüt eden borçlu birimin yükümlülüklerini yerine getirmemesi/getirememesi durumunda devletin ödemesi gereken temel bir yükümlülük olmakta ve bir kredi riski oluşturmaktadır (Nart, 2015: 79). Söz konusu burada yatırım için beklenen risklerin minimum seviyeye indirgenmesi ve kredi riskinden kaynaklı negatif maliyetlerin ortadan kaldırılması amacıyla kredi riski ile aşağıda belirtilen önlem, politika ve ilkeler dâhilinde mücadele edilebilmektedir (Horgan, 1999: 22; Piga, 2001: 57; Pehlivan, 2003: 391; Davies, 2005: 241; Risbjerg, 2005: 168).

- Bağımlı kredi derecelendirme kuruluşları tarafından yapılan değerlendirmeler dikkate alınarak borçlanıcı birimlerin kabul edilebilir kredi notuna sahip olup olmadığı tespit edilmelidir.
- Borçlanıcı birimlerin kredi değerliliğini belirleyen faktörler analiz edilerek ihtiyatlı risk yönetim pozisyonları alınmalıdır.
- Karşı tarafın kredi notunun belirli bir seviyenin altına düşmesi durumunda anlaşmalar tek taraflı sonlandırılmalı ve borç idarelerinin, kredibilitesi düşen kurumlarla yaptığı sözleşmelere sınırlama getirilmelidir.
- Kredi riski maruziyeti günlük olarak ölçülmeli ve yetkili otoritelere raporlanmalıdır. Piyasadaki gelişmeler dikkate alınarak yapılan kredi risk ölçüm ve raporlamaların sağlıklı olması amacıyla risk yönetim birimlerinde deneyimli ve alanında uzman personel çalıştırılmalıdır.
- Hükümetin garantör olduğu borçlanıcı birimler ile teminat anlaşmaları imzalanmalı ve 3. şahıslardan borçlanıcı birimler için garanti istenilmelidir.
- Borçlanıcı birimlerin risk hesabı oluşturmaları sağlanmalı ve yükümlülüklerinin belirli bir kısmının yerine getirilmesini sağlayacak gelir kaynaklarının bu hesaplarda tutulması zorunlu kılınmalıdır.

- Ahlaki tehlike riskinin azaltılması amacıyla borçlanıcı birimlerin sorumlulukları belirlenmeli, mali saydamlık sağlanmalı ve bu otoritelerin hesap verme yükümlülükleri tesis edilmelidir.

1.7.2.5. Operasyonel Risk

Operasyonel risk; iş veya faaliyet süreçlerinde işlem hataları, iç kontrol sistemlerinin başarısızlığı ve yetersizliği, yasal riskler, güvenlik ihlalleri, personel hataları ve dış faktörlerden kaynaklanan, bu nedenle borçlunun itibarını tehdit eden olası kayıplar olarak tanımlanmaktadır (United Nations, 2006: 69; Tokaç ve Williams, 2010: 10). 1990'lı yılların başında finansal piyasalarda yaşanan kayıplarla gündeme gelen operasyonel risk kavramı, finansal piyasalarda yaşanan gelişmeler ve finansal sistemlerin her geçen gün daha da karmaşık bir hale gelmesi nedeniyle risk yönetiminde ayrı bir disiplin olarak değerlendirilmeye başlanmıştır (Tokaç vd., 2012: 312-313).

Günümüzde yaşanan gelişmeler nedeniyle kamu borç yöneticileri, operasyonel risklere maruz kalabilmektedir. Borç yöneticilerinin karşı karşıya kaldıkları operasyonel risklerin kapsamı ve ölçeği; kurumsal yapılanma, üstlenilen işlemlerin çeşidine ve sıklığına göre farklılık göstermektedir (McCray, 2005: 68). Bu çerçevede karşılaşılabilecek operasyonel risk çeşitleri; personel riski, teknolojik riskler, kurumsal riskler, yasal riskler ve dışsal riskler olarak sıralanabilmektedir (Harmantzis, 2003; Tokaç vd., 2012: 313).

Personel Kaynaklı Riskler: Bireylerin işe alınmasına kadar uzanan personel riski, mevcut ve geçmişte çalışanlar tarafından iç politikaların ihlallerinden kaynaklanmaktadır. Tecrübe, uzmanlık ve bilgi yetersizliği, motivasyon düşüklüğü, düzensiz yer değişikliği, ağır çalışma koşulları ve iş yükü gibi nedenler, çalışanların görevlerini ihlal etmelerinden kaynaklanan personel kaynaklı risklerdir.

Personel kaynaklı risklerin minimize edilmesi için öncelikle borç yönetim birimlerinde çalıştırılacak personellerin işe alım süreçlerinin şeffaf olmasına dikkat edilmelidir. Borç yönetim ofislerinde çalıştırılacak bireylerin seçiminde temel kriter politikacı veya bürokratlarla olan yakınlıkları değil kişinin bilgi, beceri, donanım ve eğitim düzeyi olmalıdır. İşe alınan personeller deneyimli kişilerce yeterli bir eğitime

tabi tutulmalı ve deneyimli personeller tarafından yerine getirilen görevler azaltılarak iş yükü ve ağır çalışma koşulları hafifletilmelidir.

Teknoloji Kaynaklı Riskler: Teknolojik altyapının eksikliği, elektronik sistemlerdeki teknik sorunlar ve aksamalar nedeniyle ortaya çıkan kayıpları ifade etmektedir. Bu kategorideki kayıplar kasıtsızdır. Kasıt söz konusu olduğu takdirde bu kayıplar, personel kaynaklı risklere dâhil edilmelidir.

Doğru kayıt ve ayrıntılı raporlama bilişim sistemleri, güvenilir borçlanma verilerini üreterek ve borç servis yükümlülüklerini zamanında yerine getirerek teknoloji kaynaklı operasyonel riskleri azaltmak adına önemli bir yaklaşım olarak öne sürülebilir. Bilişim sistemleri, bütçe raporlamasının kalitesini arttırmak ve devlet mali sistemin şeffaflığını sağlamak için de büyük bir önem taşımaktadır. Bu amaçla güçlü bilişim sistemleri kurulmalı, ilgili tüm nakit akışları ve raporlamalar bilişim sistemine dahil edilmeli ve bu bilişim sistemlerinin hükümet muhasebe sistemine tam olarak entegre edilmesi sağlanmalıdır (Kalderen ve Blommestein, 2002: 117-118).

Teknik sorunlardan kaynaklanabilecek risklerin minimum seviyede tutulması amacıyla gelişmiş teknolojik altyapı, veri ve veri yedekleme sistemleri oluşturulmalıdır (Pehlivan, 2003: 391). İş ihtiyacını karşılayan ve teknik sorunlar oluştuğu takdirde bu sorunların çözümü için gerekli yazılım paketleri bulundurulmalı ve satın alınan yazılım paketlerinin veya uygulamaların nasıl kullanılacağına öğrenilmesi amacıyla kalifiye personel alımı yapılmalıdır (Blommestein, 2005: 35). Bilgi teknolojileri kapsamında yapılan ödeme, transfer, işlem ve risk kontrol faaliyetlerinin güvenilirliğini sağlamak ve ani sistemsel sorunları kısa sürede çözmek amacıyla elektronik sistem sürekli izlenmeli ve gerekli bakımlar periyodik olarak yapılmalıdır.

Kurumsal Yapılanma Kaynaklı Riskler: Kamu borç yönetiminde görev alan yetkili kurumların kurumsal yapılanmalarındaki eksiklikler, işleyiş sorunları, otoritenin belirsizliği ve kurumlar arası koordinasyon yetersizliğinden kaynaklanan riskler bu kategoride değerlendirilmektedir.

Kurumsal yapılanma kaynaklı risklerin iyi yönetilmesi ve kontrol altında tutulması için borç yönetiminde görev alan kurumların iş tanımlamaları yapılmalı, yetki alanları belirlenmeli ve otorite belirsizliği giderilmelidir (Pehlivan, 2003: 392). Yönetim ve grup sorumluluklarını ana hatlarıyla belirleyecek yasal dayanak ve prosedürler

aracılığıyla sağlam ve şeffaf borç yönetim hedefleri ve verimli bir borç yönetim organizasyon yapısı oluşturulmalıdır (Wheeler, 2004: 100). Sağlam iç kontrol ve denetim mekanizmaları oluşturularak yetkili birimlerin birbirleri üzerindeki denetimleri arttırılabileceği gibi borç yönetiminin performansının arttırılması amacıyla ilgili idarelerin faaliyetlerini denetleyen bağımsız bir dış denetim birimi de oluşturulabilir. Bu sayede yetersiz iç kontrol veya yetersiz dış denetim nedeniyle oluşması muhtemel kayıt, istatistikî veriler ve muhasebe hataları azaltılarak riskler minimum seviyede tutulabilir.

Yasal Riskler: Borç yönetimine ilişkin mevcut prosedür ve mevzuat yetersizliği, mevzuatın karmaşıklığı veya mevzuatın yokluğundan kaynaklı riskleri ifade etmektedir. Bu kategorideki kayıplar, mevcut prosedürün takip edilmemesinden veya anlaşılmasından da kaynaklanabilmektedir.

Kamu borç portföyünün büyüklüğü göz önüne alındığında, iyi yönetim uygulamalarının etkili kamu borç yönetiminin önemli bir bileşeni olduğu açıktır. İyi yönetim ve güçlü borç yönetiminin ise verilen yasal güvencelerle ne düzeyde desteklendiğine bağlıdır. Bu çerçevede borçlanma, yeni borç çıkarma, yatırım yapma (IMF, 2014: 19) ve mali kural uygulamaları kapsamında borçlanmaya limit koyma gibi diğer borç yönetim faaliyetlerine ilişkin yetkiler, yasal çerçeve ile açığa kavuşturulmalıdır. Yasal prosedürler, finansal sistemin sağlamlığını, güvenilirliğini ve borç portföyünün başarılı yönetimini destekleyecek nitelikte oluşturulmalıdır (IMF, 2001: 17).

Kamu borç yönetiminde bireysel görevlerin yanı sıra kurumsal sorumlulukları ve yetkileri açıklığa kavuşturan yazılı düzenlemeler, operasyonel riskleri azaltmak ve iç kontrol prosedürlerini kolaylaştırmak için önemli bir yöntemdir (Blommestein, 2005: 35). Borç yönetim faaliyetlerini, kurumsal yapısını ve finansal piyasaları kapsayan yasal çerçeve hakkında iyi bir anlayışın olması da, aynı şekilde operasyonel riskleri en aza indirmek için temel bir gereklilik olmaktadır (Granger, 2005: 207). Bu sebeple yasal risk faaliyetlerinin sağlıklı yürütülmesi için öncelikle borç yönetim birimi içerisinde faaliyet gösteren bir iç hukuk danışmanlık bürosu kurulmalı ve gerektiği takdirde iç hukuk danışmanlık bürosunun bir dış danışmanlık hukuk bürosu ile çalışması mümkün kılınmalıdır (Blommestein, 2005: 35-36).

Dışsal Riskler: Deprem, yangın ve sel felaketleri gibi doğal afetlerden kaynaklı kayıplar, dışsal riskler olarak belirtilebilmektedir. Dışsal riskler, borç yöneticisinin borç yönetim hedefleri doğrultusunda yürüttüğü faaliyetlerin sürdürme kabiliyetini azaltmaktadır.

Olağanüstü durumlar, diğer operasyonel risk biçimlerinin birer nedenidir. Eylül 2001’de New York’ta bulunan Dünya Ticaret Merkezi’ne yapılan terör saldırısı, felaketlere karşı korunmak amacıyla uluslararası alanda yeni çalışmaların yapılmasına ve iş sürekliliğini sağlayan yeni prosedürlerin oluşturulmasına yol açmıştır. Bu saldırıdan sonra birçok borç ofisleri ve merkez bankaları, alternatif yedekleme siteleri ve veri toplama olanakları için ihtiyaçlarını gözden geçirmişlerdir (Wheeler, 2004: 101).

Kamu borçlanma işlemleri artan bir şekilde elektronik veri giriş sistemlerine dayandığından, olağanüstü durumlarda verilerin kaybolması veya hazine işlemlerinin yeniden başlatılamaması hem devlet için bir risk yaratmakta hem de yatırımcılar için bir güven sorunu oluşturmaktadır. Kamu borç yönetiminin devam eden işlemlerinin sürekliliğini sağlamak, borçlanma araçları sahiplerine yatırımlarının güvenliği konusunda tam güvence vermek ve kamu mülkiyetinin bütünlüğünü korumak ise başarılı bir borç yönetiminin olağanüstü durumlarda üstlenmesi gereken temel yükümlülükler olmaktadır. Bu nedenle hırsızlık, yangın, deprem, sel felaketleri, toplumsal olaylar veya terör saldırıları gibi nedenlerden dolayı kamu borçlanma faaliyetlerinin ciddi şekilde bozulma riskini azaltmak için güçlü veri yedekleme sistemleri ve kontrollerde dâhil olmak üzere kapsamlı kurtarma prosedürleri uygulanmalıdır (IMF, 2001: 19; IMF, 2014: 22).

1.7.2.6. Politik Risk

Borçlanma araçlarının dünya genelinde yatırım alternatifleri içerisinde önemli bir yer tutmuş olması, borç piyasaları bağlamında politik gelişmelerin incelenmesini önemli kılmaktadır. Genellikle gelişmekte olan ve yükselen piyasa ekonomilerinde borçlanma piyasaları için bir risk unsuru olan politik risk (Waszkiewicz, 2015: 263), günümüzde sermaye piyasalarında yaşanan gelişmeler nedeniyle gelişmiş ülkeler açısından da potansiyel bir tehlike olmaktadır.

Siyasi istikrarsızlıklar, siyasi gelişmeler veya siyasi kararların ekonomi üzerinde yarattığı negatif etki olarak tanımlanabilen politik risk; ülkenin yönetim biçimi, siyasi partiler, hükümet krizleri, etnik ve dinsel yapı, politik gerginlikler, askeri darbe olasılıkları ve savaşlar gibi birçok faktörden etkilenmektedir (Çalışkan, 2002: 55-56). Belirtilen faktörler sonucu artan risk algısı, çok uluslu şirketlerin yatırım kararlarını etkilemekte ve artan risk primleri, yatırımlar için caydırıcı etki yaratmaktadır (Das, 2005: 7). Yaşanan bu gelişmeler fon arzını düşürdüğünden, kamunun yüksek faiz ve kısa vade gibi ağır koşullarda borçlanması kaçınılmaz olabilmektedir. Bu sebeple siyasi iktidarın siyasi çatışma ve politik gerginliklerden sakınması, dinsel ve etnik yapı kaynaklı yaşanan sorunların çözümüne yönelik toplumsal bir mutabakat sağlaması, yatırımcıları koruyan ve yatırım yapmaya teşvik eden güçlü yasal ve kurumsal düzenlemelere gitmesi, politik risklerin azaltılmasında en iyi uygulamalar olarak sıralanabilir.

Politik riskleri etkileyen yukarıdaki faktörlere ek olarak politikacıların özellikle seçim dönemlerinde oy maksimizasyonunu sağlamak amacıyla mali kural gözetmeksizin genişletici maliye politikası uygulamalarına gitmeleri de politik risklere neden olabilmektedir. Siyasilerin, seçim öncesinde seçmenleri memnun etmek amacıyla kamu harcamalarını arttırma eğilimleri, çoğu kez bütçe açıkları ile sonuçlanmakta ve açıkların finansmanını vergiye alternatif borçlanma kaynakları ile karşılanmaktadır. Bu davranış gelecek dönemlerde siyasileri, bireylerin gelirlerini sınırlandıran ve vergilerin arttırılmasına yol açan maliye politikası uygulamaları gibi borç geri ödeme çabalarıyla karşı karşıya bırakmaktadır. Ulusal ekonominin temellerini zayıflatabilen bu uygulamalar, öngörülmeleyen sosyal olaylara da neden olabildiği gibi (Maszkiewics, 2015: 267) istikrarlı ve güçlü makroekonomik politikaların gelişimini de güçleştirebilmektedir. Politik riskleri azaltmak amacıyla öncelikle parasal ve mali kural uygulamaları ile politikacıların keyfî davranışları sınırlandırılmalı ve genel ekonomik yapı disipline edilmelidir. İstikrarlı, uyumlu ve güçlü makroekonomik politikalar oluşturmakla birlikte mali ve parasal otoriteler arasında tam bir eşgüdüm sağlanarak ve politika oluşturulması için genel bir siyasi uzlaşma zemini hazırlanarak politik anlamda beklenmedik negatif etkiler azaltılabilir (Das, 2005: 8-9).

1.7.2.7. Bütçe Riski (Mali Risk)

Gelir düşüklüğü veya harcama aşımalarında beklenmedik açıkların meydana gelmesinden kaynaklanabilen bütçe riski (Das, 2005: 6), herhangi bir mali yıl içerisinde borç servis maliyetlerinin parlamentoca onaylanan miktarı aşmasıyla da oluşabilmektedir (Silva vd., 2010:159). Kamu borç yönetiminde nakit akış riski olarak da ifade edilebilen mali risk (Granger, 2005: 212), yükümlülüklerdeki ani artışların bütçe üzerinde oluşturduğu baskı olarak da değerlendirilebilir.

Sağlam ve uygulanabilir politikalar ışığında bütçe riskinin yakından izlenmesi, kamu borç yönetiminde risk yönetim biriminin temel görevleri arasında yer almaktadır. Hükümet veya borç yöneticileri, hem bütçe hem de bütçe dışı yükümlülükleri göz önünde bulundurarak kamu için önemli bir bilanço riski oluşturabilecek ve gelecekte mali dengesizliklerin potansiyel kaynağı olabilecek koşullu yükümlülükleri en aza indirmeye çalışmalıdır (Das, 2005: 6-7).

Borç servis maliyetleri bütçe giderlerinin bir unsuru olduğundan, bütçe riskinin azaltılması aslında borç servis maliyetlerinin düşürülmesi ve harcama riskinin kontrol edilmesi ile mümkün olabilmektedir (Missale, 2012: 167). Harcamaların artması açık finansman politikalarını beraberinde getirmekte ve artan fon talebi özellikle gelişmekte olan ülkelerde daha fazla faiz maliyetine yol açabilmektedir. Bütçe riskini azaltmak amacıyla bu süreçte hükümetin, açıkların azaltılması ve faiz dışı fazla verilmesi gibi bütçe ve harcama gibi mali kural temelli uygulamalara gitmesi gerekmektedir. Harcamaların azaltılması bütçe açığı ve dolayısıyla borçlanma üzerindeki baskıyı hafifletirken, faiz dışı fazla verilmesi ise mevcut borçların ödenmesini kolaylaştıracak ve yeni borçlanma gereksinimini azaltabilecektir.

1.7.2.8. Yapısal Risk

Ülkelerin sahip olmuş olduğu düzenleyici kurum ve kuralların yetersizliği, ekonominin verimsiz işleyiş yapısı, kapsayıcı kurumların yapılanmasından kaynaklanan sorunlar ve kötü yönetim nedeniyle finansal sistemin ve ekonominin karşı karşıya kaldığı riskler, yapısal riskler olarak değerlendirilebilir. Yapısal riskler enflasyon direncinin kırılmaması, tasarrufların arttırılmaması, cari açık ile bütçe açığının

düşürülememesi gibi faktörlerden kaynaklanabilmekte (Eğilmez, 2012a; Eğilmez, 2016) ve kamu borç yönetim dinamiklerini negatif etkilemektedir.

Enflasyonun belirli bir seviyenin altına düşürülmemesi, düşürülse bile kabul edilebilir bir seviyede tutulamaması (Eğilmez, 2016) veya istikrarlı bir enflasyon seviyesine ulaşılamaması, devletin borç yükümlülüklerinin yerine getirilmesi şüphelerini arttırmakta ve bu süreç yatırımcıların fon arzına ilişkin kararlarını olumsuz etkilemektedir. Olumsuz beklenti, iktisadi birimlerin yüksek risk prim talebinde bulunmalarına neden olduğundan (Çaşkurlu, 2007: 63) devlet borçlanmasının ağır koşullarda gerçekleşmesi kaçınılmaz olmaktadır. Söz konusu enflasyonist beklentilerin neden olduğu risklerle mücadele kapsamında öncelikle bütçe açıkları azaltılmalı ve kontrol altında tutulmalıdır. Bütçe açıklarının azaltılması enflasyonu düşürürken diğer yandan açıkların finansmanı için borçlanma üzerindeki baskıyı hafifletebilmektedir (Çaşkurlu, 2007: 64).

Harcanabilir gelirin tüketilmeyen kısmı olarak da ifade edilen tasarruflar (Ertek, 2015: 277), sermaye mallarının üretiminde ve ekonomik büyümenin gerçekleştirilmesinde önemli bir unsur olmaktadır. Ancak yapısal sorunların olduğu özellikle gelişmekte olan ülkelerde tasarruflar düşük olduğundan, tasarrufların GSYH'ya oranları yatırımların GSYH'ya olan oranlarının altında kalmaktadır. İç tasarrufların yetersizliği nedeniyle yatırımlar için gerekli kaynak, dışarıdan ithal edilmekte ve dış borçlanma zorunlu olmaktadır (Eğilmez, 2016). İç tasarrufların arttırılamaması, yatırımlar için gerekli tasarruf açığının borçlanma ile karşılanması ve borçlanma kaynaklarının kendisini finanse edecek yatırımlarda kullanılmaması; borç stoku/GSYH oranının artması, reel faizlerin yükselmesi ve ekonomik büyümenin düşük düzeyde kalması ile sonuçlanabilmektedir. Mevcut ekonomik koşullar çerçevesinde iktisadi büyümenin düşük ve reel faizlerin yüksek olması sonucunda artan borç stoku, borçların sürdürülebilirliğini güçleştirmekte ve ağır koşullar altında yapılan yeni borçlanmalar, borç kısır döngüsüne neden olabilmektedir.

Yapısal sorunlar ve yapısal sorunlara karşı yapısal reformların hayata geçirilmediği ülkelerde bütçe açığı ve cari açık kronikleşebilmektedir. Bu iki unsur bir yandan iç ve dış borçlanmayı beslerken diğer yandan güçlü bir kamu borç yönetim stratejisinin uygulanabilirliğini azaltmaktadır. Borçlanmayı besleyen kronik bütçe

açıklarıyla mücadele amacıyla öncelikle mali disiplini sağlayan yapısal reformlar hayata geçirilmelidir. Mali disiplin kapsamında bütçe açıklarının azaltılmasının yanı sıra faiz dışı bütçe fazlası verilerek kamu kesimi finansman dengesi korunmalı ve böylece açıkların makroekonomik denge ve borçlanma üzerindeki bozucu etkisi azaltılmalıdır. Cari açığın ve ekonomik büyümenin dışa bağımlılığını asgari seviyede tutmak amacıyla iç tasarruflar arttırılmalı, ithalata dayalı üretim yapısı yerli girdilere dayandırılmalı (Eğilmez, 2012a) ve ülke içerisinde üretim imkânı olan mal ve hizmetlerin üretimi teşvik edilerek ithalata bağımlılık azaltılmalıdır.

1.7.2.9. Sistemik Risk

1990'lı yılların ortalarında tanımlanan ancak geniş çerçevede ele alınması 2008 küresel finansal krizinin patlak vermesinden sonraya kalan sistemik risk (Smaga, 2014: 4) finansal sistemin tamamı veya bir bölümünden kaynaklanan bozulmanın, finansal hizmet akışını aksatma ve reel ekonomi üzerinde ciddi negatif sonuçlar doğurma potansiyeli olarak tanımlanmaktadır (FSB, IMF ve BIS, 2009: 5-6). Sistemik risk, ekonomik şok veya kurumsal başarısızlıklar gibi tetikleyici bir olayın domino etkisi yaratarak zincirleme yoluyla ekonomiye sirayet etmesi ve kötü ekonomik sonuçlara neden olması olarak da ifade edilmektedir. Finansal kurum veya piyasa başarısızlıklarını içeren sistematik risk, finansal kurumlarda zincirleme olarak ağır kayıplara veya mali piyasalarda önemli fiyat oynaklıklarına neden olabilmektedir (Schwarcz, 2008: 198).

Küreselleşme veya uluslararası bütünleşme hareketleri ile finansal piyasaların bütünleşmesi ve gelişmesi, ekonomik ve finansal açıdan birçok fayda sağlamakla birlikte entegrasyon sürecine ilişkin yeterli altyapının oluşturulmaması durumunda ise pek çok riskleri ve bu risklerin negatif etkilerini kaçınılmaz kılmıştır. Küreselleşen dünya ekonomisinde yaşanan gelişmeler, finansal kuruluşların birbirleri ve diğer sektörlerle olan ilişkilerini ve kullanılan enstrümanları eskiye nazaran daha da arttırmış ve finansal piyasalarda kompleks bir yapı oluşturmuştur. Ancak küreselleşme sonucu finansal piyasalarda yaşanan hızlı gelişme ve yeniliklere rağmen finansal altyapıya ilişkin denetleyici ve düzenleyici mekanizmanın aynı düzeyde geliştirilmemesi, risklerin takibini yetersiz kılmış ve bu durum sistemik riskin mali piyasalarda birikmesine yol açmıştır (Balıbek ve Taşkın, 2012: 83). Nitekim 2008 küresel finansal krizinin gerçekleşmesi sonrasında finansal güvenlik ağı ve finansal kurumların sistemik riski

önemli ölçüde hafife aldıkları (Smaga, 2014: 2), finansal altyapıya ilişkin denetleyici ve düzenleyici çerçevenin finansallaşma hareketlerine paralel olarak geliştirilmediği tespit edilmiştir. Bunun ise piyasalarda güvensizlik ve belirsizlikleri arttırarak bulaşıcılık etkisi ile reel ekonomide negatif etkiler yarattığı görülmüştür (Eijffinger, 2011: 316).

Tasarrufların, yatırımların ve risklerin yönetimini, piyasanın işleyişini ve finansal altyapıyı bozan ve reel ekonomi için ağır sonuçlar doğurabilen sistemik riskin (De Bandt ve Hartmann, 2000: 10), gerek ortaya çıkmasında gerekse de yayılmasında etkili olan başlıca faktörler aşağıda belirtildiği şekilde özetlenebilir (Allen, 2011: 3-29, Balıbek ve Taşkın, 2012: 87-89; Allen, 2013: 3-40):

Bulaşıcılık;

- Piyasada var olan likiditenin daralması ve tarafların kredi riskini almaktan çekinmeleri nedeniyle finansman imkânlarının daralması ile bulaşıcılık etkisi ortaya çıkmaktadır.
- Bilanço büyüklüğü, finansal faaliyetler, diğer sektörlerle olan bağlantılar ve sağladığı hizmetlerin özgünlüğü gibi nedenler, bazı kuruluşların sistemik açıdan önemini arttırmakta ve söz konusu bu kuruluşların iflası diğer birçok kuruluşun aynı anda zarar etmesine neden olmaktadır. Olumsuz gelişmeler, finansal kuruluşların veya bağlantılı sektörlerin ortak risk maruziyeti nedeniyle dikkatleri diğer kuruluşların üzerine çekmektedir. Bu zincirleme olay, diğer kuruluşların mali durumlarının sorunlu olduğuna dair şüpheleri arttırarak bulaşıcılık etkisini hızlandırmaktadır.
- Finansal kuruluşlar, piyasalar ve finansal araçların giderek bütünleştiği günümüz ekonomisinde oluşan sıkı finansal ilişki ve yüksek bağımlılık derecesi nedeniyle belli kurumlarda ortaya çıkan sorunlar, hem yerel düzeyde hem de küresel düzeyde domino etkisiyle ödeme sistemleri ve bankalar arası piyasalardan diğer kurumlara hızlı bir şekilde geçebilmektedir.

Varlık Fiyat Balonları ve Varlık Fiyatlarındaki Düşüşe Bağlı Bankacılık Krizleri;

- Varlık fiyat balonları, yatırımcıların toplu ve aynı yönde yatırım yapmalarının sonucu olarak sanal yatırım değerinin, reel yatırım değerinin çok fazla üstünde yer almasından kaynaklanmaktadır. Aynı yönde ve kolektif yatırım davranışları

varlık fiyatlarını yükseltmekte ve olası bir şüphe veya olumsuz gelişme nedeniyle yatırımların değeri kendiliğinden eriyebilmektedir.

- Ekonomik konjonktür dalgalanmalar, emlak piyasalarında yaşanan varlık balonlarının sönmesi, yanlış fiyatlandırmalar, yüksek oynaklık ile birlikte fiyatların çok kısa sürede en düşük seviyeye inmesi, devletin borçlarını ödeyememesi, politik gelişmeler ve faiz oranlarındaki yükselişler gibi olası gelişmeler varlık fiyatlarını düşürmektedir. Bankaların veya diğer mali kuruluşların ellerindeki varlıkların fiyatları düştüğü takdirde ise bir bankacılık veya finansal kriz yaşanabilmektedir.

Risk İştahını Arttıran Teşvik Mekanizmaları;

- Finansal kuruluş yöneticilerine kısa vadeli karlar üzerinden prim ödenmesine ilişkin ücretlendirme politikaları, finansal kuruluşların yöneticilerinin kısa vadeli varlık ve yükümlülük yönetimi performansını olumsuz etkileyebilmektedir. Böylesi bir durumda sistemik riskin ortaya çıkması ve yayılması kaçınılmaz olabilmektedir.
- Yetkili otoriteler, ülke içerisine yabancı sermaye girişini sağlamak amacıyla birtakım teşvikler sunmaktadır. Yabancı sermaye girişleri reel ekonomiye yönelik olduğu takdirde üretim ve ekonomik büyüme üzerinde olumlu etkiler yaratmaktadır. Ancak yabancı sermaye girişlerinin portföy yatırımlarına dayanması durumunda ekonomide aşırı ısınma sorunu ile birlikte varlık fiyatlarında önemli artışlar ortaya çıkabilmektedir. Bu süreçte olası olumsuz gelişmeler sonucunda ülkeden çıkan yabancı sermaye paniğe neden olmak suretiyle sistemik riski derinleştirebilmektedir.
- Derecelendirme kuruluşları arasındaki tutarsızlıklar fon arz eden ve fon talep edenleri olumsuz etkileyebilmekte ve piyasalarda risklerin ani yoğunlaşmasına yol açabilmektedir. Kredi derecelendirme kuruluşlarının derecelendirme faaliyetlerinden kaynaklı tutarsızlıkların ve tutarsızlık kaynaklı sistemik risklerin azaltılması amacıyla derecelendirme kuruluşlarının rasyonel, tarafsız, hesap verebilir ve şeffaf olmalarını sağlayacak yeterli düzeyde denetim ve gözetim faaliyeti oluşturulmalıdır.

Düzenleyici Çerçevenin Yetersizliği;

- Yaşanan finansal gelişmeler ve yeniliklere paralel olarak finansal faaliyetler, finansal piyasalar veya finansal araçların aynı seviyede yeterli düzenleme ve denetime tabi tutulmaması, sistemin bütününe ilişkin risklerin tespit edilmesini sağlamak amacıyla sistemik risklerin gözetlenmesi ve izlenmesinden sorumlu bir organizasyonun olmaması, sistemik riskin ortaya çıkması ve yayılmasına sebep olabilmektedir.

Bankacılık Sisteminde Döviz Uyumsuzlukları;

- Kamu kesimi finansman ihtiyacının artması, finansal kuruluşları kamu menkul kıymetlerine yöneltmektedir. Özellikle gelişmekte olan ülkelerde kamu borçlanma araçlarının yüksek faiz avantajı, borçlanma araçlarına yönelme eğilimini daha da arttırmakta ve finansal kuruluşlar faiz avantajından yararlanmak amacıyla yurtdışından düşük faizlerle temin ettikleri kaynakları, yüksek faizli kamu kâğıtlarına yatırmaktadır. Finansal kuruluşların varlık ve yükümlülükler için farklı para birimi ile pozisyon almaları, bu kuruluşları kur riskine karşı duyarlı hale getirmektedir. Olası kur artışlarında varlıkların yükümlülükleri karşılayamaması finansal kuruluşları açık pozisyonda yakalamakta ve finansal kuruluşların kur farkı maliyetleri, borçlanma araçlarından elde ettikleri faiz getirilerini eritebilmektedir. Bu durumda döviz açık pozisyonunda olan finansal kuruluşların döviz varlıklarının döviz yükümlülüklerini karşılayamaması, sistemik riskin oluşmasına yol açabilmektedir.

Yukarıda belirtilen nedenlere bağlı ortaya çıkan negatif sistemik risk şokları, belirli güce ulaştığında, çok çeşitli finansal kurumları ve piyasaları olumsuz yönde etkileyebilmektedir. Çok sayıda finansal kurum ve piyasayı etkileyen sistemik risk, kredi daralması ve ekonomideki harcama düzeyinin düşmesi gibi yollarla ekonomide durgunluğa hatta depresyona neden olabilmektedir. Bulaşma riskinin güçlü olmasına bağlı olarak mikro ekonomik risk dağılım sorunu, makroekonomik istikrarsızlığa dönüşebilmektedir. Bu gibi durumlarda, finansal sistemde bir bütün olarak likidite düzeyinin yeterli seviyede tutulması ve reel ekonomi üzerindeki durgunluk etkisinin

azaltılması için parasal ve mali genişleme gibi makroekonomik istikrar politikaları uygulanabilmektedir (De Bandt ve Hartmann, 2000: 16).

Negatif sistemik risklerin yavaşlattığı ekonomik faaliyetlerin canlandırılması amacıyla uygulanan genişletici maliye politikası uygulamaları kapsamında bir yandan kamu harcamalarının artırılması ve diğer yandan vergi indirimlerine gidilmesi bütçe açıklarına yol açmaktadır (Eker vd., 2007: 186). Ayrıca finansal piyasalarda yaşanan aksaklıkları gidermek ve mali sektörü güçlendirmek amacıyla hazinece sağlanan mali destekler de kamu maliyesine ek yük olarak yansımaktadır. Kamu gelir ve giderleri ile yükümlülükler üzerindeki etkilerin nihai sonucu, kamu borcunun artışı olarak ortaya çıkmaktadır (Balıbek ve Taşkın, 2012: 84).

Sistemik öneme sahip finansal kuruluşların iflas etmesi sonucunda oluşan bulaşıcılık riskinin hızlı ve yaratılan etkinin genişliği ile sistemik açıdan önemli finansal kuruluşların iflastan kurtarılmaları için gerekli olan kaynağın büyüklüğü, birtakım önlemlerin alınmasını zorunlu kılmaktadır. Sistemik risk önemi taşıyan kurumların mali yapılarının güçlendirilmesi, finansal kuruluşların iflas olasılıklarının ve yarattıkları negatif dışsal etkilerin azaltılması, böylece bu kuruluşların neden olacağı ahlaki tehlikenin önlenmesinde etkili bir yöntem olabilmektedir (Gül, 2013: 3). Sistemik riskin oluşması ve iflasların yaşanması sonucunda çöken finansal altyapıyı onarma ve güçlendirme çabaları, sorunlu finansal kuruluşların finansal sistemden ayıklanması ve devletin kurtarma operasyonlarını beraberinde getirmektedir. Kamu maliyesine yansıtılan kurtarma paketlerinin maliyetlerinin nihai sonucu olan mali açıklar, kamu borçlanması üzerinde bir baskı olarak ortaya çıkmakta ve mali açıklarla birlikte yaşanan borç stoku ve faiz artışları ise mali disiplinin bozulmasına neden olmaktadır.

Sistemik risk birikimi ve yoğunlaşmasını değerlendirmek için finansal sistemin analiz edilmesini, potansiyel risk kaynakların belirlenmesini ve potansiyel risklerin azaltılmasını sağlayacak makro ihtiyati önlemlerin alınması (Smaga, 2014: 19), etkin denetim ve gözetim faaliyetlerini gerçekleştiren kurumların varlığına ve bu kurumların finansal piyasalarla olan etkileşimine bağlıdır. Denetim ve gözetim faaliyetlerinin yapılması için gerek duyulan kurumsal yapılanmaların etkin ve rasyonel faaliyetleri, bir yandan piyasalarla sağlıklı iletişim kurarak piyasalardan yeterli veri elde ederken diğer yandan sistemik risk kaynaklarının azaltılmasına ilişkin yöntem, teknik ve araçların

geliştirilmesinin önündeki engelleri kaldırabilmektedir. Söz konusu bu önem dolayısıyla özellikle 2008 küresel finansal kriz sonrasında finansal sistem üzerindeki tehditlerin azaltılması amacıyla etkin denetim ve gözetim faaliyetlerine ilişkin ulusal ve uluslararası düzeyde önemli adımlar atılmıştır. Bu önlemler aşağıda belirtildiği şekilde özetlenebilir (4059 Sayılı Kanun Ek Madde 4, 2011; Griffith-Jones vd., 2010; 6-7; Balıbek ve Taşkın, 2012: 98-101; Küçüközmen, 2012: 6; Thorne, 2012; Donnelly, 2012: 265-266, Karadağ, 2015: 313; Cumhurbaşkanlığı Kararnamesi, 2018: 1; 7161 Sayılı Kanun, 2019: 21).

- Türkiye’de sistemik riske karşı alınacak önlemler çerçevesinde 2009 tarihinde BDDK, TMSF, TCMB ve Hazine Müsteşarlığı (10 Temmuz 2018 tarihli 1. Nolu Cumhurbaşkanlığı Kararnamesi ile Hazine Müsteşarlığı ve Maliye Bakanlığı birleştirilmiş olup, Hazine ve Maliye Bakanlığı adını almıştır) arasında imzalanan protokol ile Sistemik Risk Koordinasyon Komitesi kurulmuş ve bu komitenin sekreteryası BDDK’ya verilmiştir. 2012 yılında yürürlüğe giren Finansal İstikrar Komitesi Sistemik Risk Değerlendirme Grubu Protokolü ile Sistemik Risk Koordinasyon Komitesi’nin yerini Sistemik Risk Değerlendirme Grubu almıştır. Finansal istikrarsızlıklara neden olabilecek veya finansal istikrara yönelik tehditlerin ortaya çıkması durumunda finansal istikrarın yeniden tesis edilmesi amacıyla hızlı ve etkin bir şekilde tedbir almakla yükümlü olan grup, finansal piyasalardaki gelişmeleri takip etmek, değerlendirmek ve yaşanan gelişmelere paralel olarak gerekli tedbirleri almakla yükümlüdür. Ayrıca komite, taraflar arasında bilgi paylaşımını, işbirliğini ve koordinasyonu sağlamaktadır.
- 2008 küresel finansal krizinden sonra uluslararası alanda yapılan çalışmalara paralel olarak Türkiye’de finansal istikrara yönelik bir diğer önemli kurumsal yapılanma ise 2011 yılında Finansal İstikrar Komitesinin kurulması olmuştur. Makroekonomik ihtiyati önlemlerin alınarak finansal sistemden kaynaklı sistemik risklerin azaltılması veya önlenmesine ilişkin politikalar çerçevesinde kurulan Finansal İstikrar Komitesi; Hazine ve Maliye Bakanı ile BDDK, TMSF, SPK ve TCMB başkanlarından oluşmaktadır. Hazine ve Maliye Bakanının başkanlık yaptığı komite, finansal sistemin tümüne cereyan edebilecek sistemik risklerin belirlenmesi, izlenmesi ve azaltılması için gerekli tedbirleri almak ve

politika önerilerini tespit etmekle yükümlüdür. İlgili birimlerce hazırlanan sistemik risk planlarını değerlendirmek, taraflara sistemik riskle ilgili uyarılarda bulunmak, politika önerilerine yönelik uygulamaları takip etmek gibi önemli görevler üstlenen komite, etkin bir sistemik risk yönetimi amacıyla taraflar arasında koordinasyonu sağlamaktadır. 17.01.2019 tarihli ve 7161 sayılı Kanun ile yapılan değişiklik sonucunda Finansal İstikrar Komitesi, Finansal İstikrar ve Kalkınma Komitesi ismini almış ve bu komitenin toplantılarına TBB Başkanı ve Borsa İstanbul Genel Müdürü'nünde katılımı sağlanmıştır. Yapılan değişiklik ile görev alanı genişleyen komite, finansal sistem aracılığıyla sağlıklı bir ekonomik büyümenin desteklenmesi, sistemik risklerin yönetilerek piyasalarda güvenin korunması, finansal düzenlemelerde ve uygulamalarda uyumun sağlanması, reel sektör ile koordinasyonun ve işbirliğinin sağlanması ve bu kapsamda gerekli verilerin merkezi bir şekilde toplanması, finansal sektörde sağlıklı bir gelişimin sağlanması ve reel sektöre yönelik finansal kaynakların etkin dağıtılması gibi görevler de üstlenmiştir. Komite tarafından finansal sistemin bütününe sirayet edebilecek ölçüde olumsuz bir gelişmenin tespiti hâlinde, üye kurum ve kuruluşların yetkileri dışında alınması gereken tedbirleri belirlemeye kendi görev, yetki ve sorumlulukları çerçevesinde Cumhurbaşkanı yetkili kılınmış, ilgili bütün kurum ve kuruluşlar belirlenen bu tedbirleri derhâl uygulamakla yetkili ve sorumlu tutulmuştur.

- Sistemik riskin önlenmesi ve azaltılması amacıyla Nisan 2009'da G7 ülkelerinin maliye bakanları ve merkez bankası başkanlarınca oluşturulan Finansal İstikrar Fonu'nun, Eylül 2009'dan itibaren G20 ülkelerini de kapsayacak şekilde genişletilerek Finansal İstikrar Kurulu'na dönüştürülmesi çalışmaları başlamıştır. Kasım 2011'den itibaren Finansal İstikrar Kurulu'nun kalıcı bir organizasyon temelinde kurulması, kaynakların ve yönetimin güçlendirilmesine yönelik somut adımlar atılmıştır. 2012'den itibaren Finansal İstikrar Kurulu'nun tüzel kişiliğinin oluşturulması tartışılmış ve Ocak 2013'ten itibaren ise Finansal İstikrar Kurulu, İsviçre yasalarına göre kar amacı gütmeyen bir kuruluş olarak kurulmuştur.
- 2008 küresel finansal krizin AB'de yarattığı etkinin giderilmesi, sistemik risk üzerinde baskı oluşturan yapısal sorunların çözüme kavuşturulması ve finansal

sistem üzerindeki makro ve sistemik risklerin azaltılması amacıyla Ocak 2011'de finansal sistemin gözetimi ve analizinden sorumlu Avrupa Sistemik Risk Kurulu kurulmuştur.

- Finansal sistem ve istikrar üzerinde tehdit oluşturabilecek sistemik önemi haiz bankaları belirlemek ve bunların denetim ile gözetim faaliyetlerini gerçekleştirmek amacıyla ABD'de Temmuz 2010 tarihinde Dodd-Frank Yasası çıkarılmıştır. Çıkarılan yasa ile kurumsal bir yapının oluşturulması ve yapısal sorunların giderilmesi hedeflenmiş ve bu kapsamda Finansal İstikrar Gözetim Konseyi oluşturulmuştur. Finansal sistem üzerinde aşırı risk birikimini engellemek, finansal istikrara yönelik ortaya çıkan riskleri analiz etmek, inceleme, raporlama ve uygulama faaliyetleri hakkında kurumlar arası koordinasyonu kolaylaştırmak gibi önemli görevleri üstlenen konsey, düzenleyici yapı içerisindeki boşlukların giderilmesinde ve daha istikrarlı bir finansal yapının oluşturulmasında da kritik bir rol üstlenmektedir. Üye kuruluşlar arasında veri ve bilgi paylaşımını kolaylaştırmakla yükümlü olan Finansal İstikrar Gözetim Konseyi, finansal faaliyetlere ilişkin verilerin elde edilmesi ve analizlerinin yapılmasında da etkin bir görev almakta ve böylece finansal sistem üzerindeki risk unsurlarının öngörülebilirliğini arttırabilmektedir. Takas ve uzlaşma politikalarının belirlenmesi faaliyetleri ile birlikte finansal istikrarı tehdit eden banka dışı firmaların denetlenmesi ve gözetlenmesi faaliyetleri de bu konseyce yapılabilmektedir.
- İngiltere'de sistemik risklerin azaltılması ile sistemik risk birikimini önlemeye yönelik tedbirlerin belirlenmesi ve izlenmesi amacıyla Şubat 2011'de geçici olarak Finansal Politika Komitesi kurulmuştur.

1.7.2.10. İtibar ve Stratejik Risk

Devlet kredibilitesi ile yakın bir ilişki içerisinde olan itibar riski, borç yönetim ofisi faaliyetlerinin başarısızlıkla sonuçlanması, yasal düzenlemeler gözetilmeksizin borçlanma işlemlerine girişilmesi veya ağır borçlanma koşulları altında devletin yükümlülüklerini yerine getirmemesi durumlarında ortaya çıkmaktadır. Borç geri ödeme planlarındaki bozulmalar arttıkça güvenilirlik düşmekte ve bu gelişme, siyasi iktidar veya borç yönetim ofisinin itibarını düşürdüğü ölçüde uygun borçlanma

koşullarını negatif yönde etkilemektedir. Siyasi iktidar veya borç yönetim ofisi, borçların sürdürülebilirliği üzerindeki baskıyı azaltmak, devletin kredibilitesini yüksek tutmak ve itibarını düşürmemek adına sorumlu davranmalıdır.

Stratejik riskler, sağlam ve güçlü borçlanma stratejilerinin yokluğundan kaynaklanan risklerdir. Buradaki temel yaklaşım, sağlam borç yönetim stratejilerine dayanmalı ve öngörülebilir bir borçlanma politikası oluşturmaya yönelik olmalıdır. Borçlanma stratejik ölçütlere dayandırılarak likidite desteklenmeli, standart satış teknikleri kullanılarak piyasa ve piyasa altyapısı geliştirilmeye çalışılmalıdır. Bunun yanı sıra borç yönetim ofisi, stratejik bir bakış açısı ile borçlanma stratejisini piyasa aktörleri ile müzakere etmeli ve diğer ülke uygulamalarıyla kıyaslama yaparak riskleri en aza indirmelidir (Jönsson, 2005: 221).



İKİNCİ BÖLÜM

KAMU BORÇ YÖNETİMİNDE ETKİNLİK VE TÜRKİYE İLE SEÇİLMİŞ OECD ÜLKELERİNDE KAMU BORÇ YÖNETİMİ

2.1. KAMU BORÇ YÖNETİMİNDE ETKİNLİK

1929 krizinden sonra ekonomik anlamda devlet anlayışında meydana gelen değişime paralel olarak artan borçlanma eğilimi, gelişmiş ülkelerde kamu harcamalarındaki hızlı artıştan ve gelişmekte olan ülkelerde ise mali disiplinsizlikler ile bu ülkelerin dış ödemeler dengesindeki artışlardan kaynaklanmışsa da (Sakal, 2003: 1) esas itibariyle bu gelişme önemli bir sorun yaratmamıştır. Ancak 1970’li yılların başından itibaren yaşanan petrol şokları, gelişmiş ve gelişmekte olan ülkeleri yüksek enflasyon, artan işsizlik ve düşük ekonomik büyüme sorunları ile karşı karşıya bırakmıştır (Tüğen, 1991: 97). Bu gelişmelere karşı hızlı karar alamayan hükümetler, krizin etkilerini hafifletecek istikrar politikalarını uygulamaktan ziyade borçlanmaya gitmeyi tercih etmişlerdir (Sakal, 2003: 4-5). Ekonomik durgunluk ve enflasyonist etkilerin yoğun olduğu ortamda artan borçlanma ihtiyacı, 1970’li yılların ortalarından itibaren borç stoku/GSYH oranındaki artışı sürekli kılmıştır (Abbas vd., 2010: 11).

Gelişmiş ve gelişmekte olan ülkeler açısından mali disiplin sorunu oluşturan bu gelişmeler, küreselleşme süreci ile yeni bir boyut kazanmıştır. Küreselleşmeyle birlikte uluslararası sermaye ve finans piyasalarındaki gelişmeler, artan fon akışları ve spekülasyon sermaye hareketleri kamu mali yönetim politikalarının yeniden gözden geçirilmesini zorunlu kılmıştır. Bu görüş, 1980’li yılların sonlarından itibaren kamu borcunun yönetimine yönelik daha profesyonel bir yaklaşım sergileme çabalarını teşvik etmiştir (Wheeler, 2004: 2). Sonuç olarak, borç yönetiminde politik kaygılarla alınan kötü kararların makroekonomik denge üzerinde yarattığı olumsuz etkilerin minimize edilmesi, ihtiyatlı bir borç yönetimi ile borçların sürdürülebilirliğinin sağlanması ve ekonomilerde mali risk yaratan faktörlerin kontrol edilmesi borç yönetiminde etkinlik kavramını ön plana çıkarmıştır.

Kamu borç yönetiminde etkinlik iki boyutta değerlendirilebilir. Bunlardan ilki, aktif ve pasif borç yönetim sürecinin iyi idare edilerek borçlanmanın minimum maliyet ve kontrol edilebilir risk düzeyinde gerçekleştirilmesidir. Diğer bir boyut olarak borç yönetiminde etkinlik ise alınan finansman kaynaklarının etkin kullanılması ve borçlanmanın zaman içerisinde borç stokunu arttıracak yeni borçlanmalara neden olmamasıdır.

2.1.1. Etkinlik Kavramı ve Kamu Borç Yönetiminde Etkinlik

Kelime anlamı ile etkinlik, bir kurum veya örgütün belirlenmiş amaçlarına ve stratejik hedeflerine ulaşmak amacıyla gerçekleştirmiş oldukları faaliyetlerin sonucunda, bu amaç ve hedeflerin ne ölçüde başarıldığını gösteren bir performans boyutudur. Daha çok amaç ve hedeflerle ilgili olan etkinlik, planlanan ve gerçekleşen faaliyetleri karşılaştırır. Bir faaliyetin etkin olarak ifade edilebilmesi için ise söz konusu faaliyetin ilgili birimin plan ve program dâhilinde belirlenen amaçlarına en iyi derecede yaklaşmış olması gerekmektedir (Arslan, 2002: 4-5). Etkinlik, girişilen faaliyetin rasyonel bir şekilde yönetilerek, söz konusu faaliyetten elde edilen faydayı maksimum seviyeye çıkarmaktır. Bu yönüyle etkinlik kavramı; vergi, harcama, borçlanma gibi kamu mali yönetim araçlarına ilişkin politikaları oluşturma ve düzenleme faaliyetlerine uygulanabilmektedir (Australian Government Productivity Commission, 2013: 4).

Kamu borç yönetiminde etkinlik ise kamu kesimi finansman ihtiyacının karşılanması sürecinde borçlanmanın yarattığı/yaratacağı olumsuz mali ve ekonomik etkilerin minimum seviyede tutulması olarak ifade edilmektedir. Diğer bir ifade ile borç yönetiminde etkinlik; etkin nakit ve etkin risk yönetimini kapsayan, mali krizlere karşı kırılganlıkları azaltan ve mevcut krizlerin olabildiğince sorunsuz yönetilmesini sağlayan bir strateji olarak tanımlanabilir (Demir, 2009: 174). Borç yönetiminde etkinlik, güçlü borç yönetimini teşvik eden ve borçların sürdürülebilirliğini sağlayan risksiz borç yapılarının oluşturulmasına ilişkin stratejileri içermektedir. Ancak belirtmek gerekir ki, sağlam mali ve parasal politikaların yokluğunda oluşabilecek zayıf makroekonomik ortam, borç yönetiminde etkinliği sınırlandırmaktadır (IMF, 2003: 2).

Bilindiği üzere kamu kesimi finansman açığı oluştuğunda veya makroekonomik dengenin sağlanması amacıyla bir politika aracı olarak borçlanma kullanılmak istendiğinde, borç yönetiminin borçlanmaya gitmesi kaçınılmaz olmaktadır. Ancak buradaki temel amaç sadece ekonomik ve mali gereklilikler kapsamında kamunun finansman ihtiyacını sağlamak değil, aynı zamanda borçlanmayı minimum maliyet ve kontrol edilebilir risk düzeyinde gerçekleştirerek faiz ödemelerini azaltmak ve bu ödemelerden kaynaklı risklerden kaçınmaktır (Wolswijk ve Haan, 2005: 8). Kontrol edilebilir risk düzeyinde düşük faiz oranıyla yapılan borçlanma, vergiler üzerindeki baskıyı azaltarak üretim, yatırım ve tüketim kararlarını olumlu

etkileyebilmektedir. Bu durum, borç yönetiminde etkinliğin genel refah artışı üzerindeki olumlu etkisi olarak da değerlendirilebilmektedir.

Borç yönetiminde etkinliğin bir diğer boyutu ise sağlıklı bir büyüme ve kalkınmanın sağlanması için borçlanma kaynaklarının yatırımlara aktarılması ve etkin kullanılmasıdır (Bülbül, 2003: 125). Borçlanma kaynaklarının cari dönem tüketim harcamalarında kullanılması veya verimli yatırımlarda kullanılmaması, borç stokunun zaman içerisinde büyümesine ve mali gelirlerin önemli bir kısmının borç servis ödemelerine aktarılmasına yol açmaktadır. Mali gelirlerin yetersiz kalması durumunda ise borç servis hizmetleri, yapılan yeni borçlanmalarla sağlanmaktadır. Borçlanmada kartopu etkisi yaratarak borç sarmalına neden olan bu gelişme, ekonomik büyüme ve kalkınma sürecini olumsuz etkilemekle birlikte borçların sürdürülebilirliğini de güçleştirmektedir.

Sürdürülebilir büyüme ve kalkınma hedefleri, kamu borç yönetiminde etkinliğin sağlanması paralelinde gerçekleşebilmektedir. Bu nedenle güçlü borç yönetim kurumları oluşturmak, açıkça tanımlanmış prosedürler geliştirmek ve analiz için kapasite oluşturmak; ülkelerin riskleri etkin bir şekilde yönetmelerine, borçlanmayı düşük maliyetle yapmalarına ve sürdürülebilir bir borç yapısı oluşturmalarına yardımcı olabilir (UNITAR, 2011). Bu uygulamaların yanı sıra güçlü yasal düzenlemeler ile borç yönetim işlemlerine ilişkin şeffaflığın ve hesap verilebilirliğin sağlanması da etkinlik ve iyi yönetim uygulamalarını teşvik edebilmektedir (Acar ve Dulupçu, 2003: 323). Şeffaflık ve hesap verilebilirlik ile borç yönetim hedeflerinin ve sorumlulukların beyan edilmesi; borç yönetimine olan güveni tesis etmekte, yetki sınırlarının belirlenmesini sağlamakta ve başarısızlık durumunda hesap sorulabilmesinin önünü açmaktadır (İsmayılov, 2012: 10).

Kamu borç yönetiminde etkinlik, yasal ve kurumsal düzenlemeler ile sağlanabildiği gibi borç yönetim faktörlerinin rasyonel kurgulanması ile de sağlanabilmektedir. Örneğin, kısa vadeli ve değişken faizli iç borçlanma veya aşırı miktarda döviz üzerinden yapılan borçlanma, borç portföyünü vade, kur ve faiz riskleri ile karşı karşıya bırakmakta ve birçok ülkede ekonomik krizlerin altyapısını hazırlamaktadır (Acar ve Dulupçu, 2003: 321). Bununla birlikte yüksek seviyeye ulaşmış borç miktarı da borcun bileşimini etkileyerek borç yönetiminde etkinlik sorunu

yaratmaktadır. Bu süreçte borç yönetiminin kısa vadeli borçlanma yerine orta ve uzun vadeli borçlanmaya gitmesi, değişken faizli borçlanma yerine sabit faizli borçlanmayı tercih etmesi ve mali kural uygulamaları ile kamu kesimi borçlanma ihtiyacını azaltması, borç yönetiminde etkinlik sorununun çözümüne önemli katkılar sağlamaktadır. Ancak borcun miktar ve bileşiminin rasyonel biçimde kurgulanarak borç yönetiminde etkinliğin sağlanması, rekabet gücü yüksek sağlam mali piyasaların varlığı ve para, maliye ve borç yönetimi politikalarının etkin koordinasyonu ile mümkün olabilmektedir.

2.1.2. Kamu Borç Yönetiminde Etkinlik Ölçüm Göstergeleri

Küreselleşme sonrası artan fon akışı ve sermaye hareketlerinin serbestleşmesi, kamu borçlanma kaynaklarına daha kolay ulaşmak gibi fırsatlar sunmakla birlikte makroekonomik denge ve finansal istikrar üzerinde olumsuz etki yaratabilen riskli borç yapılarının da oluşmasına neden olmuştur. Dolayısıyla, etkin ve doğru bir borç yönetimi hem borçlu hem de alacaklı ülke için önem kazanmış ve iyi yapılandırılmış bir borç portföyü ile borç kaynaklı risklerin azaltılması ön plana çıkmıştır (Pascal, 2011: 576-577). Bu durum, borcun etkin yönetilmesi ve borçların sürdürülebilirliğin sağlanması için borç yönetim göstergelerinin takibini ve ölçümünü zorunlu kılmıştır.

Kamu borç yönetiminde etkinliğin ölçümü, kamu borcunun orta ve uzun vadede etkin yönetilip yönetilmediğini ve sürdürülebilir borç yapısının oluşturulup oluşturulmadığını göstermektedir. Borç yönetiminin veya borç yöneticilerinin performanslarının değerlendirilmesi ve ölçülmesinde önemli bir araç olan etkinliğin ölçümü, sağlam borç yönetim politikaları oluşturma sürecinde de kritik bir önem taşımaktadır.

Kamu borç yönetiminde etkinliğin ölçümü esasen iki boyutta değerlendirilebilir. Bunlardan biri, yasal ve kurumsal düzenlemeler ile borç yönetiminde en iyi uygulamalara ulaşılması iken, bir diğeri ise meselenin teknik boyutta ele alınarak borç yönetim göstergelerinin fiili boyutunun değerlendirilmesidir. Güçlü yönetim ve strateji, makroekonomik politikalarla koordinasyon, etkin finansal işlemler, nakit yönetimi, kayıt ve muhasebe işlemleri ile operasyonel risk yönetimi (WB, 2009: 8; COMCEC, 2017: 1) gibi faaliyetler, yasal ve kurumsal düzenlemeler bağlamında borç yönetim performans göstergeleri olarak belirtilmektedir. Kamu borç stoku, kamu dış

borç stoku, kamu borçlanması faiz oranları ve kamu borç faiz ödemeleri ise daha çok teknik anlamda kamu borç yönetim göstergeleri olarak ifade edilmektedir. Söz konusu borcun ölçülmesine ilişkin konuları içeren ve borçların sürdürülebilirliğinin takip ve analizini sağlayabilen bu göstergeler, kamu borç yönetiminin fiili boyutu olup, özelde borç yöneticilerinin ve genelde ise siyasi iktidarın başarısını veya başarısızlığını göstermektedir.

Genel Yönetim Borç Stoku/GSYH: Genel yönetim borç stoku, belirli bir dönem içerisinde kamunun iç ve dış borç miktarından oluşmaktadır. Genel yönetim borç stoku/GSYH ise borç yükü olarak ifade edilmekte ve uluslararası karşılaştırmada bir ölçüm yöntemi olarak kullanılmaktadır. Ekonomik yapının sağlamlığı ve kamu maliyesinin sürdürülebilirliği için kilit bir faktör olan bu gösterge (OECD, 2018a), kamu maliyesi ve genel makroekonomik denge ile birlikte kamu borçlarına ilişkin analiz yapma olanağı sağlamaktadır (Bloch ve Fall, 2015: 5).

Genel yönetim borç stoku; merkezi yönetim, yerel yönetim, fonlar, döner sermayeli işletmeler ve sosyal güvenlik kuruluşları tarafından iç ve dış piyasalardan sağlanan borçlanma kaynaklarına ilişkin yükümlülüklerin toplamından oluşmaktadır. Söz konusu bu yükümlülükler, iç ve dış piyasada menkul kıymet ihracı karşılığında üstlenilen yükümlülükleri, kredileri, emanetleri, sigorta karşılıklarını ve ödenecek diğer hesapları kapsamaktadır (OECD, 2018a). Bu yükümlülüklerin GSYH içindeki payı, borç yönetiminin başarısı hakkında bilgi vermekte ve mali risk ile sürdürülebilirlik hakkında kısmi bir bakış açısı sunmaktadır. Ancak borçların sürdürülebilirliği ve kamu mali dengesi için borç/GSYH oranının diğer birtakım göstergeler ile birlikte değerlendirilmesi daha rasyonel bir yaklaşım olmaktadır (Bloch ve Fall, 2015: 5).

Genel Yönetim Dış Borç Stoku/GSYH: Genel yönetim dış borç stoku, belirli bir dönemde merkezi yönetim, yerel yönetim, fonlar, döner sermayeli işletmeler ve sosyal güvenlik kuruluşları tarafından yerleşik olmayan fon kaynaklarından sağlanmış olan yükümlülüklerden oluşmakta ve bu yükümlülüklerin GSYH içindeki payı ise dış borç yükü olarak tanımlanmaktadır. Dış borç alındığı zaman ülkeye kaynak girişi olduğundan ekonomi üzerindeki etkisi olumlu olmaktadır. Buna karşın borçların anapara ve faiz ödemeleri sürecinde ulusal ekonomiden dışarıya kaynak transferi yapıldığından, bu durum ekonomik büyüme üzerinde olumsuz bir etki yaratmaktadır

(Ulusoy, 2009: 57). Ulusal ekonomiden dışarıya transfer edilen kaynak nedeniyle ekonomi üzerinde oluşan olumsuz etki, kaynakların minimum maliyet ile elde edilmiş olması ve bu kaynakların döviz kazandırıcı yatırımların finansmanında kullanılmış olması durumunda daha az olacaktır.

Borç yönetim ofisleri, politika yapıcı ve uygulayıcıları, döviz rezervi yöneticileri ile ülke istatistik ofisleri tarafından kullanılan dış borç verileri; finansal istikrar göstergelerini sağlamak, borçların sürdürülebilirliğini analiz etmek, krizlere karşı kırılganlık göstergelerini takip etmek (OECD, y.t. : 6-7), stratejik portföy oluşturmak, finansal piyasaları bilgilendirmek ve dolayısıyla etkin bir kamu borç yönetim politikası geliştirmek amacıyla kullanılmaktadır.

Kamu Borçlanmasında Kısa ve Uzun Vadeli Faiz Oranları: Kamu borçlanmasında vade, borç yönetiminde kilit bir parametre olup, genellikle faiz oranı ile pozitif yönlü bir ilişkiye sahiptir. Bu yönüyle kısa vadeli borçların faiz oranları daha düşük iken, uzun vadeli borçlanma faiz oranları daha yüksek olabilmektedir (Wolswijk ve Haan, 2005: 9; Meriç, 2015: 237). Gelişmiş sermaye piyasalarına sahip ve yapısal reformların hayata geçirildiği gelişmiş ülkelerde teorikte ve pratikte bu ilişkiye rastlamak mümkündür. Ancak merkez bankasının bağımsızlığının tartışıldığı, politik istikrarsızlıkların yaşandığı (Miller, 1997: 12) ve mali disiplin ile iktisadi istikrarın sağlanamadığı ülkelerde oluşan belirsizlikler, uzun vadeli borçlanmayı güçleştirdiği gibi kısa vadeli borçlanma faiz oranlarını da yükseltebilmektedir.

Kamu borçlanmasında borçların süreleri bakımından sınıflandırılan faiz oranları, kısa vadeli borçlanma faiz oranları ile uzun vadeli borçlanma faiz oranları olarak değerlendirilmektedir. Kısa vadeli faiz oranları, kısa vadeli kamu kâğıtlarının ihraç edilmesine veya piyasada işlem görmesine ilişkin orandır. Mümkün olduğunca üç aylık para piyasası oranlarına dayandırılan kısa vadeli faiz oranları, para piyasası oranı ve hazine bonusu faiz oranı olarak da isimlendirilmektedir (OECD, 2018b). Uzun vadeli faiz oranları ise piyasada işlem gören kamu tahvillerine ilişkin faiz oranıdır. Yatırımların da belirleyicisi olan uzun vadeli faiz oranları, düşük olduğu takdirde ekonomik büyümenin kaynağı olan yatırımları teşvik etmektedir (OECD, 2018c).

Kısa vadeli faiz oranları, para piyasasında işlem gören ve vadesi genellikle bir yıla kadar olan borçlanma araçları ihracında kullanılırken, uzun vadeli faiz oranları ise

sermaye piyasasında işlem gören ve vadesi genellikle bir yıldan daha fazla olan borçlanma araçları ihracında kullanılmaktadır. Her iki durumda da borçlanma faizleri önemli bir maliyet unsuru olduğundan, borç yönetiminin borçlanmayı minimum maliyet ile gerçekleştirmesi, önemli bir performans ve etkinlik göstergesi olarak kabul edilmektedir.

Kamu Borç Faiz Ödemeleri/GSYH: Faiz, üretim faktörlerinden olan sermaye için ödenen bedel veya ödünç verilebilir fonları belli bir süre kullanmanın fiyatı olarak tanımlanmaktadır. Kişiler, işletmeler ve hükümetler tüketimde veya yatırımda kullanmak üzere mali fonları ödünç alır ve bunun karşılığında faiz öderler (Seyidoğlu, 2002: 187). Kamu borç faiz ödemeleri ise hükümetin, ellerinde kamu borçlanma araçlarını bulunduranlara ödemesi gereken tutar veya sağladığı çıkar şeklinde tanımlanmakta (Meriç, 2015: 237) ve bu tutarların GSYH içindeki payı, borç yönetiminde bir etkinlik göstergesi olarak kabul edilmektedir. Borç faiz ödemelerinin GSYH içindeki payının artması borç yönetimi için başarısız, buna karşın borç faiz ödemelerinin GSYH içindeki payının azalması ise borç yönetiminde başarılı bir performans göstergesi olarak değerlendirilmektedir.

Borç faiz ödemelerindeki artışlar, kamusal faaliyetler için kullanılabilecek mali kaynakları emmekte (Kyurumyan, 2014: 31), ekonomik ve sosyal nitelikteki kamusal hizmetlerin finanse edilmesinde çeşitli zorlukların ortaya çıkmasına neden olmaktadır (Bülbül, 2003: 135). Bu sebeple borç yönetiminin etkin bir kamu borç yönetimi politikası kapsamında piyasa koşullarında düşük faiz oranları ile borçlanması, borç faiz ödemelerinin düşük seviyede kalması ve kamusal faaliyetlerde etkinliğin sağlanması açısından kritik bir önem taşımaktadır. Ancak borç faiz ödemelerinin GSYH içindeki payının azaltılması, sadece başarılı bir borç yönetimi politikası ile ulaşılabilecek bir amaç değildir. Başarılı borç yönetim politikaları ile birlikte kamu maliyesinde iyileşmeyi ve mali disiplini sağlayacak mali kural temelli politikaların uygulanması da bu anlamda etkin sonuçlar verebilmektedir.

2.1.3. Kamu Borç Yönetiminde Etkinlik ve Makroekonomik Performans İlişkisi

Ülkeler ekonomik, mali ve sosyal amaçlar doğrultusunda borçlanmaya başvurabilmekte ve bu fonlarla ekonomik büyüme ile kalkınmayı teşvik etmektedir. Bu yönüyle kamu borcu, bir ülkenin makroekonomik ve finansal politika çerçevesinin

önemli bir bileşeni olarak kabul edilmekte (Das vd., 2010: 3) ve makroekonomik performansı tüketim ve yatırım gibi çeşitli mekanizmalar yoluyla destekleyebilmektedir. Bununla birlikte bu mekanizmalar, kamu borcunun yüksek seviyelere ulaşması durumunda oluşan şokları daha da arttırabilmekte (Sutherland vd., 2012: 9) ve makroekonomik istikrar üzerinde bir tehdit de oluşturabilmektedir. Devlet için daha ağır koşullarda borçlanmaya neden olan bu gelişme, risk ve belirsizlikleri arttırarak tüketim ve yatırım kararlarının olumlu yönde yeniden şekillenmesini de sınırlandırmaktadır. Dolayısıyla borçların sürdürülebilir olması ve borç yönetim politikasının hükümetin maliye ve para politikalarıyla uyumlu olması, makroekonomik istikrarın sağlanması açısından temel bir gereklilik olmaktadır (Silva vd., 2014: 175).

Çok boyutlu bir yapıya sahip makroekonomik istikrar; fiyat istikrarını, sağlam mali politikaları, iyi işleyen bir reel ekonomiyi, güçlü iç finansal ve finansal olmayan özel sektör bilançolarının varlığı ile sürdürülebilir borç yapısını içermektedir (Ocampo, 2005: 2). Finansal faaliyetlerle yakın ilişki içerisinde olan makroekonomik istikrar, borç kaynaklı finansal krizlerin reel ekonomiye sirayet etmesi ile kısa süre içerisinde bozulabilmektedir. Finansal krizlerin makroekonomik istikrar üzerinde yarattığı olumsuz etki, risk ve belirsizlikleri arttırarak finansal krizleri daha da derinleştirmektedir. Bu durumda yükselen faiz oranları ortamında kamu borçlanması ya güçleşmekte ya da yüksek maliyetler ile gerçekleşmektedir. Kamu borçlanma maliyetlerinin artması, yatırım ve üretimde kullanılacak finansal sermayenin borç faiz ödemelerine aktarılmasına neden olduğu gibi üretimin düşmesine, büyüme ve istihdamın olumsuz etkilenmesine ve enflasyonun yükselmesine yol açabilmektedir. Bununla birlikte bozulan borçlanma koşulları, bütçe faiz ödemelerini arttırarak bütçe disiplini de bozabilmektedir. Tüm bu koşullar göz önüne alındığında devletin kredibilitesi, itibarı ve makroekonomik istikrarı için borç yönetiminde etkinliği sağlamanın bir zorunluluk olduğu daha net anlaşılmaktadır.

2.1.3.1. Kamu Borç Yönetiminde Etkinlik ve Büyüme İlişkisi

Ekonomik büyüme, bir ülkedeki mal ve hizmet üretim artışına paralel olarak kişi başına düşen gelir ve milli gelirdeki artışı ifade etmek için kullanılmaktadır. Maliye politikasının önemli bir amacı olan ekonomik büyümenin sağlanması, özellikle İkinci

Dünya Savaşı'ndan sonra hem gelişmiş hem de gelişmekte olan ülkeler açısından büyük bir önem taşımaya başlamıştır (Edizdoğan vd., 2010: 494).

Ekonomik büyümenin sağlanması, bir ekonomide üretim ve yatırım seviyesi ile doğrudan ilişkilidir. Yatırım ve üretim ise sermaye birikimi ve tasarruf düzeyine bağlıdır (Ulusoy, 2009: 332). Üretim ve planlanan yatırımlar için gerekli tasarrufların yeterli olmadığı durumlarda ise borçlanma, hem gelişmiş hem de gelişmekte olan ülkelerde yatırım-tasarruf dengesinin sağlanması ve iktisadi büyümenin finansmanı açısından önemli bir fonksiyonu üstlenmektedir. Söz konusu bu süreçte gelişmiş ülkeler, gelişmiş sermaye piyasalarına sahip olduklarından dolayı gerekli fon kaynağını iç borçlanma ile sağlayabilmektedirler. Buna karşın gelişmekte olan ülkelerde düşük gelir, az tasarruf, az yatırım ve yine düşük gelir kısır döngüsü nedeniyle sermaye birikimi yeterli ölçüde temin edilememekte (Eker vd., 2007: 212) ve bu ülkelerde büyümenin finansmanı daha çok dış borçlanma kaynakları ile karşılanmaktadır.

Borçlanmanın ekonomik büyüme ve kalkınmaya yön vermesi, borçlanmayla birlikte ortaya çıkan ilave kaynakların üretken ve verimli alanlara yönlendirilmesi ile mümkün olmaktadır (Demir, 2009: 68). Üretken ve verimli yatırımlarda kullanılan borçlar, gelir artışına yol açabilmekte ve gelir artışı nedeniyle sağlanan yüksek tasarruflar, tekrar yatırımlara kanalize edilerek daha yüksek büyüme oranları yakalanabilmektedir. Buna karşın kamunun tüketim harcamalarının finansmanını sağlamak amacıyla borçlanmaya yönelmesi, ödünç verilebilir fonlara olan talebi arttırarak faiz oranlarını yükseltmektedir. Artan faiz oranları kredi maliyetlerini arttırarak yatırımların kârlılığını düşürdüğünden, özel sektör yatırımları ve sonuç olarak toplam yatırım düzeyi azalmaktadır (Ulusoy, 2009: 334). Kamu borçlanmasının özel yatırımları dışlamasına ve ekonomik büyümenin düşük düzeyde kalmasına neden olan bu gelişme, borç kaynaklı diğer birtakım sorunları da beraberinde getirmektedir.

Borçların kendisini finanse edecek yatırımlarda ve üretken alanlarda kullanılmaması, borçların anapara ve faiz ödemeleri için yeni borçlanmalara başvurmayı zorunlu kıldığı gibi vergiler üzerinde de bir baskı yaratmaktadır. Mevcut borç anapara ve faiz ödemeleri, yeni borçlanmalarla finanse edildiği durumda artan faiz oranları, borçlanma maliyetlerini ve borç stokunu arttırdığı gibi büyüme ve yatırım için gerekli kaynakları daha maliyetli hale getirmektedir. Ekonomik büyümeyi finanse edecek

yatırım kaynaklarının bulunamaması ve bütçe dengesinin sağlanamaması, sadece borç ödemeye yönelik bir borçlanma politikasının oluşmasına yol açmaktadır (Demir ve Sever, 2008: 191). Bu koşullar altında borçlanma ve gelir gereksinimi bir süre yeni borçlanmalarla karşılanırsa da uzun dönemde borç anapara ve faiz ödemelerinin vergi gelirleri ile ödenmesi kaçınılmaz olmaktadır (Uluatam, 2014: 467). Vergilerdeki artışların neden olduğu üretim hacmindeki düşüş ile birlikte tasarruflardaki azalış, planlanan yatırımların azalmasında ve ekonomik büyüme hızının düşmesinde önemli bir faktör olarak ortaya çıkmaktadır.

Borçlanmanın dış finansman kaynakları ile yapılması ve döviz kazandırıcı faaliyetler gibi verimli alanlarda kullanılmaması, borç anapara ve faiz ödemeleri sürecinde ekonomik büyüme hızını doğrudan etkilediği gibi borç stokunu arttırarak diğer birtakım finansal sorunları da beraberinde getirmektedir. Artan dış borç stoku, varlıklar ile yükümlülükler arasındaki para birimi uyumunu bozmakta ve ülke borç portföyünü kur değişimlerine karşı oldukça duyarlı hale getirmektedir. Yükselen döviz kurları nedeniyle borcun yerel para birimi cinsinden artan değeri borç servis yükümlülüklerinin artmasına, ülke kredi değerliliğinin düşmesine ve borcun çevrilememesine neden olmaktadır (Yavuz, 2009b: 282). Ülke kredi değerliliğindeki düşüşle birlikte borç çevirme riskinin ortaya çıkması sonucunda hükümetin katlandığı olağandışı maliyet artışı, ekonomide reel kayıplara yol açarak (IMF, 2001: 11) ekonomik büyümeyi negatif yönde etkileyebilmektedir.

Kamu borcu ve ekonomik büyüme ilişkisi; borcun verimli kullanılması durumunda büyümenin pozitif, verimli kullanılmadığında ise uzun vadede büyümenin negatif etkileneceğini göstermektedir. Bu sonuç, kamu borcunun başlı başına önemli bir sorun olmadığını, asıl sorunun kamu borcunun yanlış ve yetersiz yönetilmesinden kaynaklandığını ileri süren çağdaş iktisadi yaklaşımı destekler niteliktedir (Hanif, 2002: 41). Dolayısıyla ekonomik büyümeye yön veren ihtiyatlı bir kamu borç yönetimi politikası ile düşük maliyet ve kontrol edilebilir risk düzeyinde elde edilen kaynakların verimli yatırımlarda kullanılması, ekonomik büyümenin sağlanmasına yardımcı olmakla birlikte borç portföyünün finansal risklere maruz kalmasını da kısıtlayabilmektedir (Wani ve Kabir, 2016: 8).

2.1.3.2. Kamu Borç Yönetiminde Etkinlik ve İşsizlik İlişkisi

Bir ekonomide belirli bir dönemde çalışma yeteneğine ve arzusuna sahip bireylerin cari ücret düzeyinde iş bulamamaları olarak tanımlanan işsizlik, ülkelerin büyüme, kalkınma ve istihdam hedeflerine yön veren yatırım ve tasarruf hareketleri ile yakın bir ilişki içerisinde. Ekonomik büyüme ve kalkınma amacı ise üretim, yatırım ve tasarrufları teşvik edici mali araçlar ile borçlanma politikasından yararlanmayı gerektirmektedir. Vergi ve harcama gibi söz konusu teşvik edici mali araçlarla ekonomik ve sosyal yapı üzerinde önemli etkiler yaratıldığı gibi borçlanma politikası ile de mevcut atıl fonlar harekete geçirilerek üretim ve yatırımlar için kamuya gelir sağlanabilmektedir. Ancak bu süreçte kaynaklar yatırımlarda kullanıldığı takdirde üretim ve istihdam artışından bahsedilebilmektedir (Eker, 2007: 353-354).

Kamu borcu ve işsizlik arasındaki ilişkinin analizinde kamu borcunun seviyesi, etkileri, sonuçları, etkinliği ve sürdürülebilirliği önemli faktörlerdir. Yani etkin bir kamu borç yönetimi politikası kapsamında oluşturulan sürdürülebilir borç yapısı ile kamu borçlarının verimli yatırım projelerine yönlendirilmesi, kamu yatırımlarını arttırdığı ölçüde işsizliği azaltabilmektedir (Marieta, 2014: 25-26). Bu durumun aksine, kamu borçlarının yatırım harcamaları yerine tüketim harcamalarının finansmanında kullanılması, kısa vadede istihdamsız bir ekonomik büyümeye neden olmakla birlikte (Feldmann, 2006: 252) borç stokunu yükseltecektir. Bu durumda artan kamu borç seviyesi, iç ve dış finansal piyasalarda fon sıkışıklığına yol açarak borçlanma faiz oranlarını ve borç servis ödemelerini arttıracaktır. Yüksek borç, yüksek faiz oranları ve yüksek faiz ödemeleri sarmalı nedeniyle azalan kamu yatırımlarının yanı sıra tasarruf sahiplerinin reel ekonomiden daha fazla kazanç elde edebilecekleri portföy yatırımlarına yönelmesi, istihdamı daha da olumsuz etkileyecektir.

Kamu borçlarının istihdamı arttıracak verimli yatırım projelerinde kullanılmaması ve harcamaların borçlarla finanse edilmesi, gelecekte daha yüksek vergileri gerekli kılmaktadır. Bu durumda bireylerin ve şirketlerin, artan borç servis ödemeleri için gelecekte daha fazla vergi vereceklerini ve harcanabilir gelirlerinin azalacağını düşünmeleri muhtemeldir. Oluşan bu beklenti bireylerin ve şirketlerin tüketim ve yatırım harcamalarını azaltmasına ve işsizliğin ise artmasına neden

olabilmektedir. Bununla birlikte artan vergiler, yüksek işgücü maliyetlerine yol açtığı ölçüde emek talebini düşürerek işsizliği arttırabilmektedir (Feldmann, 2006: 252).

İşsizlikle mücadelede önemli bir araç olan borçlanma ve borçlanmadan beklenen başarı, borçların miktar ve bileşiminin yön verdiği bir borçlanma politikası ile değil, istihdama yön veren etkin bir borç yönetim politikasının izlenmesi ile mümkündür. Ancak etkin bir borç yönetimi politikasının tek başına işsizliği azaltması veya istihdamı arttırması da beklenmemektedir. Bu nedenle etkin bir borç yönetimi politikasının; kaynakları harekete geçiren, ekonomik büyümeyi hızlandıran ve istihdam fırsatlarını arttıran maliye politikası (Popa ve Codreanu, 2010: 2-3) ile fiyat, faiz ve döviz kuru istikrarını sağlayan ve atıl işgücünü ekonomiye kazandıran para politikası tarafından desteklenmesi, işsizliğin azaltılmasında temel bir gereklilik olmaktadır.

2.1.3.3. Kamu Borç Yönetiminde Etkinlik ve Enflasyon İlişkisi

Bir ülkede mal ve hizmet fiyatlarındaki genel, sürekli ve kalıcı bir artış olarak tanımlanan enflasyon, iyi bir makroekonomik performans göstergesi olarak kabul edilmekle birlikte hükümetlerin makroekonomik yönetimde önemle üzerinde durdukları konulardan biridir (Veiga vd., 2014: 6-7). Fiyat istikrarının bu önemi, makroekonomik gerekçelerle borçların miktar ve bileşiminde değişiklik yapılarak ülkenin makroekonomik dengesinin sağlanmasını ve korunmasını amaçlayan borç yönetim politikasının rasyonel bir zeminde yürütülmesini zorunlu kılmaktadır.

Ekonomik büyüme, gelir dağılımı, istihdam, ödemeler dengesi, bütçe dengesi ve faiz oranları gibi mali, ekonomik ve sosyal göstergeler üzerinde önemli etkilere sahip olan borçlanma, enflasyon üzerinde de etkili olmaktadır (Sugözü ve Yiyit, 2010: 366). Borçlanma ile enflasyon ilişkisine bakıldığında enflasyonla mücadelede borçlanma politikasına, genellikle piyasadaki likidite fazlasını çekmek ve toplam talep seviyesini düzenlemek amacıyla başvurulduğu görülmektedir. Ancak burada borç yönetim politikasının makroekonomik istikrar amacı; borçlanmanın kaynağı, ihraç edilecek borçlanma senetlerinin türü, borçlanma araçlarına ödenecek faiz ve kamu borç yönetimi gibi değişkenlere bağlıdır (Altay, 2016: 240). Belirtilen değişkenlere göre şekillenen bu yapı, borçlanma ile enflasyon arasındaki ilişkinin niteliği hakkında daha detaylı bilgi sahibi olunmasını (Demir, 2009: 59) ve enflasyonla mücadelede rasyonel bir borç yönetimi politikasının kurgulanmasını sağlamaktadır.

Enflasyonla mücadelede borç yönetim politikasının başarısı, borcun elde edildiği kaynaklar dikkate alınarak incelenebilmektedir. Bir ekonomide borçlanmanın kişi, firma, sigorta şirketleri ve emekli sandıkları gibi bireysel ve kurumsal tasarruf sahiplerinden yapılması, enflasyonun düşürülmesinde etkili olabilmektedir. Söz konusu borçlanmanın bireysel ve kurumsal fon sahiplerinden yapılması durumunda fon sahipleri, ya tüketimlerini kısarak tahvil alacak ya da mevcut tasarruflarını kamu borçlanma araçlarına yönlendireceklerdir. Bu süreçte tüketim harcamaları ile birlikte özel tasarrufların yöneleceği yatırım harcamalarının azalması, toplam talep seviyesini düşürerek enflasyonist baskıları azaltacaktır (Eker vd., 2007: 174). Kısa vadede piyasadaki likiditeyi düşürerek enflasyonist baskıları azaltan bu politika, uzun vadede atıl fonları üretime katarak toplam arz seviyesini toplam talep seviyesine çıkardığı ölçüde başarılı olacaktır.

Borçlanma kaynakları bakımından merkez bankasından borçlanılması, enflasyonla mücadelede önerilmeyen bir borç yönetimi politikasıdır. Merkez bankası fonlarından yapılan borçlanma, emisyon hacmini arttırarak para arzını ve parasal tabanı genişletmektedir (Edizdoğan vd., 2010: 499). Bu durumda merkez bankasından yapılan borçlanmanın kaçınılmaz ve ilk sonucu ise enflasyon olmaktadır (Sonat, 1996: 115). Enflasyonist etkileri nedeniyle ticari bankalardan da yapılan borçlanmalar sakıncalı görülmekle birlikte, bu süreçte bankaların fonlarına göre farklı etkiler ortaya çıkabilmektedir. Eğer bankacılık sektörü tarafından devlete kullandırılan fonlar, bankaların atıl beklettikleri fonlar ise kamu kesimi tarafından ekonomiye kazandırılan bu kaynaklar ekonomide genişletici etki yaratacaktır. Ancak fonlar, özel sektöre kredi olarak kullanılacak kaynakların azaltılması suretiyle devlete borç olarak verildiyse, bu piyasada fon arzının azalmasına, fon maliyetlerinin yükselmesine ve sonuç olarak ekonomide daraltıcı etkinin oluşmasına neden olacaktır (Yıldız, 2018: 63-64).

Enflasyonla mücadelede vade, dikkate alınması gereken önemli bir faktördür. Kısa vadeli borçların vadeleri kısa olduğundan, borçların anapara ve faiz ödemelerinin kısa aralıklarla ödenmesi ekonomide genişletici etki yaratarak, enflasyonist baskıların ortaya çıkmasına veya daha da şiddetlenmesine yol açacaktır (Sugözü ve Yiyit, 2010: 370). Ancak enflasyonla mücadelede borçlanma politikasının amacı harcamaları kısarak likiditeyi istenen seviyede tutmak ve satın alma gücünü daraltmak olduğundan, bu süreçte uzun vadeli borçlanma tercihi daha çok ön plana çıkmaktadır.

Enflasyonla mücadelede dikkate alınması gereken bir diğer faktör ise borçlanmada faiz oranlarıdır. Borçlanma faizlerindeki artış, özel kesimin tüketim ve yatırım kararlarını olumsuz etkilediğinden ve belirsizlikleri arttırdığından, düşen talep nedeniyle kısa vadede enflasyonist baskıları azaltabilmektedir. Ancak borçlanma nedeniyle artan faiz oranları, üretim maliyetlerini de arttırmaktadır. Üretim ve girdi maliyetlerindeki artış ise ürün fiyatlarını arttırarak bir maliyet enflasyonuna yol açabilmektedir. Söz konusu borçlanma sonucu ortaya çıkan enflasyon, faiz oranlarının yükselmesine yol açarak kamu borçlanmasını arttıran bir borçlanma nedenine de dönüşebilmektedir (Demir, 2009: 62). Bununla birlikte artan faiz oranları, kamu borçlanma aracı satın alanların elde edecekleri faiz gelirlerini arttırmakta ve bu gelişme, gelir etkisi yaratmaktadır. Gelir etkisi nedeniyle bireylerin ve kurumların harcama düzeylerini arttırmaları enflasyonist baskıları arttıracaktır (Erol, 1992: 87-88). Bu süreçte artan kamu borç anapara ve faiz ödemeleri nedeniyle üretime yönelik kamusal faaliyetlerdeki düşüş, enflasyonist baskıları daha da şiddetlendirecektir.

Enflasyonla mücadelede dış borçların etkisi, borçlanma kaynaklarının nerelerde kullanıldığına bağlı olarak değişmektedir. Dış borçlanma ile elde edilen kaynaklar, tüketim harcamalarını arttırıcı alanlarda kullanıldığı takdirde ekonomide oluşacak etki enflasyonist olacaktır. Bununla birlikte dış borç stokundaki artış, dış borçların geri ödenmesi için ihracat temelli dış satım fiyatlarında düşüş, iç piyasadaki ürün fiyatları üzerinde ise artış yönlü bir baskı yaratarak enflasyonist etkiyi arttıracaktır (Yıldız, 2018: 65). Buna karşın dış borçlanmanın iç piyasa faiz oranlarındaki artışı frenlemesi ve ithalatın finansmanında kullanılması, toplam arz üzerinde olumlu etki yaratarak enflasyonist baskıyı azaltacaktır (Duran, 1996: 450).

Kamu borç yönetiminde etkinliğin sağlanması, enflasyonist etkilerin azaltılmasında etkili olmakla birlikte tek başına bu politikanın uzun vadede bir başarı sağlaması mümkün değildir. Örneğin borç yönetimi, borç portföyünün maliyet ve risk yapısının kontrol edilebilir düzeyde olmasına dikkat ederken, maliye politikası borç stoku düzeyi dâhil olmakla birlikte vergi ve harcamaların makroekonomik etkilerini ön plana çıkarmakta, para politikası ise fiyat istikrarına odaklanmaktadır. Böylesi bir yapıda her bir birimin ayrı ve bazen çelişen amaçlarının olması kaçınılmaz olduğundan (Ulusoy ve Kara, 2017: 31), ekonomide bu birimler arasında etkili bir politika koordinasyonu zorunlu olmaktadır. Aksi takdirde, etkili bir koordinasyon yokluğunda

ortaya çıkabilecek finansal istikrarsızlıklar; yüksek faiz oranlarına, döviz kuru baskılarına, ekonomik büyüme üzerinde olumsuz etkilere ve hızlı enflasyonist baskılara yol açacaktır (IMF, 1998: 5; Hanif ve Arby, 2003: 3).

2.1.3.4. Kamu Borç Yönetiminde Etkinlik ve Bütçe Dengesi İlişkisi

Mali, hukuki ve iktisadi gibi geleneksel fonksiyonlara sahip bütçe, devletin gelecek bir döneme ilişkin belirlediği gelir tahmini ile aynı dönem için yapacağı harcamaların plan ve programını gösteren bir belgedir. Bu açıdan bütçe, gelecekte belli bir dönemde elde edilecek kaynaklarla mümkün olan en yüksek toplumsal faydayı sağlayacak harcama planı olarak da tanımlanabilmektedir (Pehlivan, 2016b: 18). Devletin kamusal hizmetleri yürütebilmesi için harcama yapması gerekliliği, bu harcamaların finansmanını sağlayacak gelirlerin elde edilmesini de zorunlu kılmaktadır. Bu açıdan bütçenin mali fonksiyonu ön plana çıkmakta ve kamu hizmetlerinin sürekliliği için gerekli finansman kaynağının sağlanması temel bir zorunluluk olmaktadır.

Bütçe dengesi, bütçe gelirleri ile bütçe giderleri arasındaki farkı göstermekte ve gelirlerin giderleri tam olarak karşılamasına bütçe denkliliği denilmektedir. Gelirlerin giderlerden fazla olması durumu bütçe fazlası, giderlerin gelirlerden fazla olması durumu ise bütçe açığı olarak tanımlanmaktadır (Eğilmez, 2013). Kamu idarelerinin organizasyon yapısındaki eksiklikler, devletin iktisadi faaliyetlere daha aktif katılması sonucu kamu kesiminin nispi olarak büyümesi, iktisadi krizler, doğal afetler, ekonomik sübvansiyonlar, mali disiplinsizlikler ve savaş gibi nedenlerden dolayı oluşan bütçe açıkları (Egeli ve Özen, 2013: 75-80), açıkların nereden ve nasıl finanse edileceği sorununu gündeme getirmektedir. Vergilemenin sınırlarına ulaşıldığı veya ek vergi koymanın güç olduğu durumlarda bütçe açıklarının finansmanı, bir yükümlülük olarak da ifade edilen borçlanma ile karşılanmaktadır (Şen vd., 2007: 227).

Borçlanmanın vergi alternatifine göre daha kolay elde ediliyor olması ve vergi gibi ekonomik yapıda daraltıcı bir etki meydana getirmemesi, siyasal iktidarı bu alternatifi geniş anlamda kullanmaya teşvik etmektedir. Bu bağlamda dönemsel bütçe açıklarının giderilmesinde geçici bir kaynak olarak değerlendirilen kamu borçlanması, temel bir finansman kaynağına dönüştüğü gibi bütçe açıklarına da yön vermektedir (Demir, 2009: 15-23). Borç stoku/GSYH oranındaki artış, borç anapara ve faizlerin geri

ödenmesi için daha fazla kaynak ayrılmasını gerektirdiği gibi her dönem daha fazla borçlanmayı da zorunlu kılmaktadır. Bu durum, kamu kesimi finansman ihtiyacının ve kamu borç stokunun giderek daha fazla artmasına neden olmaktadır. Borçlanmanın neden olduğu bu kronik yapı, daha ağır borçlanma koşullarına zemin hazırlayarak yüksek faiz maliyetlerini ve sürekli açık veren bir bütçeyi beraberinde getirmektedir. Bütçenin açık vermesi ise açıkların tekrar borçlanma ile kapatılacağını göstermektedir (Gül ve Ünlü, 2006: 3).

‘Bütçe açıkları → borç stoku → yükselen faizler → artan borç servis ödemeleri → bütçe açıkları’ şeklinde oluşan kronik yapı, borçların sürdürülebilirliği üzerinde bir baskının oluşmasına ve borçların miktar ve bileşiminin yön verdiği etkinlikten uzak bir borç yönetimi politikasına neden olacaktır. Borç stokundaki artışı sürekli kılan bu gelişme, borç anapara ve faiz ödemeleri için önceki döneme göre daha fazla kaynak ayırmayı gerektirecektir. Bu durum, devletin üretim faaliyetlerini olumsuz etkilemekle birlikte (Ulusoy, 2009: 27), aşırı finansman olgusunun yarattığı yüksek risk ve belirsizlikler nedeniyle artan faiz oranları da özel sektör yatırımlarını azaltmaktadır. Devletin genel mali gelirlerini azaltan bu gelişme, devletin bütçe faiz ödemeleri dışındaki gelir ve harcama politikalarının mali pozisyonunu gösteren faiz dışı dengeyi de olumsuz etkilemektedir.

Bilindiği gibi yüksek borç stoku ve borç servisinin olduğu ülkelerde faiz dışı fazla verilmesinin ekonomik ve mali gerekçesi, borçlanma üzerindeki baskının azaltılması olarak tanımlanmaktadır. Hükümetin faiz dışı fazla vermesi, artan faiz dışı fazla kadar az borçlanma (Emil ve Yılmaz, 2003: 125) ve hatta faiz ödemelerinin bir kısmı için de ek bir kaynak elde etme imkânı yaratmaktadır (Eğilmez, 2012). Bu, milli gelir artış hızına ilave bir borç ödeme kapasitesi eklediği ve borçlanma ihtiyacını azalttığı ölçüde borç stokunu ve borçlanma maliyetlerini düşürecektir (Sezgin, 2013: 84).

Kamu borçlanması ve maliye politikası uygulamalarının bir sonucu olan bütçe açıklarının karşılıklı etkileşimi ve sıkı ilişkisi, kamu borç yönetimi tahmin ve hedeflerinin bütçe hazırlama sürecinde bütçeyi hazırlayan kurumlara gönderilmesini gerektirmektedir. Aynı şekilde bütçeyi hazırlayan birimlerin bütçe açığı ve finansman ihtiyacı ile ilgili borç yönetimini bilgilendirmeleri, borç yönetim biriminin gelecek

strateji ve hedeflerinin oluşturulması açısından da gerekli olmaktadır (Ulusoy ve Kara, 2017: 34). Sağlam bir koordinasyon ile bütçe ve borç yönetiminde etkinliği arttıran bu uygulamalar; mali disiplinin sağlanarak borçlanma üzerindeki baskının azaltılmasına, borçlanma maliyetlerinin düşürülmesine ve borcun miktar ve bileşiminin rasyonel kurgulanmasına hizmet edecektir.

2.2. TÜRKİYE’DE KAMU BORÇ YÖNETİMİ

Kamu borç yönetiminde geleneksel bir ayrıma gidildiğinde, borç yönetiminin pasif ve aktif borç yönetim işlemlerinden oluştuğu görülmektedir. Pasif veya dar anlamda kamu borç yönetimi, borçların alınması ve alınan borç anapara ve faizinin vadesi geldiğinde ödenmesidir (Meriç, 2015: 176). Bir bakıma makroekonomik amaç gütmeyen bu tanım, borçların alınması ve ödenmesi sürecinde borçluya yüklenen yükümlülüklerin yerine getirilmesini öngörmektedir. Öte yandan risk yönetim tekniklerini içeren modern veya bilimsel anlamda borç yönetimi, makroekonomik gerekçelerle borçların miktar ve bileşiminde değişiklik yapılarak maliyetlerin düşük ve risklerin kontrol edilebilir seviyede tutulmasını ifade etmektedir. Yasal ve kurumsal altyapısı sağlam ve etkin bir borç yönetim stratejisi ise her iki tanımın bir arada olduğu bir borç yönetim anlayışını zorunlu kılmaktadır.

Türkiye’de kamu borç yönetimi uygulamalarına bakıldığında, Cumhuriyetin kurulduğu yıllardan itibaren borç yönetim biriminin birçok kez yasal ve kurumsal düzenlemelere tabi tutulduğu görülmektedir. Ancak yapılan düzenlemelere rağmen Türkiye’de 2000’li yılların başına kadar aktif veya bilimsel anlamda bir borç yönetimi uygulamasına gidilmemiş ve kamu borç yönetimi daha çok dar anlamda uygulanmıştır. Söz konusu iç borçlar için mali piyasaların yeterince derin olmaması, dış borçlar için ise borç yönetim biriminin örgütlenmesindeki ve mevzuattaki yetersizlikler dar anlamda borç yönetiminin nedenleri olmuştur (Dedeoğlu, 1995: 26). Sonuç olarak bütçe açıkları çoğu kez borçlanmaya gitmek için yeterli neden sayılmış ve açıklar, vergilendirme ile giderleri azaltma gibi alternatiflerle karşılaştırılmamıştır. Bununla birlikte borç anapara ve faiz ödemeleri için ödeme tabloları tek faktör olarak görülmüş ve iktisadi politika ile gereklilikler göz önünde bulundurulmamıştır (İnce, 2002: 330).

Türkiye’de aktif borç yönetim politikalarının yetersizliği ile birlikte küreselleşmenin kamu borçlanması üzerinde hüküm sürmeye başlaması sonucunda,

kamu kesimi borçlanma gereği 1980’li yıllardan itibaren artmaya başlamıştır (Koçak, 2009: 67). Bütçe açıklarının beslediği yüksek borç stoku nedeniyle iç borç dinamiklerinin kötüleşmesi, mali sistemdeki sağlıksız yapı ve çözüme kavuşturulamayan yapısal sorunların varlığı, 1990’lı yılların başından itibaren Türkiye ekonomisini sıklaştıran krizlerle karşı karşıya bırakmıştır (Meriç, 2015: 193). Bunun ilk örneği 1994 krizi olmuş ve mali sorunların yarattığı güvensizlik nedeniyle devlet, 1994’te sadece kısa vadeli borçlanabilmiştir (Uluğbay, 1995: 16). 5 Nisan 1994 kararları ile borç stoku üzerinde baskı yaratan kamu kesimi borçlanma gereği kontrol altına alınmış olsa da 1990’ların ikinci yarısından itibaren borçlanma ihtiyacı tekrar bir artmış sürecine girmiştir (Şen ve Sağbaş, 2004: 145). Bütçe açıklarının borçlanmaya neden olması ve borç stokundaki artışın da bütçe açıklarını arttırması, ekonomik dengeyi ve finansal istikrarı bozarak 2000’li yılların başında önemli bir makroekonomik sorun teşkil etmiştir.

Borçların miktar ve bileşiminin yön verdiği etkinlikten uzak ve sürdürülebilir olmayan borç yönetim politikalarının varlığı ile birlikte kamu gelirlerinden kopuk popülist harcama politikaları, yasal bir çerçeveye oturtulmayan borç yönetimi ve borç yönetiminin dağınık idari yapısı, Türkiye’de borç stokunun artması sonucunu doğurmuştur (Kesik, 2003: 89). Bozulan borçlanma koşulları ile birlikte 2000 ve 2001 krizleri sonucunda ortaya çıkan borçların sürdürülebilirliği tartışmaları, kamuoyunun dikkatini borç yönetimine çevirmesine ve kamu mali yönetiminin ise borç yönetimi alanında tedbirler almasına yol açmıştır. Bu kapsamda borçlanma alanında yaşanan sorunları gidermek amacıyla Hazine Müsteşarlığı tarafından hazırlanan ve Dünya Bankası tarafından finanse edilen “Borç Muhasebesi ve Nakit Yönetimi Geliştirme Projesi” yürütülmüş ve bu proje sonucunda oluşturulan “4749 sayılı Kamu Finansmanı ve Borç Yönetiminin Düzenlenmesi Hakkındaki Kanun” hayata geçirilmiştir (Meriç, 2015: 193). 28 Mart 2002’de kabul edilen 4749 sayılı Kanun ile mali disiplinin sağlanması, şeffaflığın arttırılması, kamunun minimum maliyet ve kabul edilebilir risk düzeyinde borçlanması, kamunun genel borçlanma stratejisinin tek bir otoritede toplanması ve risk analizine dayalı etkin bir borç yönetiminin yapılması amaçlanmıştır (Saatci, 2007: 67). Makroekonomik denge ve kalkınma hedeflerini gözetken, iktisadi planlama ve etkin bir mali yönetim anlayışına sahip olan bu Kanun ile Türkiye’de bilimsel ve aktif bir borç yönetim politikası izlenmeye başlanmıştır. Kamu

borç yönetiminde büyük bir yeniden yapılanma olarak da ifade edilen bu düzenleme, borcun yapısı ve fiili boyutunu da etkilemiştir.

2.2.1. Türkiye’de Kamu Borç Yönetiminin Yasal ve Kurumsal Yapısı

Borçlanma yetkisinin düzenlenmesi Cumhuriyetin kurulduğu yıllara dayanmasına rağmen (Bal ve Özdemir, 2011: 46), Türkiye’de kamu borç yönetimi anlayışındaki değişim neoliberal dönem ile başlamıştır. Ancak profesyonel anlamda borç yönetiminin siyaset dışı teknik bir iş olarak konumlandırılması, uluslararası standartlarda gerçekleştirilmesi ve borç yönetiminde risk analizi doğrultusunda adımların atılması ise 2001 krizi sonrasında gerçekleşmiştir (Güngen, 2014: 1-2). Bu nedenle Türkiye’de kamu borç yönetiminin yasal ve kurumsal yapısının, 2000 öncesi ve 2000 sonrası yasal ve kurumsal yapı olarak iki farklı başlık altında ele alınması, borç yönetim tecrübesinin analitik bir çerçevede incelenmesi adına daha yararlı olacaktır.

2.2.1.1. 2000 Öncesi Yasal ve Kurumsal Yapı

Osmanlı Devleti’nde çeşitli aşamalardan geçen Hazine, 1863 yılında Maliye Nezareti bünyesinde Hazine-i Vezne olarak kurularak son şeklini almıştır. Cumhuriyet döneminde 1927 yılına kadar Maliye Vekâleti bünyesinde konumunu koruyan Hazine-i Vezne, 1927 yılında Hazine-i Vezne ve Muamelat-ı Nakdiye Müdüriyeti’ne dönüştürülmüştür. 1929 tarihli ve 1452 sayılı Kanun ile Muamelat-ı Nakdiye Müdürlüğü’ne dönüştürülen Hazine, 1936 tarihli ve 2996 sayılı Maliye Vekâleti Teşkilat ve Vazifeleri hakkında Kanun ile Nakit İşleri Umum Müdürlüğü adını almıştır (Aksoy, 2005: 7). 1946 yılına kadar Nakit İşleri Genel Müdürlüğü adıyla faaliyetlerini sürdüren Hazine, 1946 yılında 2996 sayılı Kanunda çeşitli değişiklikleri öngören 4286 sayılı Kanun ile Hazine Genel Müdürlüğü’ne dönüştürülmüştür (4286 Sayılı Kanun, 1946: 1).

Hazine bonosu ve tahvillerin ihraç, kayıt ve itfa işlemlerini yapmak, devlet tarafından yapılan ikraz ve kefaletlerle ilgili işlemleri yürütmek, devletin yabancı memleketlerdeki ödemelerini gerçekleştirmek ve devletin para siyasetine ilişkin işlemlerini yürütmek gibi önemli görevleri üstlenen Hazine Genel Müdürlüğü’nün (4286 Sayılı Kanun, 1946: 3) idari yapısı 1960’ta tekrar değişikliğe uğramıştır. 1960 tarihli ve 13 sayılı Milletlerarası İktisadi ve Malî Münasebetlerimizin Tanzimi

Hakkında Geçici Kanun ile Hazine Genel Müdürlüğü'nün adı, Hazine Genel Müdürlüğü ve Milletlerarası İktisadi İşbirliği Teşkilatı Genel Sekreterliği olarak değiştirilmiştir (13 Sayılı Geçici Kanun, 1960: 7). Bu yeni kurumsal kimlik ile Hazine, nakit ve borç yönetimi gibi mevcut faaliyetlerinin yanı sıra dış ekonomik ilişkilerin yürütülmesi ve mali sektör ile döviz yönetimi faaliyetlerinin gerçekleştirilmesinden de sorumlu olmuştur. Böylece Hazine, ekonomik ve mali politikaların yürütülmesi ve yönlendirilmesinde en önemli kurumlardan biri konumuna gelmiştir (Eğilmez, 2015: 33).

Osmanlıda Maliye Nezareti bünyesinde kurulan Hazine, Cumhuriyetin ilanından itibaren 1984 yılına kadar Maliye Bakanlığı bünyesinde yer almıştır (Güngen, 2014: 6-7). Dolayısıyla 1983 yılı sonuna kadar borçlanma ve nakit yönetimi Maliye Bakanlığı tarafından yerine getirildiğinden, kamu gelir, gider ve nakit yönetimi tek elden ve eşgüdüm içerisinde yürütülmüştür (Kesik, 2003: 90). Ancak 1983 yılında çıkarılan 188 sayılı Kanun Hükmünde Kararname ve 1984 yılında çıkarılan 232 sayılı Kanun Hükmünde Kararname ile Hazine, Maliye Bakanlığı bünyesinden çıkarılarak Başbakanlığa bağlı Hazine ve Dış Ticaret Müsteşarlığına dönüştürülmüştür (Aksoy, 2005: 7-8). Bu düzenleme sonrasında 1986'da hazırlanan 1987 Mali Yıl Bütçe Kanunu'nun 37/a maddesi uyarınca (1987 Mali Yıl Bütçe Kanunu, 1986: 37/a) borçlanma ve devlet adına garanti verme gibi işlemler Hazine ve Dış Ticaret Müsteşarlığı'nda kalırken (Eğilmez, 2015: 40), bütçe yönetimi Maliye Bakanlığı'nın görev alanında kalmıştır. Bu yönde oluşan yeni politika tercihi, zaten parçalı bir yapıya sahip kamu mali yönetimini daha da parçalı hale getirmiş, borç ve nakit yönetimi ile bütçe yönetimini birbirinden ayırmıştır. Öte yandan bu dönem içerisinde hükümetler, yarı mali işlemler gibi gizli yükümlülükler yaratmak suretiyle bütçe açığını daha az gösterme yönünde uygulamalara giriştiklerinden, bütçe açıkları ile net borçlanma arasındaki denklik kaybolmuş ve hükümetlerin bazı faaliyetleri bütçe dışında kalmıştır. Bu durum, çeşitli iş ve işlemlerin parlamentonun iradesi ve yönlendirmesi dışına çıkması sonucunu doğurmuştur. Türkiye'de bütçe disiplininin bozulmasına neden olan bu uygulamalar, ekonomik ve mali yapıyı daha da kırılganlaştırmakla birlikte borçlanmanın temel bir finansman kaynağı olarak görülmesine ve borçlanma yetkisinin, bütçe yetkisinin bir unsuru olduğu gerçeğinin göz ardı edilmesine neden olmuştur (Kesik, 2003: 90).

Kamu borç yönetiminin kurumsal yapılanmasına ilişkin önemli bir değişiklik ise borçların anapara ödemlerinin bütçe dışına çıkarılması olmuştur. 1985 yılına kadar bütçeye gelir ve gider yazılan borçların anapara giriş ve geri ödemeleri, 1985'ten sonra ayrı bir borç yönetim hesabı altına alınmıştır. Bu düzenleme ile birlikte borçların faiz ödemeleri bütçe içerisinde kalırken, borçların anapara giriş ve geri ödemeleri bütçe dışına çıkarılmıştır (Saatci, 2007: 66). Borçların anapara ödemeleri bütçe dışına çıkartılmak suretiyle siyasi iktidarın elindeki yetki, daha alt kurumlara indirgenerek çok önemli olan borçlanma konusu kamuoyundan uzak tutulmuştur (Meriç, 2015: 182). Aynı zamanda bu eğilim, daha fazla harcama yapılabilmesi ve bu kapsamdaki mali işlemlerin yasama tarafından denetlenmemesi durumunu da ortaya çıkarmıştır (Güngen, 2014: 7).

Türkiye’de kamu borç yönetimine ilişkin önemli bir gelişme 1986 yılında yaşanmıştır. 1986 yılına kadar ödenekler toplamı ile tahmin edilen gelir arasındaki farkın iç borçlanma ile karşılanacağı hükmü her Mali Yıl Bütçe Kanun’unun 3. maddesinde yer alırken, 1986 yılında hazırlanan Mali Yıl Bütçe Kanun Tasarısı’nda bu hüküm, cari yıl ödenek toplamı ile tahmin edilen gelir farkının “net borçlanma hasılatı” ile karşılanacağı şeklinde değiştirilmiştir (1986 Mali Yıl Bütçe Kanun Tasarısı, 1986: 3). Bütçe açıklarının iç borçlanma kaynaklarının yanı sıra dış borçlanma ile de karşılanmasına imkân veren bu düzenleme, bütçe açıklarının kapatılmasında belki de en son düşünülmesi gereken kaynağın rahat bir şekilde kullanılmaya başlandığını göstermiştir (Meriç, 2015: 182). Nitekim Türkiye’nin 1987 yılında uluslararası piyasalardan borçlanmaya başlaması (Saatci, 2007: 66) ve 1988 yılında ise dış piyasalara düzenli tahvil ihraç etmesi (Pehlivan, 2003: 394), bütçe açıklarının kapatılmasında dış finansman kaynaklarının kullanıldığı olgusunu desteklemiştir. Dış finansman kaynaklarının bütçe açıklarının kapatılmasında kullanılması, aynı zamanda kamu mali yönetiminin zayıflama sürecinin de başlangıcı olmuştur.

Hazine ve Dış Ticaret Müsteşarlığı’nın merkez teşkilat yapısı, 1991 yılında 436 sayılı Kanun Hükmünde Kararname ile bir kez daha değişikliğe uğramıştır. Yapılan bu düzenleme ile o dönemde Devlet Planlama Teşkilatı bünyesinde bulunan Teşvik ve Uygulama ile Yabancı Sermaye ve Serbest Bölgeler Başkanlıkları, genel müdürlükler olarak Müsteşarlık bünyesine alınmıştır (Aksoy, 2005: 8). 1989 yılında sermaye hareketlerinin serbestleşmesi sonrasında teşkilat yapısında meydana gelen bu değişim,

sağlıklı bir finansal planlamanın yapılması ve finansal sektörün gelişmesi adına Müsteşarlığa önemli görevler yüklemiştir.

Kamu borç yönetiminden sorumlu birim olan Hazine ve Dış Ticaret Müsteşarlığı, 1994 yılında 4059 sayılı Kanun ile yeniden bir yapısal değişikliğe uğramıştır (Aksoy, 2005: 8). Bu düzenleme sonucunda Hazine ve Dış Ticaret Müsteşarlığı, Başbakanlığa bağlı iki ayrı müsteşarlık şeklinde yapılanmıştır. Hazine Müsteşarlığı adını alan birim, Darphane ve Damga Matbaası Genel Müdürlüğü'nü de bünyesine katmıştır (Eğilmez, 2015: 34). Bu düzenleme ile Hazine Müsteşarlığı, kamu borç yönetiminde günümüz modern yapısına kavuşmuştur.

Türkiye'de 2000'li yıllardan önce kamu borç yönetiminde yasal ve kurumsal düzenlemelere ilişkin gelişmeler incelendiğinde, bilimsel anlamda aktif ve etkin borç yönetim faaliyetleri olmamakla birlikte, finansallaşma sürecinde çeşitli kurumsal düzenlemelere de gidildiği görülmektedir. Özellikle Hazine Müsteşarlığı'nın 1985 yılında iç piyasaya ve 1988 yılında ise dış piyasaya düzenli olarak tahvil ihraç etmeye başlaması ve 1990'lı yıllardan itibaren ağırlıklı olarak piyasalardan borçlanmaya gitmesi, borç yönetim tekniklerinin geliştirilmesini ve iç piyasalarda etkinliğin artırılmasına ilişkin çeşitli adımların atılmasını zorunlu kılmıştır. 1990'lı yıllardan başlamak üzere iç ve dış borç yönetiminde atılan söz konusu adımlar ve borç yönetimine ilişkin çeşitli kurumsal düzenlemeler/gelişmeler aşağıda yer alan tabloda özetlenmiştir (Pehlivan, 2003: 394-399).

Tablo 2.1: 1990'lı Yıllarda İç ve Dış Borç Yönetimine İlişkin Kurumsal Düzenlemeler

Kurumsal Düzenlemeler	Kurumsal Düzenlemelerin Kapsamı
İç Borç Yönetimine İlişkin Kurumsal Düzenlemeler/Gelişmeler	
Hazine'nin Merkez Bankası'ndan kısa vadeli avans kullanımına ilişkin düzenlemeler.	Hazine'nin Merkez Bankası'ndan kısa vadeli avans kullanımı, para ve maliye politikalarında etkinliğin sağlanması amacıyla 1994 yılında alınan kararla 1995'ten itibaren kısıtlamaya tabi tutulmuştur. 1995 yılına kadar bütçe giderlerinin % 15'ine kadar kullanılan kısa vadeli avansın, 1995'ten itibaren sırasıyla % 12, % 10, % 6 ve % 3'e düşürülmesi kararlaştırılmıştır. 1997 yılında Hazine ve Merkez Bankası arasında yapılan protokol ile kısa vadeli avansın sadece nakit yönetimi kapsamında yapılacağı ve sonuç olarak kaldırılacağı öngörülmüştür. Daha sonra 1211 sayılı Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası Kanun'unda değişiklik öngören 25.04.2001 tarihli 4651 sayılı Kanun ile kısa vadeli avans kullanımına son verilmiştir.
Borç yönetiminde daha şeffaf politikaların izlenmesine ilişkin düzenlemeler.	Kamu borç yönetimi politikalarına ilişkin piyasadaki belirsizlikleri azaltmak, dolayısıyla borçlanma maliyetleri üzerindeki risk primlerini en aza indirmek ve kamu borç yönetim politikalarının güvenilirliğini arttırmak amacıyla 1997'den itibaren aylık, üçer aylık ve altışar aylık gibi aralıklarla kamu borçlanma programları açıklanmaya başlanmıştır. Hazine Müsteşarlığı'nın web sitesi oluşturularak kamu borçlanma programları, ihale ve diğer satışlara ilişkin işlemler ile kamu borç stokuna ilişkin bilgiler sürekli bir şekilde piyasalara duyurulmuştur. Bunun yanı sıra piyasa oyuncuları ile etkin bir bilgi alışverişi sağlamak amacıyla 1997'de kamu borç yöneticileri ile banka yöneticilerinden oluşan İç Borç Danışma Kurulu oluşturulmuş ve bu kurul aracılığıyla düzenli olarak yapılan toplantı sonuçları piyasalara aktarılmıştır.
Borçlanma araçları ihraç tekniklerini çeşitlendirmeye ilişkin gelişmeler.	Yatırımcı tabanını genişletmek amacıyla yapılan bu düzenleme ile ihale usulü borçlanma araçları satışının yanı sıra 1990'lı yıllarda tab (musluk) satışları, halka arz ve doğrudan satış yöntemleri kullanılmaya başlanmıştır. Özellikle tüm kesimlerin yararlanabileceği halka arz yöntemi ile küçük tasarruf sahiplerinin de borçlanma aracı satın almaları mümkün kılınmıştır. Ayrıca geri alım ve iç borçlanma araçları takas işlemleri gibi teknikler kullanılarak borç vadeleri uzatılmaya ve borç yükü dengeli dağıtılmaya çalışılmıştır.
İç borçlanma araçlarının piyasa koşullarına göre çeşitlendirilmesine ilişkin gelişmeler.	1990'lı yılların başında daha çok sabit faizli iç borçlanma araçları ihraç edilirken, 1990'lı yılların ortalarından itibaren değişken faizli, uzun vadeli, TL cinsinden, reel faiz ödemeli, döviz ve enflasyon endeksli iç borçlanma araçları ihraç edilmiştir. Örneğin, 1997'de enflasyon endeksli ve reel faiz ödemeleri iç borçlanma aracı ihracı yapılarak bir yandan devletin enflasyonla mücadelede kararlılığı ve enflasyonu düşüreceği beklentisi oluşturulurken, diğer yandan borçlanma araçları sahiplerine reel faiz getirisi sunularak borçlanma vadeleri uzatılmıştır.
İkincil piyasalarda derinlik ve likiditenin artırılmasına ilişkin düzenlemeler.	İMKB'de tahvil ve bono piyasaları 1991 yılında, repo-ters repo işlemleri piyasası ise 1993 yılında kurulmuştur. Söz konusu bu piyasaların oluşumu ile iç borçlanma araçlarının piyasa değerine ilişkin şeffaflık ve sağlam bilgi akışı artmıştır. Bu gelişme, ikincil piyasalarda oluşan fiyatların, birincil piyasalar için birer gösterge olmasına yol açmış ve birincil piyasalarda doğru fiyat oluşumu ile talebin sürekliliğine katkı sağlamıştır.

Tablo 2.1: (devam) 1990'lı Yıllarda İç ve Dış Borç Yönetimine İlişkin Kurumsal Düzenlemeler

Kurumsal Düzenlemeler	Kurumsal Düzenlemelerin Kapsamı
İç Borç Yönetimine İlişkin Kurumsal Düzenlemeler/Gelişmeler	
Piyasa Yapıcılığı Sistemine ilişkin düzenlemeler.	İlk kez 1999 yılında uygulamaya konulan Piyasa Yapıcılığı Sistemi, Kasım 2000 ve Şubat 2001 krizleri nedeniyle uygulamadan kaldırılmıştır. Piyasalardaki dengesizliklerin giderilmesi ile birlikte Eylül 2002'de Piyasa Yapıcılığı Sistemi tekrar uygulanmıştır. Birincil piyasalarda devlet iç borçlanma araçlarına olan talebin sürekli kılınması ve ikincil piyasalarda ise işlem ile fiyat oluşumunun sürekliliğinin sağlanması amacıyla uygulanan Piyasa Yapıcılığı Sistemi, kamu borç yönetim birimleri ile piyasa yapıcısı bankalar arasında yapılan sözleşmeye dayanmaktadır. Birincil piyasalarda etkinliği arttıran ve ikincil piyasalarda işleyişi kolaylaştıran bu uygulama, ihraç edilen borçlanma araçlarının bir kısmını satın alma, sürekli işlem yapma ve kamunun sürekli borçlanabilmesini sağlama gibi yükümlülükler karşısında Piyasa Yapıcısı Bankalara çeşitli ayrıcalıklar tanınmasını öngörmektedir. Ayrıca daha önce kurulan İç Borç Danışma Kurulu, Piyasa Yapıcılığı Sisteminin oluşturulması ile Piyasa Yapıcılığı Danışma Kurulu şeklinde değişmiştir.
Dış Borç Yönetimine İlişkin Kurumsal Düzenlemeler/Gelişmeler	
Yatırımcı tabanının genişletilmesine ilişkin gelişmeler.	1996 yılına kadar daha çok Japonya ve Almanya piyasalarına tahvil ihraç eden Türkiye, 1996 yılından sonra ABD'ye ve 1999'dan itibaren ise diğer Avrupa ülkelerine yönelmiştir. Coğrafi genişleme ile artan yatırımcı sayısı ile birlikte yatırımcıların niteliğinde de değişiklikler olmuştur. Örneğin, Almanya ve Japonya piyasalarında daha çok bireysel yatırımcılara ulaşırlarken, bu genişleme ile çok daha yüksek fonlara sahip kurumsal yatırımcılara da ulaşılmıştır.
Uzun vadeli tahvil ihracına ilişkin gelişmeler.	Hazine, 1990'lı yılların ortalarından itibaren yüksek miktartlı borçlanma aracı ihracı gerçekleştirerek ölçüt senetler oluşturmıştır. Bu doğrultuda 2000 yılına kadar tahvillerin getiri eğrisinin uzun vadeli kısmı 10 yıllık ile sınırlı kalırken, 2000'de yapılan 30 yıllık tahvil ihracıyla o döneme kadar en uzun vadeli ihraç gerçekleştirilmiştir.
Borçlanma araçları ihraç miktarı ve zamanlaması bakımından fırsatçı politikaların izlenmesine ilişkin gelişmeler.	Piyasa koşullarının ve yatırımcı talebinin sürekli izlenerek, borçlanma araçlarına olan talebin yükseldiği dönemde büyük miktarda ihraçların gerçekleştirilmesi stratejisi izlenmiştir. Öte yandan, talebin düşük olduğu ve bu sebeple ihraç miktarının düştüğü dönemlerde ise yeniden ihraç yöntemlerine başvurularak tahvillerin likiditesi ve piyasanın derinliği artırılmaya çalışılmıştır. Ayrıca Hazine, Türkiye'deki ekonomik ve siyasi gelişmeler ile birlikte diğer ülkelerin tahvil ihraç programlarını da göz önünde bulundurarak tahvil ihracı zamanlamasını belirlemeye ilişkin stratejiler izlemiştir.

Kamu borç yönetiminde etkinliğin sağlanmasına ilişkin önemli bir diğer gelişme ise faiz dışı fazla hedefinin belirlenmesi olmuştur. Özellikle iç borçların sürdürülebilirliğin sağlanması ve artan faiz harcamalarının azaltılması amacıyla 1994 yılından itibaren faiz dışı fazlaya dayalı maliye politikası uygulaması takip edilmiştir. IMF ile yapılan *Stand-by* anlaşması gereği gündeme gelen faiz dışı fazla politikasıyla (Gürdal, 2008: 420) borç stokunun ve borçlanma maliyetlerinin azaltılması öngörülmüş ve bu sayede bütçe yönetimi ile borç yönetimi politikalarına olan güven artırılarak makroekonomik sorumluluk bağlamında borçlanma üzerindeki baskı azaltılmak

istenmiştir (Cansız, 2006: 72). Nitekim 1990'da % 1'den düşük bir seviyede olan faiz dışı fazla/GSYH oranı, 1990'lı yılların sonunda % 6 seviyelerine yaklaşmış ve borçların sürdürülebilirliğine ilişkin temel göstergelerde önemli gelişmeler yaşandığı görülmüştür (Gürdal, 2008: 438). Bu yönüyle 1995-1998 arası dönemde toplam kamu borç stokunda önemli bir artış yaşanmaması (Pehlivan, 2003: 400), faiz dışı fazlaya dayalı maliye politikasının sınırlı da olsa etkili olduğunu göstermiştir. Ancak bu olumlu gelişmelere rağmen bütçe disiplininin sağlanamaması, kamu gelirlerinin büyük bir oranda faiz ödemelerine gitmesi, borç servis oranlarının artması ve vergi tabanının genişletilememesi gibi nedenlerle örtük mali kural şeklinde uygulanan faiz dışı fazla politikası ile önemli bir başarı elde edilememiştir. Sonuç olarak artan borçlanma maliyetleri yeni borçlanmalara neden olmuş, borç ve faiz sarmalı ekonominin yapısal sorunlarından biri olmaya devam etmiştir.

2.2.1.2. 2000 Sonrası Yasal ve Kurumsal Yapı

Türkiye'de 2000'li yılların başına kadar izlenen kamu borç yönetim politikalarında temel anlayış; vergi yerine borçlanmaya yönelme, oy maksimizasyonu sağlayacak gelirlerden kopuk popülist harcama politikaları izleme, borç yükünü sonraki nesillere aktarma ve uzun vadede sürdürülebilir sağlıklı bir borç portföyü yapısı yerine kısa vadede rahatlık sağlayan politikalar izleme yönünde olmuştur (Yavuz, 2009a: 220). Bununla birlikte ilgili dönemde borçlanmadan sorumlu birim Hazine olmasına rağmen, borç yönetimini ilgilendiren konularda farklı kanunların çıkartılması ve diğer birtakım kamu kurumlarına borçlanma yetkisi verilmesi, kamu borç yönetiminde hukuki yapıyı karmaşık hale getirdiği gibi borçlanmada çok başlı bir yapının da oluşmasına neden olmuştur (Saatci, 2007: 68-69). Bilimsel anlamda etkin ve sürdürülebilir bir borçlanma politikasının oluşturulmasını güçleştiren bu yapı, borçlanma vadelerinin kısalmasına, borçlanma faizlerinin yükselmesine, borç stokunun artmasına ve ekonomide belirsizliklerin oluşmasına sebebiyet vermiş (Kesik, 2003: 89) ve bu süreç 2000-2001 yıllarında yaşanan krizlere kadar devam etmiştir.

Türkiye'de 2000 ve 2001'de ardı ardına yaşanan ekonomik krizler, kamu borç yönetiminin yeniden yapılandırılması yönünde gerekli reform kararlarının alınması için uygun bir zemin hazırlamış (Tüleykan, 2016: 301) ve etkin bir borç yönetimi için kamu borç yönetim faaliyetlerinin tek bir merkezde toplanması fikri ağırlık kazanmıştır

(Meriç, 2015: 184). Bu çerçevede Avrupa Birliği ülkelerindeki yasal ve kurumsal düzenlemeler göz önünde bulundurularak 28 Mart 2002’de 4749 sayılı Kamu Finansmanı ve Borç Yönetiminin Düzenlenmesi Hakkında Kanun çıkarılarak borç yönetimi alanında önemli bir adım atılmıştır (Bal ve Özdemir, 2011: 47). Hazine Müsteşarlığı’nın (günümüzde Hazine ve Maliye Bakanlığı) yasal ve kurumsal yapılanmasını tamamlayarak risk analizine dayalı borçlanma faaliyetlerine giriştiği (Hazırolan, 2012: 566) bu Kanun ile mali piyasalardaki gelişmeler ve günümüz finans piyasalarının dinamik koşulları altında kamu finansmanına ilişkin hususlar temel bir yasal düzenlemenin çatısı altına alınmıştır (Sarı, 2004: 80).

Finansal piyasalardaki değişime paralel olarak kullanılan yeni finansal teknik ve araçların borç yönetimi ile uyumunu sağlamak ve borç yönetiminde şeffaflık, hesap verebilirlik ve mali disiplini sağlayacak en iyi uygulamalara erişim amacıyla yapılan bu düzenleme ile kamu borç ve risk yönetiminin uluslararası standartlarda gerçekleştirilmesine olanak tanınmıştır. 9 Nisan 2002’de Resmi Gazete’de yayımlanan söz konusu 4749 sayılı Kanun, kamu iç ve dış borçlanmasının ülkenin kalkınma hedefleri doğrultusunda yapılmasını ve piyasalarda güven, istikrar ve makroekonomik dengelerin gözetilerek gerçekleştirilmesini amaçlamıştır. Ayrıca düzenleme, kamunun hibe almasına, borç ve hibe vermesine, nakit yönetiminin para ve maliye politikaları ile koordineli bir şekilde yürütülmesine, verilecek garantilerin, bu borçlanma ve garantilerden doğan finansal alacaklar ile devlet iç ve dış borcunun etkin bir şekilde yönetimine ve izlenmesine odaklanmıştır. Müsteşarlık tarafından üstlenilen her türlü malî yükümlülüğün geri ödenmesi, ilgili bütçe hesaplarına kaydedilmesi ve raporlanmasına ilişkin usul ve esasların düzenlenmesi de aynı şekilde Kanunun önemli birer amacı olarak belirtilmiştir (4749 sayılı Kanun, 2002: 1).

4749 sayılı Kanun’un 2. maddesinde hangi kurum ve kuruluşların kanun kapsamına alındığı belirtilmiştir. Bu çerçevede merkezi yönetim kapsamındaki kamu idareleri, sosyal güvenlik kurumları ve kamu iktisadi teşebbüsleri ile birlikte özel hukuk hükümlerine tâbi olmakla beraber sermayesinin % 50’sinden fazlası kamuya ait olan kuruluşlar, fonlar, kamu bankaları, yatırım ve kalkınma bankaları Kanun kapsamına alınmıştır. Bunun yanı sıra Kanun; büyükşehir belediyelerini, belediyeleri ve bunlara bağlı kuruluşlar ile sair yerel yönetim kuruluşlarını ve hibelerle sınırlı olmak kaydıyla sivil toplum örgütlerini kapsamına almıştır. Yap-işlet-devret, yap-işlet ve işletme hakkı

devri ve benzeri finansman modelleri çerçevesinde gerçekleştirilmesi öngörülen projeler kapsamında ödeme yükümlülükleri Hazinece garanti edilen kuruluşların da Kanun kapsamına alındığı görülmüştür (4749 sayılı Kanun, 2002: 2).

İlgili kanunun 4. maddesinde ise borç yönetim faaliyetlerinde yetki konusu düzenlenmiştir. Söz konusu düzenleme ile devlet adına iç ve dış borç almaya, Hazine geri ödeme ve karşı garantisi vermeye, verilen garantilerin şartlarında değişiklik yapmaya, hibe almaya, dış finansman imkânlarını, 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. Hazine ve Maliye Bakanı'nın bu yetkisini, ilgili mali yıl içerisinde Bakan Yardımcısı'na devredebileceği belirtilmiştir. Ayrıca Hazine yatırım ve ülke garantisi vermeye, verilen garantilerin 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 kullanılmasına karar vermeye Cumhurbaşkanı yetkili kılınmıştır (4749 sayılı Kanun, 2002: 4).

Yukarıda amacı, kapsamı ve yetki alanı belirlenen 4749 sayılı Kanun, risk analizine dayalı bilimsel ve modern borç yönetimi için gerekli temel kanuni altyapıyı sağlamış olmakla birlikte yeni borç yönetimi anlayışının uygulamada etkin bir şekilde yürütülmesini sağlamak amacıyla bir dizi ikincil mevzuat düzenlemesi yapılmıştır (Cangöz ve Balıbek, 2012: 35). Bu anlamda 4749 sayılı Kanun'un 16. maddesi uyarınca hazırlanan Borç ve Risk Yönetiminin Koordinasyonu ve Yürütülmesine İlişkin Esas ve Usulleri Hakkında Yönetmeliğin 4. maddesi ile kamu borç ve risk yönetiminin temel ilkeleri somutlaştırılmıştır (Bal ve Özdemir, 2011: 47). Borç ve risk yönetiminde belirlenen ilkelerden ilki, makroekonomik dengelerin gözetilerek para ve maliye politikaları ile uyumlu, sürdürülebilir, sağlam ve hesap verilebilir bir borçlanma politikasının izlenmesini öngörmüştür. Bu ilkelerden ikincisi ise kamu finansman ihtiyacının iç ve dış piyasa koşulları ve maliyet unsurları dikkate alınarak belirlenen ve kontrol edilebilir risk düzeyinde, orta ve uzun vadede mümkün olan en düşük maliyet ile karşılanmasını esas almıştır (Balıbek, 2012: 5). Kamu borçlanmasının düşük maliyetle gerçekleştirilmesinin yanı sıra borç portföyünün maruz kalabileceği risklerin de göz önünde bulundurulması, risk ve maliyet arasındaki dengenin borç yönetim stratejisinin önemli bir parçası olduğunu göstermiştir.

Kamu borç yönetiminin amaç ve kapsamına, bu doğrultuda kurumlar arası ilişkilere, kamu varlıklarının yönetimine, bütçeleştirmeye ve muhasebeleştirmeye ilişkin hususları içeren bu yasal çerçeve ile borçlanmada karar alıcı merci tayin edilmiş; politika kararlarını uygulayan birimlerin yetki, görev ve sorumlulukları belirlenmiştir. Buna ilaveten yasal düzenleme yerli ve yabancı para cinsinden doğrudan yükümlülükleri, hazine alacaklarını, hazine nakit rezervlerini ve koşullu yükümlülükleri dikkate alarak borç yönetiminde bütüncül bir yaklaşım benimsemiş ve dolayısıyla kamu borç yönetiminin tüm aşamalarında etkinliğin sağlanmasına yönelik önemli adımlar atılmıştır (Cangöz ve Balıbek, 2012: 34-35). Bu bağlamda, maliyet ile risk odaklı ve bütüncül bir yaklaşım benimseyen, kamu mali yönetim alanında hesap verilebilirliği ve mali disiplini amaçlayan 4749 sayılı Kanunun getirdiği düzenlemeler aşağıda yer alan tabloda özetlenmiştir (4749 Sayılı Kanun, 2002; Hazine Müsteşarlığı Kamu Borç Yönetim Raporu, 2003: 100-107; Pehlivan, 2003: 414-416; Vurucu Demir, 2004: 108-114; Çaşkurlu, 2007: 148-179; Bal ve Özdemir, 2011: 47-50; Hazine Müsteşarlığı Kamu Borç Yönetim Raporu, 2012: 10-11; Balıbek, 2012: 5-6; Cangöz ve Balıbek, 2012: 33; Özyıldız, 2012: 14-23, Güngen, 2014: 9-11; Meriç, 2015: 194-2001).

Tablo 2.2: 4749 Sayılı Kanun'un Getirdiği Çeşitli İdari ve Hukuki Düzenlemeler

Düzenlemeler	Düzenlemelerin Kapsamı
Tek bir borçlanma otoritesinin belirlenmesi ve dağınık yasal düzenlemelerin tek bir yasa altında toplanmasına ilişkin düzenleme.	4749 sayılı Kanun yürürlüğe girmeden önce kamu borçlanmasının yasal çerçevesini 224 sayılı Kanun, 4059 sayılı Kanun, 1050 sayılı Kanun ve bütçe kanunları oluşturmuştur. Ancak 4749 sayılı Kanunun 4. maddesi uyarınca uluslararası uygulamalara paralel olarak borç yönetimi tek bir otoriteye bırakılmış ve Hazine ve Maliye Bakanı borç yönetiminden sorumlu tutulmuştur. Bu sayede kamu adına mali yükümlülük yaratacak işlemlerin yetkili tek bir otoriteye bırakılması, otoritenin yetki ve sorumluluklarının belirlenmesini sağlayarak mali disiplin ve hesap verilebilirliği arttırmıştır. Ayrıca farklı kanunlarla dağınık bir yapıya sahip borç yönetiminin 4749 sayılı Kanunla tek bir yasal düzenlemenin altında toplanması, kamu borç yönetiminde etkinliğin artırılmasına önemli bir katkı sağlamıştır.
Borçlanma ve garanti limitine ilişkin düzenlemeler.	4749 sayılı Kanundan önceki uygulamada borçlanma limiti, ilk başta net iç borç kullanımını ve sonrasında ise net borç kullanımını esas almıştır. % 15 oranında artırılmasına imkân tanınan limit, ek bütçelerle değiştirilebildiği gibi bu limite özet tertip iç borçlanma senetleri dâhil edilmemiştir. Ancak 4749 sayılı Kanun ile yapılan düzenlemeler sonucunda özel tertip iç borçlanma senetlerinin dâhil edildiği limit, yılı bütçe kanunu ile belirtilen bütçe başlangıç ödenekleri ile tahmin edilen gelir arasındaki fark miktarı kadar net borç kullanımını esas almıştır. Ek bütçelerle borçlanma limitinin değiştirilmeyeceği hükmü ile birlikte borç yönetiminin ihtiyaçları ve gelişimi doğrultusunda borçlanma limitinin yıl içinde % 5 oranında artırılabilmesi belirtilmiştir. Söz konusu bu miktarın da yeterli olmaması durumunda, Cumhurbaşkanlığı kararı ile bu tutarın ek % 5 daha artırılabilmesi hükmüne yer verilmiştir. Bütçe başlangıç ödenekleri ve tahmin edilen gelirlerin denk olması durumunda ise borçlanmanın, borç anapara ödemesinin en fazla % 5'ine kadar yapılacağı ifade edilmiştir. Bu düzenleme öncesinde bütçe kanunları ile belirlenmiş garanti limiti, sadece yerel yönetimlere ve KİT'lere sağlanacak garantilere bir üst sınır getirirken, yeni düzenleme ile birlikte yap-işlet devret finansman projeleri kapsamında sağlanacak garantiler de limite dâhil edilmiştir. Mali yıl içinde sağlanacak garanti ve dış borcun ikrazı limiti, ilgili yıl bütçe kanunu ile belirlenmiştir.
Dış proje kredilerinin bütçeleştirilmesine ve garantisiz kamu dış borçlarına izin verilmesine ilişkin düzenlemeler.	4749 sayılı Kanunun düzenlenmesinden önce yatırım harcamaları için alınan dış proje kredileri bütçe dışında izlenmiş ve alınan bu krediler için başlangıç bütçesinde herhangi bir karşılık ayrılmamıştır. Dönem sonunda bütçe finansman ihtiyacı ile fiili borçlanma arasında fark yaratan bu uygulama, mali disiplini bozucu etkiler yaratmıştır. Dolayısıyla bu düzenleme ile söz konusu yatırım harcamaları için alınan dış proje kredi kaynaklarının, kullanımdan önce bütçeleştirilmesi öngörülmüştür. Bu yasa ile gidilen bir diğer düzenleme ise garantisiz kamu dış borçlarına izin verilmesi yönünde olmuştur. Söz konusu herhangi bir hazine garantisine haiz olmamasına rağmen kamu kurum ve kuruluşlarınca yurt dışından sağlanacak her türlü mali imkân, Hazine ve Maliye Bakanlığı'nın iznine tabi tutulmuştur. Buna ek olarak herhangi bir kurum veya kuruluşun, diğer kurum ve kuruluşlar için vereceği garantilerde de aynı şekilde Hazine ve Maliye Bakanlığı'nın izni zorunlu kılınmıştır.

Tablo 2.2: (devam) 4749 Sayılı Kanun'un Getirdiği Çeşitli İdari ve Hukuki Düzenlemeler

Düzenlemeler	Düzenlemelerin Kapsamı
Risk hesabının oluşturulmasına ilişkin düzenleme.	Hazine'nin verdiği garantiler kapsamında ortaya çıkan yükümlülüklerin borçlu kuruluş tarafından yerine getirilmemesi durumunda bu yükümlülükler, Hazine tarafından üstlenilmektedir. Böylesi bir yapıda öngörülmeleyen ödemeler nakit ve borç yönetiminde çeşitli sorunlara yol açmaktadır. Dolayısıyla öngörülmeleyen ödemelerin ortaya çıkması nedeniyle nakit ve borç yönetiminde yaşanan aksamaların giderilmesi amacıyla söz konusu yükümlülüklerin yerine getirileceği bir risk hesabı oluşturulmuştur. Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası nezdinde oluşturulan ve Hazine'ye ait hesabın gelirleri; ikraz ücretleri, garanti ücretleri, ilgili kuruluşlardan yapılan ödemeler ve gecikme zammı dâhil tahsil edilen her türlü ödemeler, hesaptaki kaynakların kullanımından elde edilen nemalar ve bütçeden yapılan aktarımlardan oluşmaktadır. Nakit ve borç yönetiminde etkinliği arttıran bu düzenleme, bütçe dışında yapılan üstlenimler sebebiyle TBMM'nin bilgisi dışında olan ve garantilerden doğan yükümlülüklerin bütçe içine alınarak izlenmesini de amaçlamıştır.
Kamu borç yönetim raporlarının hazırlanmasına ilişkin düzenleme.	Bu düzenleme ile ilgili mali yılda sağlanan iç ve dış finansman kaynakları, Hazine tarafından sağlanan garantiler, risk hesabı, alınan ve verilen hibeler, dış borcun devri, dış borcun ikrazı, dış borcun tahsis işlemlerine ait bilgilerle birlikte finans piyasalarına ve borç yönetimine ilişkin bilgilerin bulunduğu kamu borç yönetim raporları aylık ve yıllık olarak oluşturulmuştur. Üçer aylık dönemler itibarıyla hazırlanan raporların, Plan ve Bütçe Komisyonu'na gönderilmek üzere TBMM Başkanlığı'na, Cumhurbaşkanlığı'na, Hazine ve Maliye Bakanlığı'na ve Sayıştay Başkanlığı'na gönderileceği hükmüne yer verilmiştir. Ayrıca yapılan yasal düzenleme ile Hazine ve Maliye Bakanı'nın, TBMM Plan ve Bütçe Komisyonu'nu özel gündemle yapılacak toplantı ile yılda bir defadan az olmamak üzere bilgilendireceği hüküm altına alınmış ve burada siyasi sorumluluk da ön plana çıkartılmıştır. Düzenli olarak hazırlanan raporlarla borç ve nakit yönetim faaliyetlerinin kamuoyu ile paylaşılması şeffaflığı arttırdığı gibi belirsizlikleri ve risk primini azaltarak borçlanmanın düşük maliyetle yapılmasına önemli katkılar sağlamıştır.
Kamu borç ve alacak yönetimine ilişkin düzenlemeler.	4749 sayılı Kanunla uluslararası uygulamalara paralel olarak borç ve alacak yönetimine ilişkin ilke ve stratejilerin genel çerçevesi belirlenmiştir. Bu kapsamda kamu borçlanmasının orta ve uzun vadede mümkün olan en düşük maliyet ve kontrol edilebilir risk düzeyinde yapılacağı, borçlanma stratejisinde risklerin sürekli olarak izlenip değerlendirileceği, kamu borçlanma araçları için etkin bir piyasanın oluşturulacağı, aktif bir risk yönetiminin yapılacağı, şeffaflık ve hesap verilebilirliğin benimseneceği gibi hususlar hüküm altına alınmıştır.
Kamu borç yönetiminde risk yönetimine ilişkin stratejik düzenlemeler.	Faiz ve döviz kurlarında meydana gelen dalgalanmalar ve sağlanan garantiler ile yapı-ışlet-devret gibi koşullu yükümlülükler yaratan anlaşmalar, kamu borçlanma maliyetlerini arttırmakla birlikte kamunun borçlanma ihtiyacı üzerinde belirsizlikler yaratmaktadır. Bu durum, risklerin tespit edilmesi, borç yönetiminin risklerden etkilenme ölçüsünün belirlenmesi ve bu risklerin dikkate alınarak borçlanma stratejilerinin oluşturulmasını gerekli kılmıştır. Söz konusu bu çerçevede aktif bir risk yönetimi stratejisi uygulanmak suretiyle kredi, likidite ile piyasa risklerinin orta-uzun vadede kontrol altına alınmasına ilişkin çalışmalar yürütülmüştür. Stratejik borçlanma ölçütleri olarak da ifade edilen uygulamaların risk bazında değerlendirilmesi işe şöyle olmaktadır: kredi riski yönetimi için sağlanan garantilerin ve koşullu yükümlülüklerin sürekli izlenmesi, etkin bir nakit yönetiminin yapılması ve garanti sağlanan kuruluşlara kredi notu verilerek takip edilmesi amaçlanmıştır. Likidite riski yönetimi için güçlü rezervlerin tutulması, kısa vadeli borçların toplam borç portföyü içindeki payının azaltılması, borçlanma vadelerinin piyasa koşullarında uzatılması ve borçlanmanın dönemler arasında düzgün yayılması amaçlanmıştır. Piyasa riski yönetimi için ise borçlanmanın ağırlıklı olarak sabit faizli enstrümanlarla ve TL cinsinden yapılarak borç portföyünün faiz ve döviz kuru dalgalanmalarına karşı duyarlılığının azaltılması amaçlanmıştır.

Tablo 2.2: (devam) 4749 Sayılı Kanun'un Getirdiği Çeşitli İdari ve Hukuki Düzenlemeler

Düzenlemeler	Düzenlemelerin Kapsamı
Risk analizine dayalı kamu borç yönetimine ilişkin idari düzenlemeler.	4749 sayılı Kanunla yapılan düzenleme sonucunda etkin borç ve risk yönetiminin sağlanması amacıyla Borç ve Risk Yönetim Komitesi kurulmuştur. Hazine'nin mali varlık ve yükümlülüklerinin yönetimine ilişkin stratejik ölçütler ve uygulama, ikraz ve garanti limitleri ile etkinliğin artırılmasına ilişkin temel politikaların çerçevesi; Hazine ve Maliye Bakanı, Bakan Yardımcıları ile Kamu Finansmanı Genel Müdürü ve Dış Ekonomik İlişkiler Genel Müdürü'nden oluşan Borç ve Risk Yönetimi Komitesi tarafından tespit edilir ve Bakan tarafından onaylanır. Ayrıca bu Kanun ile birlikte uluslararası uygulamalara paralel olarak borç yönetiminde etkinliğin artırılması ve kamu borç ve alacaklarının risk analizine dayanarak yönetilmesine dönük altyapının oluşturulması çerçevesinde 'borç yönetim ofisi' yapılanmasına gidilmiştir. İç borç yönetiminden Kamu Finansmanı Genel Müdürlüğü ve dış borç yönetiminden ise Dış Ekonomik İlişkiler Genel Müdürlüğü'nün sorumlu olduğu bu yapıda borç yönetim ofisleri, Kamu Finansmanı Genel Müdürlüğü bünyesinde yapılandırılmıştır. Bu kapsamda Nakit ve İç Borç Yönetimi Genel Müdür Yardımcılığı Ön Ofis, Risk Yönetimi Genel Müdür Yardımcılığı Orta Ofis ve Alacak ve Borç İşlemleri Genel Müdür Yardımcılığı ise Arka Ofis olarak düzenlenmiştir.
Hazine alacaklarının tahsiline ilişkin düzenlemeler.	Büyükşehir belediyeleri, belediyeler ve bunlara bağlı kuruluşların yürüttüğü projeler için sağlanan Hazine garantileri, dış borcun ikrazı şeklinde kullanılan krediler veya Hazine garantisi altında uluslararası piyasalara yapılan tahvil ihraçları karşılığında elde edilen kredilerin geri ödenmesini sağlamak amacıyla ilgili kuruluşların gelirlerinin bir kısmını aktaracağı Dış Borç Ödeme Hesabı oluşturulmuştur. Yaşanan doğal afetler nedeniyle getirilen istisnalar hariç olmak üzere oluşturulan bu hesap, kredi kullanılan kuruluşların yükümlülüklerini yerine getirmemeleri durumunda Hazine tarafından ödenen ve Hazine alacağına dönüşen yüksek miktarda borç stokunun azaltılmasını amaçlamıştır. Söz konusu vade tarihinde tahsil edilmeyen alacakların, 6183 sayılı Kanun hükümleri uyarınca tahsil edilmesine olanak sağlanmıştır.
Kısa vadeli borçlanma ve Hazine hesaplarında oluşacak fazlalıkların nemalandırılmasına ilişkin düzenleme.	4749 sayılı Kanun ile nakit hareketlerindeki uyumsuzluklardan kaynaklanan kısa vadeli nakit açıklarının finansmanı ve nakit yönetiminde etkinliğin artırılması amacıyla para piyasalarında nakit işlem yapma olanağının sağlanmıştır. İç borçlanma senedi ihraç etmeksizin bütçe başlangıç ödeneklerinin % 1'i ile sınırlı olmak koşuluyla Merkez Bankası'na para piyasasında nakit işlem yapma yetkisi verilmiştir. Bununla birlikte Merkez Bankası, aynı şekilde bütçe başlangıç ödeneklerinin % 1'i ile sınırlı olmak kaydıyla Hazine hesaplarında oluşan nakit fazlalıklarını nemalandırmakla yetkilendirilmiştir.
Piyasa yapıcılığı sistemine ilişkin düzenleme.	Bu Kanun ile yapılan önemli düzenlemelerden biri de Kasım 2000 ve Şubat 2001 yıllarında yaşanan krizler nedeniyle uygulanmasına ara verilen Piyasa Yapıcılığı Sistemi'ne tekrar başlanması olmuştur. Bu kapsamda Hazine, belirlediği şartları taşıyan bankalara borçlanma ihalelerine teminatsız katılma, rekabetçi olmayan teklifler verme ve geri alım ihalelerine katılma gibi haklar vererek bu bankaların, belirlenmiş oranda birincil piyasalardan iç borçlanma senedi almasını ve ikincil piyasalarda ise likidite sağlama yükümlülüğü altına girmesini sağlamıştır. Bu sayede Hazine, birincil piyasalarda kayda değer miktarda iç borçlanma aracı ihraç ederek ve bunların ikincil piyasalarda işlem görmesini sağlayarak, iç borçlanma araçlarının likiditesini arttırmakla birlikte piyasalarda derinliğin sağlanmasına önemli katkılar sağlamıştır.

4749 sayılı Kanun ve Borç ve Risk Yönetimi'ne ilişkin yönetmelik doğrultusunda 2002'den itibaren yapılan düzenlemeler ile somutlaştırılan kamu borç yönetiminin temel ilkeleri, politika ve stratejileri, risk faktörleri ve hedefleri aşağıda yer aldığı şekilde özetlenmiştir (Hazine Müsteşarlığı Kamu Borç Yönetim Raporu, 2003: 1; Demir, 2009: 178-179; Özyıldız, 2012: 22).

Tablo 2.3: 2002 Sonrası Kamu Borç Yönetiminin Genel Çerçevesi

Temel İlkeler	Yasal düzenleme ile kamu borç ve risk yönetiminde etkinliği arttıracak ilkeler; şeffaflık, hesap verilebilirlik ve koordinasyon olarak belirlenmiştir. Kamu borçlanma politika, strateji ve programlarına ilişkin işlemler raporlanarak şeffaflık; görev, yetki ve sorumluluklar belirlenerek hesap verilebilirlik; iktisadi dengenin sağlanması ve sağlıklı borç yönetim faaliyetlerinin yürütülmesi için borç yönetimi ile para ve maliye politikası yapıcılar ve ilgili diğer kurumlarla koordinasyonun sağlanması temel ilkeler olarak belirlenmiştir. Özellikle kamu borç yönetimine ilişkin yıllık finansman programı ve stratejisi ile birlikte aylık ihale takviminin yayımlanması ve aylık borç yönetim raporlarının oluşturulması, borçlanmada öngörülebilirliği arttıran önemli uygulamalar olmuştur.
Politika ve Stratejiler	Etkin bir borç ve risk yönetiminin arka planını belirleyen ilkeler doğrultusunda risk analizine dayalı etkin borçlanma stratejisinin geliştirilmesi amaçlanmıştır. Bu çerçevede risk analizine dayanan etkin borçlanma stratejisi için ise yapısal reformların zamanında uygulandığı, etkin bir mali sektörün olduğu ve mali disiplinin korunduğu bir yapı öngörülmüştür.
Risk Faktörleri	Risk analizine dayalı etkin borçlanma stratejisi ile bir yandan borçlanma vadeleri uzarken, diğer yandan borçlanmada maliyetin belirlenmesinde önemli bir faktör olan faizler düşecektir. Böylesi bir yapıda oluşturulan uygun borçlanma kompozisyonu ile borç yönetiminin risklere karşı maruz kalma durumu azaltılabilecektir.
Hedefler	Borç yönetiminin kontrol edilebilir risk düzeyinde mümkün olan en düşük maliyetle borçlanma alternatiflerine kavuşması, borçların sürdürülebilirliği üzerindeki baskıyı azaltacaktır. Bununla birlikte düşük maliyet nedeniyle azalan borç yükü, bütçenin etkinliğini artırıp kamu maliyesi üzerindeki baskıyı azaltırken, düşen faizler özel sektörün canlanmasını teşvik edecektir.

Kamu borç ve risk yönetimine ilişkin 4749 sayılı Kanun ve Borç ve Risk Yönetiminin Koordinasyonu ve Yürütülmesine İlişkin Esas ve Usulleri Hakkında Yönetmelik ile yapılan önemli düzenlemelerin yanı sıra piyasalardaki gelişmeler dikkate alınarak, 2008 yılından sonra da kamu borç ve risk yönetiminde önemli düzenlemelere gidilmiştir. Finansal piyasaların geliştirilmesi, güçlendirilmesi, denetimi ve gözetimi çerçevesinde geliştirilen bu düzenlemeler, makroekonomik istikrarı ve borç ve risk yönetiminde etkinliğin artırılmasını amaçlamıştır. Önem arz eden söz konusu bu düzenlemeler, üç başlık altında değerlendirilebilir. Bunlardan ilki, 2009 yılında

‘Sistemik Risk Koordinasyon Komitesi’ ismi ile kurulan ve 2012 yılında ‘Sistemik Risk Değerlendirme Grubu (SRDG)’ adını alan yapılanmadır. Sistemik riske neden olabilecek gelişmelerin önceden tespit edilmesi, gerekli önlemlerin alınması, finansal sistemin tümüne sirayet edebilecek gelişmelerin değerlendirilmesi ve finansal istikrarın yeniden tesis edilmesinde önemli bir görev üstlenen SRDG; Hazine ve Maliye Bakanlığı, BDDK, TMSF ve TCMB arasındaki işbirliğini, koordinasyonu ve bilgi paylaşımını güçlendirmek üzere kurulmuştur (BDDK, 2013: 51).

İkincisi, 2011 yılında 4059 sayılı Kanuna eklenen Ek Madde 4 çerçevesinde Finansal İstikrar Komitesi’nin kurulması olmuştur (Balıbek ve Taşkın, 2012: 100). 2019 yılında 7161 sayılı Kanun ile yapılan değişiklik sonucunda Finansal İstikrar ve Kalkınma Komitesi adını alan komitenin üyeleri Hazine ve Maliye Bakanı, Borsa İstanbul Genel Müdürü ile BDDK, TMSF, TCMB, TBB ve SPK başkanlarından oluşmaktadır. Finansal sistemin ekonomik büyümeyi sağlıklı bir şekilde desteklemesi ve piyasalarda güvenin korunması için sistemik risklerin etkin yönetilmesi gerekliliğine vurgu yapan bu düzenleme, işbirliğinin tesis edilmesiyle finansal düzenlemelerde uyumun sağlanması, reel sektör ile koordinasyonun artırılması ve bu kapsamda ihtiyaç duyulan verilerin merkezî şekilde toplanmasını da amaçlamıştır. Hazine ve Maliye Bakanı’nın başkanlık yaptığı komite, finansal sistemin geneline sirayet edebilecek sistemik risklerin belirlenmesi, izlenmesi ve yönetilmesine ilişkin politika ve planların tespitinden ve dolayısıyla sağlıklı bir finansal sektörün geliştirilmesinden sorumlu tutulmuştur (7161 sayılı Kanun, 2019: 21).

Yapılan üçüncü bir düzenleme ise Sistemik Risk Veri Takip Sistemi’nin oluşturulması olmuştur. Bu çerçevede 1211 sayılı Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası Kanununun 44. maddesinde değişiklik öngören 28.11.2017 tarihli ve 7061 sayılı Kanunun 33. maddesi ile Merkez Bankası’nın firmalardan veri isteme yetkisi düzenlenmiştir. Bu düzenleme ile Finansal İstikrar ve Kalkınma Komitesi koordinasyonunda, firmaların döviz pozisyonunu etkileyen işlemleri takip etmek amacıyla TCMB bünyesinde Sistemik Risk Veri Takip Sistemi oluşturulmuştur (7061 Sayılı Kanun, 2017: 33).

2000 ve 2001’de yaşanan krizlerden sonra uluslararası düzenlemelere paralel olarak kamu maliyesi alanında yeniden yapılanma sürecine giren Türkiye, AB müzakere

sürecinin de etkisi ile sürdürülebilir bir kamu finansman dengesi oluşturmuş, mali disiplini sağlamış, risk analizine dayalı borç yönetimine geçiş yapmış ve sağlam para politikası uygulamaları ile piyasalara güven vermiştir. Borçlanma vadelerinin uzamasına ve faizlerin düşmesine yol açan bu uygulamalar ile birlikte ihtiyatlı bir şekilde yapılan özelleştirmelerden elde edilen gelirlerin borçların ödenmesinde kullanılması, kamu borç stokunun GSYH içindeki payını önemli ölçüde azaltmıştır. Bu süreçte iyi borç yönetim uygulamaları ile başarılı bir performans gösteren Türkiye, Avrupa’da kamu borcunu azaltan örnek ülke olarak gösterilmiştir (Gill ve Raiser, 2012: 453). Nitekim 1998-2008 yılları boyunca kesintisiz olarak IMF gözetiminde olan Türkiye ekonomisinin (Boratav, 2015: 199), 2008’den itibaren IMF gözetiminden çıkması ve 2013 yılında ise IMF’ye olan borcun tamamıyla kapatılması (Eğilmez, 2015: 93), borç yönetiminin teknik bir iş olarak konumlandırılması sonrasında elde edilen başarıları destekler niteliktedir.

2.2.2. Türkiye’de Kamu Borç Yönetiminin Fiili Boyutu

Türkiye’de kamu borçlanması, 1980’li yıllara gelinceye kadar önemli bir gelişme göstermemiştir. Bunun önemli bir nedeni, Osmanlı’dan devralınan Düyun-u Umumiye borçları olmuştur. Türkiye’nin gündeminde önemli bir yer tutan bu borçların geri ödenme işlemleri çeşitli sıkıntılar içerisinde gerçekleşmiştir (Saatci, 2007: 65). Yaşanan bu sıkıntılar ile birlikte uygun borçlanma koşullarının oluşmaması, ülke yöneticilerinin borçlanmaya bakış açıları üzerinde etkili olmuş ve ülke yöneticileri borçlanma konusunda çekimser kalmışlardır (Ulusoy, 2009: 109). 1950’li yıllardan itibaren gevşemeler olmakla birlikte iç ve dış borçlanmadaki bu eğilim, 1970’li yılların sonuna kadar devam etmiştir. Buna karşın Türkiye, 1980’li yıllardan 2000’li yılların başına kadar önemli boyutlarda iç ve dış borçlanmaya gitmiş ve yapılan borçlanmalar ekonomiyi zaman zaman darboğazlara sokmuştur. Ancak 2000 ve 2001 krizi sonrasında gidilen mali disiplin uygulamaları ve kontrollü borç yönetim politikaları ile Türkiye’de borçlar, uluslararası kriterler açısından kabul edilebilir seviyeye getirilmiş ve borçların sürdürülebilirliği üzerindeki baskı azaltılmıştır (Yavuz, 2009a: 203). Bu sebeple Cumhuriyetin kuruluşundan itibaren iç ve dış borçlanmanın gelişimi incelenmekle birlikte çalışmada daha çok, liberalleşme ve dışa açılma politikalarının başladığı 1980 sonrası borç yönetiminin fiili boyutu analiz edilmiştir.

Dış borç yükü altında kurulan Türkiye Cumhuriyeti, kuruluşunun ilk yıllarında sermaye piyasaları ve bankaların gelişimini, diğer bir ifade ile borçlanma için gerekli koşulların oluşmasını beklediğinden, kuruluşunun ilk 10 yılında borçlanmaya gitmemiştir (Çöğür, 2012: 94). Gerekli siyasi, mali, ekonomik ve psikolojik şartlar oluştuğundan sonra ilk borçlanma, 1933 yılında Fevzipaşa-Diyarbakır arası demiryolu inşasının finansmanını sağlamak amacıyla gerçekleştirilmiştir. ‘Ergani İstikrazı’ olarak adlandırılan bu borçlanma kâğıtları, 12 milyon TL ve 20 yıl vadeli tahvillerden oluşmuştur (Gürler, 1998: 118-119). Aynı yıl uygulanmaya başlanan “Beş Yıllık Sanayi Planı” ile özel teşebbüslerin yapamadığı veya yapması güç temel endüstrilerin devletçe yapılması öngörülmüştür. Bu plan çerçevesinde 1934’te Sivas-Erzurum demiryolu yapımı için 30 milyon TL’lik, 1938’de 1918 tarihli Osmanlı borçlanma tahvillerinin konversiyonu için ve 1941’de ise Elazığ-İran ve Diyarbakır-İrak demiryolu yapımı için 85 milyon TL’lik iç borçlanma yapılmıştır. Daha sonra 1942’de savunma harcamalarının finansmanı ve 1946’da kalkınmanın finansmanı amacıyla 150’şer milyon TL’lik bir borçlanmaya gidilmiştir (İnce, 2001: 118). Ancak kalkınmanın finansmanı amacıyla sağlanan kaynaklar bütçe açıklarının finansmanında kullanılarak, kullanım amacından saptırılmıştır. 1947’ye gelindiğinde ise bir kısmı kısa vadeli olan borçların konsolidasyonunu sağlamak amacıyla 250 milyon TL tutarında bir borçlanma yapılmıştır (Ulusoy, 2009: 110).

Devlet, Çiftçiyi Topraklandırma Kanunu gereğince 1947 yılından itibaren toprak sahiplerine, kamulaştırılan arazileri karşılığında verdiği tahviller ile iç borçlanma yapmaya devam etmiştir. İhraç edilen bu tahviller ile devlet, toprak sahiplerine borçlanmış ve kendisine toprak verilen topraksız çiftçiler ise devlete borçlanmışlardır. 1950 yılına kadar devam eden toprak tahvilleri ihracı ile birlikte 1948’den sonra hemen her yıl bütçe açıklarının kapatılması ve yatırımların finansmanı amacıyla da iç borçlanma yapılmıştır (Gürler, 1998: 120). Görüldüğü gibi ülkenin endüstrileşmesi ve kalkınması amacıyla yapılan iç borçlanmalar, İkinci Dünya Savaşı’nın ortaya çıkması ile birlikte savunma harcamalarının finansmanı amacıyla gerçekleştirilmiştir. Savaş sonrası dönemde ise yatırımlar ile birlikte bütçe açıklarının kapatılması amacıyla iç borçlanma devam etmiştir (İnce, 2001: 118-119). Borçlanmaya daha çok altyapı harcamalarının finansmanı amacıyla başvurulması, bu dönemde yapılan iç borçlanmanın en önemli özelliği olmuştur.

İç borçlanmaya ilişkin 1950-1960 yılları arasındaki verilere bakıldığında, borçlanmada bir gevşemenin olduğu görülmüştür. İkinci Dünya Savaşı bitiminde net borçluluğu sıfır olan Türkiye'nin bu durumu, söz konusu savaş sonrası dönemde mali açıdan kamu harcamalarının artışı ile değişmiştir. Ancak ilgili dönemde ABD başta olmak üzere çeşitli yabancı ülkelerden ve IMF ile Dünya Bankası gibi kuruluşlardan çoğu yardım olmak üzere alınan kaynaklar vasıtasıyla finansman açıkları kapatılmıştır (Vardar, 2007: 37). 1950'de % 4.5 olan iç borç stokunun GSYH içindeki payı, 1960'ta % 7.1 seviyelerinde gerçekleşmiştir.

1960 yılında yapılan askeri darbe ve sonrasında planlı kalkınma dönemine geçiş ile birlikte ekonomi, planlı ve programlı yatırım kararları çerçevesinde şekillendirilmiştir. Ancak bu dönemde kamu gelirlerini arttıracak vergi reformları yapılmadığından, vergi gelirleri hedeflenen yatırımlar için gerekli finansmanı sağlamada yetersiz kalmış (Gürler, 1998: 121) ve iç finansman açığı büyümüştür. Bu sebeple devlet, KİT'ler için hazine kefaletine haiz bonolar, hazine bonoları, tasarruf bonoları, iç ikraz tahvilleri, iç konsolidasyon tahvilleri ve belediye borçları tahkimleri gibi uzun vadeli borçlanma imkanı sağlayan kağıtlar ihraç ederek planlı dönemde hedeflenen kalkınmayı sağlamak istemiştir (Yavuz, 2009a: 209). Hazine'nin kısa vadeli avans şeklinde Merkez Bankası kaynaklarından önemli düzeyde yararlandığı bu dönemde; kalkınma, Kıbrıs Barış Harekâtı, savunma ve açıkların finansmanı gibi amaçlarla borçlanma devam etmiştir. 1970'li yılların ikinci yarısından itibaren artış gösteren borçlanma miktarı, borçlanmada yüksek faiz oranlarını da beraberinde getirmiş ve 1978 yılında ortalama % 20 faiz oranıyla borçlanan devlet, 1979 yılında ortalama % 25 düzeyinde bir faiz oranı ile borçlanmıştır (Şen vd., 2007: 241).

1961-1980 döneminde iç borç stokunun GSYH içindeki payına bakıldığında bu oranların; 1961'de % 12, 1970'te % 11 ve 1980'de ise % 13 seviyelerinde gerçekleştiği görülmüştür (Çöğür, 2012: 96). Türkiye'de ilgili dönemde iç borçlanmanın gelişimi incelendiğinde, iç borç stoku/GSYH oranının düşük ve sürdürülebilir bir yapıda olduğu görülmektedir. Bu da Cumhuriyetin ilk yıllarından 1970'li yılların sonuna dek iç borçlanmanın nadiren başvurulmuş bir finansman aracı olduğunu, Merkez Bankası kaynaklarının tahvil ve bonolara nazaran daha çok tercih edildiğini (DPT, 2001: 96), dolayısıyla iç borçlanmanın Türkiye'de düşük seviyede kaldığını (Bağcı, 2001: 64) ve sürdürülebilir bir yapıda olduğunu göstermiştir.

Türkiye’de dış borçlardan kaynaklanan ilk yükümlülük, Osmanlı Devleti’ne ait borçların devralınması ile başlamıştır. 1928 yılında alacaklı ülkeler ile yapılan görüşmeler sonucunda Paris Sözleşmesi imzalanmış ve borçların 1929’dan itibaren 26 yıllık bir sürede ödeneceği kararlaştırılmıştır (Arslan, 2015: 8-9). Osmanlı Devleti’nin 1912’den önceki borçların % 62’sini ve 1912’den sonraki borçların % 77’sini (Eğilmez, 2011) kapsayan bu sözleşme ile öngörülen ilk ödeme, 1929 yılında yaşanan kriz nedeniyle yapılmamıştır. Yaşanan ödeme güçlükleri nedeniyle alacaklı ülkeler ile 1933 yılında tekrar bir anlaşma yapılmış ve bu anlaşma gereği belirlenen 65 milyon Doların yeni ödeme planı çerçevesinde yapılacağı belirtilmiştir. Ödeme süresi 50 yıl olarak planlanan bu borçlar (Baran, 1968: 70), 1954 yılında yapılan son ödeme ile planlanan vadeden daha önce kapatılmıştır.

Türkiye Cumhuriyeti, Osmanlı Devleti’nin yaşamış olduğu başarısız ve acı denemelerin etkisi nedeniyle kurulduğu ilk yıllarda dış borçlanmaya sıcak bakmamıştır. Buna rağmen Cumhuriyet döneminde, dış borçlanmaya iç borçlanmadan önce başvurulmuştur. Nitekim ilk iç borçlanma 1933 yılında yapılırken, ilk dış borçlanmanın 1930’da yapıldığı görülmüştür (İnce, 2001: 187). 1930 yılında iktisadi kalkınmaya katkı sağlamak amacıyla ABD’den 10 milyon Dolar tutarında ilk borçlanma gerçekleştirilmiştir. Daha sonra, Birinci Beş Yıllık Sanayi Planı’nda öngörülen yatırımların finansmanını sağlamak amacıyla 1934 yılında Sovyet Rusya’dan 8 milyon Dolarlık bir dış borç kullanılmıştır. Karşılaşılan ödeme güçlüklerini gidermek ve askeri harcamaları finanse etmek için ise 1938 yılında İngiltere’den 16 milyon Sterlin değerinde bir dış borç alınmıştır (Yavuz, 2009a: 211).

Cumhuriyet döneminin ilk borçlanması 1930’da yapılmakla birlikte 1928’den itibaren başlayan millileştirme hareketleri kapsamında da borçlanmalar yapılmıştır (Yaşa, 1981: 63-64). 1928-1939 arası dönemde Anadolu Demiryolu, Mersin-Tarsus-Adana Demiryolları, Haydarpaşa Limanı, İzmir Rıhtım Şirketi, İzmir-Kasaba Demiryolu, Aydın Demiryolu, İstanbul-Edirne Demiryolu, İstanbul Rıhtım Şirketi, İstanbul Elektrik-Tramvay Şirketi, İzmir Telefon Şirketi, Ankara Elektrik-Havagazı Şirketi ve Adana Elektrik Şirketi devletleştirilmiştir (İnce, 2001: 188-189). Söz konusu 1928-1939 arası dönemde devletleştirme politikasından doğan dış borçlar, İkinci Dünya Savaşı’na kadar yapılan dış borçlanmalar içerisinde en önemli paya sahip olmuştur.

Nitekim 1933 sonunda 85 milyon TL seviyesinde olan dış borçlar (Yaşa, 1963: 130), İkinci Dünya Savaşı'na kadar 200 milyon Dolara ulaşmıştır (Meriç, 2015: 152).

İkinci Dünya Savaşı döneminde de dış borçlanmaya giden Türkiye, bu dönemde ilk borçlanmasını 1939 yılında İngiltere ve Fransa ile yapılan üçlü yardım anlaşmasına dayanarak yapmıştır (Yaşa, 1981: 65). Bu anlaşma gereği ilk grupta İngiltere'den 20 milyon Sterlin tutarında bir silahlandırma kredisi alınmıştır. İkinci grupta 1940 yılında İngiltere ve Fransa'dan 15 milyon Sterlin tutarında altın istikrazı ve üçüncü grupta ise 2 milyon Sterlin ile 246 milyon Frank tutarında bir kliring (yabancı mallar üzerindeki kısıtlamaların kaldırılması) istikrazları yer almıştır. Bunların dışında Türkiye, silah ve askeri malzemelerin satın alınması amacıyla 1942'de Almanya'ya 100 milyon Mark borçlanmıştır (İnce, 2001: 189-190). Ayrıca bu dönemde ABD'den de 95 milyon Dolarlık bir askeri yardım da sağlanmıştır. Bu gelişmelerin bir sonucu olarak dış borçlarda bir artış olmuş ve 1945 yılında borç miktarı, 1939 yılına nazaran % 266 oranında bir artış göstermiştir. Ancak bu artışın uzun vadeli borçlar için söz konusu olması ve ilgili dönemde altın ve döviz rezervlerinin, bütün dış borçların sermaye değerleriyle eşit tutulmuş olması nedeniyle ağır dış borç yükü oluşmamış ve kamu dış borcu tehlike arz etmemiştir (Yavuz, 2009a: 212).

1946-1947 yıllarında IMF ve Dünya Bankası'nın kurulması, İkinci Dünya Savaşı sonrasında Sovyet saldırısı korkusu ve liberalleşme eğiliminin başlaması gibi nedenler, Türkiye'ye yönelik yardım ve kredilerde bir artışın yaşanmasına neden olmuştur. Bu çerçevede Türkiye, 1947 yılında IMF'den 5 milyon Dolar, 1948 yılında ABD'den 24 milyon Dolar, 1950 yılında Milletlerarası İmar ve Kalkınma Bankası ile Avrupa Tediye Birliği'nden ise toplamda 80.4 milyon Dolar tutarında bir ikraz sağlamıştır (Yaşa, 1963: 133; Evgin, 2000: 32). Bu süreçte mevcut borç ödemeleri düzenli olarak yapılmasına rağmen, sağlanan krediler dış borç miktarını arttırmış ve ilgili dönemde dış borç miktarında yaklaşık % 218'lik bir artış yaşanmıştır. Bu bağlamda 1945 yılının sonunda 356 milyon TL olan dış borcumuz, 1949'da 703 milyon TL ve 1950'de ise 775 milyon TL seviyesine çıkmıştır (Evgin, 2000: 32).

Türkiye'de 1950-1960 yılları arasındaki dönem, Cumhuriyetin kuruluşundan o döneme dek dış borçların en hızlı arttığı dönem olmuştur. Çoğunluğu ABD, IMF ve Dünya Bankası'ndan alınan krediler; enerji, sulama, milli savunma, dış ticaret

açıklarının kapatılması ve mevcut borçların ertelenmesi amacıyla kullanılmıştır (Dönek, 1995: 174). Bu krediler ile birlikte 1950'den itibaren serbest ve denetimsiz dış ticaret politikalarının izlenmesi (Takım, 2012: 29) ve ödemeler dengesi açıklarının süreklilik kazanarak büyümesi de döviz ihtiyacını yükselterek borç miktarının artışını tetiklemiştir (Adıyaman, 2006: 26). Ayrıca bu dönemin başından itibaren ithalatçı firmaların, ithal ettikleri malların karşılıklarını TL cinsinden Merkez Bankası'na yatırmaları ve ödemelerin yabancı para cinsinden Merkez Bankası tarafından yapılması, zamanla döviz rezervlerinin erimesine neden olmuştur. Hükümetin bu uygulamadan dönmesi ve devam eden ithalat ödemelerini yapmaması, devlet borcu dışında bir borç olan ariyere borçları doğurmuştur (Yaşa, 1981: 74). Yaşanan bu gelişmeler sonucunda 1950'de 775 milyon TL (277 milyon Dolar) olan dış miktarı, 1960'ta 6.21 milyar TL (1.13 milyar Dolar) seviyesine çıkmıştır. Ağırlaşan dış borç yükü nedeniyle Cumhuriyet tarihinde ilk defa borç yükümlülüklerin yerine getirilmeyeceği açıklanarak 1958'de moratoryum ilan edilmiştir (Ulusoy, 2009: 143-144).

Moratoryumun ilan edilmesinden sonra gidilen istikrar programı ile sorun çözülmeye çalışılmış ve bu doğrultuda sadece istikrar programını desteklemek amacıyla çeşitli kredilere başvurulmuştur. Bu kapsamda hibeler hariç olmak üzere Avrupa İktisadi İşbirliği Memleketleri, Avrupa Para Antlaşması, IMF, Export-Import Bank ve Kalkınma İkraz Fonu'ndan toplamda 186 milyon Dolar tutarında bir istikrar programı kredisi sağlanmıştır. Alınan kredi ve hibeler nedeniyle 1958 yılı, ilgili dönem içerisinde en fazla borçlanılan yıl olmuştur (Yaşa, 1963: 139). GSYH'nin 13.9 milyar Dolar olduğu 1960'ta dış borç stokunun GSYH içindeki payı % 8 seviyesinde gerçekleşmiştir.

Zirai rekoltedeki eksikliği giderecek kaynaklar, dış ticaret ile bütçe açıkları ve birikmiş borç taksitleri gibi sebepler 1960'tan önce olduğu gibi 1960'tan sonra da dış kredi ihtiyacının belirlenmesinde etkili olmuştur (Yaşa, 1963: 141). Bununla birlikte planlı kalkınmanın benimsendiği bu dönemde hedeflenen yatırımların gerçekleştirilmesi için ihtiyaç duyulan yurtiçi tasarruf miktarının az olması da dış finansman ihtiyacını arttırmıştır (Adıyaman, 2006: 26). Dış finansman ihtiyacının daha çok OECD ülkelerinden, özellikle ABD ve Almanya'dan karşılandığı bu dönemde (Cankay, 1993: 43) Rusya ve Japonya gibi ülkeler ile birlikte (İnce, 2001: 207) IMF, Dünya Bankası, Avrupa Yatırım Bankası gibi uluslararası kuruluşlardan da kredi desteği sağlanmıştır. Öte yandan 1962'de çeşitli batılı devletlerin oluşturduğu konsorsiyum kanalıyla da

önemli miktarda kredi temin edilmiştir. Aktarılan bu krediler genellikle program, proje, borç ve refansman kredileri olmuştur. 20-30 yıl vadeli, ödemesiz dönemi 5-7 yıl olan ve % 2 gibi bir faiz oranı ile alınan bu krediler ve kredilere ilişkin unsurlar (Dönek, 1995: 175), planlı kalkınma dönemine girildikten sonra dış borç şartlarında olumlu gelişmelerin sağlandığını göstermiştir (Yaşa, 1981: 76). Yani düşük faizle yapılan borçlanma borç stokunun artışı önlerken, vadelerin uzaması borçların sürdürülebilirliği üzerindeki baskıyı azaltmıştır. Bu bağlamda 1960'lı yılların sonunda dış borç stoku/GSYH oranının % 10'un altında olması (DPT, 2001: 54), yaşanan olumlu gelişmeleri destekler nitelikte olmuştur.

Türkiye'de 1970'lerin başına kadar dış finansman ihtiyacının önemli bir kısmı işçi dövizleri ile sağlanmış (Cankay, 1993: 43) ve bu sebeple 1970'li yılların ortalarına kadar dış borcun GSYH içindeki payı % 10 seviyelerinde kalmıştır (DPT, 2001: 54). Ancak kamu kesimi finansman açıklarının süreklilik kazanması, 1970'te yaşanan devalüasyon, 1973 yılında baş gösteren petrol krizi (Karagöl, 2010: 5) ve 1974 Kıbrıs Barış Harekatı gibi nedenlerle ekonomi, dış ödeme güçlükleri yaşamaya ve bir borç bunalımına girmeye başlamıştır. Borçlarda yaşanan sayısal artışlara ek olarak ilgili yıllarda borçların niteliksel değişikliklere uğradığı da görülmüştür (Kepenek, 2014: 273). 1973 yılına kadar dış finansman ihtiyacını orta ve uzun vadede karşılayan Türkiye, bu tarihten sonra orta ve uzun vadeli kredilerin bulunmaması nedeniyle kısa vadeli borçlanmaya gitmiştir. Örneğin, 1972 yılında dış borç toplamının sadece % 0.7'si kısa vadeli iken, bu oran 1977 yılında % 53'e çıkmıştır (Cankay, 1993: 43).

Borç yönetiminde yaşanan bu zorlu süreçten sonra yapılan borç erteleme ve vade uzatmaları sonucunda kısa, orta ve uzun vadeli borçlanma belli bir dengeye kavuşmuş, yıllara göre değişmekle birlikte dış borçların % 15'i kısa, % 85'i ise orta ve uzun vadeli bir yapıya kavuşmuştur. İlgili dönemde borçların miktarına ilişkin gelişmelere bakıldığında ise, 1974'te tamamı orta ve uzun vadeli olmak üzere 2.9 milyar Dolar olan dış borcun, 1979 yılının sonunda 14.2 milyar Dolar seviyesine çıktığı görülmüştür (Kepenek, 2014: 274). 1974'te % 8 olan dış borç/GSYH oranı, 1979'da % 16 seviyesine çıkmıştır. Bu bağlamda 1974'te ortalama % 5.9 olan dış borçlanma faiz oranının 1979'da % 11.3 seviyesine çıkması (Meriç, 2015: 160), 1974-1979 döneminde dış borç stoku/GSYH oranındaki artışın önemli bir nedeni olmuştur.

Türkiye’de Cumhuriyetin kurulduğu ilk yıllar hariç olmak üzere, 1930’lu yılların başından 1970’li yılların sonuna dek kamu kesimi finansman ihtiyacının karşılanması, tasarruf yetersizliğinin giderilmesi, çeşitli sınai yatırımların ve zirai faaliyetlerin gerçekleştirilerek kalkınmanın sağlanması, dış ödemeler dengesi açığının kapatılması ve savunma gibi amaçlarla iç ve dış borçlanmaya gidildiği görülmüştür. İç borçlanmaya nadiren başvurulduğu, buna karşın dış borçlanmanın daha çok tercih edildiği bu süreçte, borç geri ödeyememe, borç erteleme, ağır koşullarda borçlanma ve sonuçta borçlanma açısından ekonomik bunalımların yaşandığı belli dönemler olmuştur. Ancak 1979 yılında iç borç stoku/GSYH oranının % 8 seviyesinde ve dış borç stoku/GSYH oranının ise % 16 seviyesinde gerçekleşmesi; borç yükünün makroekonomik denge üzerinde önemli baskılar yaratmadığını, borçlanmanın kamu maliyesindeki sorunları derinleştirmedeğini ve bilimsel anlamda sürdürülebilir bir kamu finansman dengesinin var olduğunu göstermiştir.

2.2.2.1. 1980-2000 Dönemi Türkiye’de İç ve Dış Borç Yönetiminin Fiili Boyutu

Dünyada 1980 sonrası dönemde yaşanan liberalleşme eğilimi ile birlikte para ve sermaye hareketlerinde hızlı bir gelişme yaşanmıştır. Türkiye ekonomisinde ise 24 Ocak 1980 İstikrar Tedbirleri Paketi’nin uygulanmaya konulmasıyla liberalleşme süreci başlamıştır. Türkiye ekonomisinin dışa açılmasını öngören bu programla getirilen önemli bir yenilik, serbest piyasa ekonomisine geçilmesi ve uluslararası sermaye piyasaları ile entegrasyonun sağlanması olmuştur. Ancak hızla artan dışa açılma süreci, kamu borçlanmasını etkileyen mali değişkenlerin yapısında değişikliklere yol açmakla birlikte ekonomide iç ve dış borçlanmanın önemli bir finansman aracı olarak kullanılmasına yol açmıştır (Şimşek, 2009: 161). Öte yandan 1980 sonrası dönemde devletin enerji, ulaştırma ve yoğun altyapı gibi önemli yatırımlara girişmesi de iç ve dış borçlanmanın artışında önemli bir unsur olmuş (Yavuz, 2009a: 210) ve sonuç olarak devlet, 2000’li yılların başına kadar yoğun bir iç ve dış borçlanma sürecine girmiştir. Bu kapsamda Türkiye’de 1980-2000 arası dönemde iç ve dış borçların miktar ve bileşimine ilişkin çeşitli göstergeler dikkate alınarak borç yönetiminin fiili boyutu değerlendirilmiştir.

Türkiye’de 1980-2000 Arası Dönemde İç Borç Yönetiminin Fiili Boyutu

Türkiye’de iç borç stokunun kompozisyonuna bakıldığında, iç borç stokunun çıkarılan devlet tahvili ve hazine bonosu ile 2000 öncesi dönemde Merkez Bankası’ndan sağlanan kısa vadeli avans ve konsolide borçlardan meydana geldiği görülmektedir (Bakkal ve Gürdal, 2007: 153). İç borçlanma araçları ve GSYH ilişkisi, uluslararası karşılaştırmalarda önemli bir parametre olarak kabul edilmekte ve borçların yapısı hakkında değerlendirme ve analiz yapma imkânı tanımaktadır. Ancak borçlanmaya ilişkin rasyonel politikaların kurgulanması ve alınan iç borç kaynaklarının kullanım koşullarının değerlendirilmesi, iç borçlanma araçlarının iç borç stoku içerisinde ne düzeyde pay aldığının tespiti ile daha da mümkün olmaktadır. Söz konusu iç borç stoku içerisinde uzun vadeli borçların fazla olması durumunda etkin bir kamu borç yönetim politikasından bahsedilebilmektedir. Buna karşın ekonomik ve mali gereklilikler kapsamında kısa vadeli borçlanmaya gitmenin kimi zaman bir zorunluluk olduğunu belirtmekle birlikte, kısa vadeli borçların iç borç stoku içerisindeki payının yüksek olması da etkinlikten uzak bir borç yönetim politikasının varlığını göstermektedir.

Tablo 2.4: 1980-2000 Arası Dönemde Kamu İç Borç Stoku/GSYH Oranı ve İç Borçlanma Araçlarının İç Borç Stoku İçindeki Payının Yıllar İtibariyle Gelişimi (Bin TL-%)

Yıllar	Tahvil/İç Borç Stoku (%)	Bono/İç Borç Stoku (%)	Avans/İç Borç Stoku (%)	Konsolide Borçlar/İç Borç Stoku (%)	Toplam İç Borç Stoku (Bin TL)	GSYH (Bin TL)	Toplam İç Borç Stoku/GSYH (%)
1980	19.55	6.79	27.04	46.60	721	5.230	13.78
1981	16.14	8.87	23.61	51.36	991	7.901	12.54
1982	13.87	11.40	19.83	54.88	1.341	10.492	12.78
1983	11.43	1.76	10.68	76.20	3.173	13.905	22.81
1984	11.45	7.33	11.39	69.81	4.634	21.997	21.06
1985	14.80	7.01	11.40	66.78	6.972	35.095	19.86
1986	14.37	7.81	10.00	67.80	10.514	51.079	20.58
1987	13.97	11.16	8.17	66.68	17.218	74.721	23.04
1988	17.14	8.93	7.31	66.60	28.458	129.224	22.02
1989	25.94	8.52	6.05	59.60	41.934	227.323	18.44
1990	32.88	9.56	5.01	52.53	57.180	393.060	14.45
1991	25.27	18.69	13.91	42.11	97.647	630.116	15.49
1992	44.47	21.75	15.91	17.81	194.236	1.093.368	17.76
1993	53.29	18.04	19.70	8.93	357.347	1.981.867	18.62
1994	29.94	38.06	15.29	16.69	799.309	3.868.429	20.66
1995	37.60	46.38	14.10	1.90	1.361.007	7.762.456	17.53
1996	39.70	48.51	11.78	1.27	3.148.985	14.772.110	21.31
1997	56.82	37.79	5.73	0	6.283.425	28.835.883	21.70
1998	49.70	50.30	0	0	11.612.885	71.893.000	16.15
1999	85.87	14.13	0	0	22.920.145	107.164.000	21.38
2000	94.35	5.65	0	0	36.420.620	170.667.000	21.34

Kaynak: T.C. Cumhurbaşkanlığı Strateji ve Bütçe Başkanlığı, Temel Ekonomik ve Sosyal Göstergeler; World Bank, World Development Indicators.

Yukarıda yer alan Tablo 2.4 incelendiğinde, 1980’li yılların başında iç borç stoku/GSYH oranının düşük seviyede kaldığı, buna karşın 1983 yılında sivil siyasete geçiş ile birlikte normalleşme sürecine giren Türkiye’de iç borç stoku/GSYH oranının arttığı ve bu artışın 1980’li yılların sonuna kadar devam ettiği görülmüştür. 1989 yılında düşüş eğilimine giren iç borç stoku/GSYH oranı, 1990’da % 14 gibi düşük bir seviyede gerçekleşmiştir. 1994’te % 20 seviyesini aşan iç borç yükü, 2000 yılında % 21.34 olarak gerçekleşmiştir. 1980-1991 arası dönemde konsolide borçların iç borç stoku içindeki payının yüksek olduğu tabloda, 1990’lı yılların sonlarına kadar Merkez Bankası avanslarına da başvurulduğu görülmüştür. 1980-1990 arası dönemde tahvil ve bonoların iç borç stoku içindeki payı düşük seviyede iken, 1990’lı yıllardan itibaren tahvil ve bonolar iç borçlanmada daha çok tercih edilmiştir. 1980-1993 arası dönemde iç borçlanmada tahvillere nazaran daha az tercih edilen bonolar, 1994 krizi sonrasında

uzun vadeli finansman imkânlarının daralmasına paralel olarak daha çok tercih edilen bir iç borçlanma aracı olmuştur. Ancak 1997’de piyasalara güven verilmesi ve şeffaflığın sağlanması amacıyla aylık, üçer aylık ve altışar aylık gibi aralıklarla borçlanma programlarının ilan edilmesi, piyasalar ile etkin bir iletişimin sağlanması amacıyla İç Borç Danışma Kurulu’nun kurulması ve IMF tarafından 1999’da hazırlanan istikrar programının 2000 yılının başında uygulanmaya konulması sonucunda borçlanma vadeleri uzamıştır. Nitekim 1994 krizi nedeniyle % 53.29’dan % 29.40 seviyesine inen orta-uzun vadeli iç borçların iç borç stoku içindeki payı, 2000’de % 94.35 düzeyine çıkmıştır.

Kamu borç yönetiminde etkinliğin sağlanmasına ilişkin rasyonel politikaların oluşturulması ve uygulanması, etkin bir kamu borç yönetim politikasının önemli birer unsuru olan vade ve faiz yapısının da göz önünde bulundurulmasını gerektirmektedir. Bu gereklilik, faizlerin borçlanmada önemli bir maliyet unsuru olmasından ve vadenin ise borçlanmada risk primlerini ve sürdürülebilirlik üzerindeki baskıyı belirlemesinden kaynaklanmaktadır.

Tablo 2.5: 1985-2000 Arası Dönemde İhale Yöntemiyle Satılan DİBS’lerin Ortalama Vade ve Faiz Yapısı

Yıllar	Vade (Gün)	DİBS Ortalama Bileşik Faiz Oranı	Yıllar	Vade (Gün)	DİBS Ortalama Bileşik Faiz Oranı
1985	349	50.14	1993	235	77.24
1986	318	50.96	1994	151	170.69
1987	429	44.72	1995	189	126.65
1988	384	58.58	1996	175	137.06
1989	213	53.17	1997	423	125.89
1990	224	48.48	1998	260	121.96
1991	224	68.68	1999	495	106.96
1992	217	74.03	2000	432	36.48

Kaynak: TCMB Piyasa Verileri İstatistikleri, <https://www.tcmb.gov.tr>, (Erişim Tarihi: 17.02.2019).

1985-2000 arası dönemde ihale yöntemiyle satılan DİBS’lerin vade ve faiz yapısının yer aldığı Tablo 2.5 incelendiğinde, genel olarak Türkiye’de kamu iç borçlanmasının ağır koşullarda yapıldığı anlaşılmaktadır. 1990’lı yılların başından itibaren artan faiz oranlarına paralel olarak borçlanma vadeleri kısalmış ve uzun vadeli borçlanma imkânları daralmıştır. Ortalama iç borçlanma faiz oranının % 170 seviyesinde gerçekleştiği 1994 yılında, ortalama borçlanma vadesi 5 aya kadar

düşmüştür. İncelenen dönem içerisinde 1994 krizi nedeniyle yüksek seviyeye ulaşan iç borçlanma faiz oranı, 1990'lı yılların ikinci yarısından itibaren azalma eğilimine geçmiş ve 2000'de % 36 seviyesine kadar gerilemiştir. Aynı dönem için dalgalı bir seyir izlemekle birlikte borçlanma vadelerinde kısmen bir iyileşmenin olduğu da görülmüştür. Söz konusu 1990'lı yılların ikinci yarısından itibaren görülen iyileşme, bu dönemde politika önceliklerinin Merkez Bankası ve Hazine Müsteşarlığı tarafından saydamlık temelinde ve uyum içerisinde belirlenmesinin ve uygulanmasının etkili olduğunu belirtmek mümkündür (Demir, 2009: 104).

İç borçlanma vadelerinin ilgili dönem ortalamasının bir yıldan daha düşük ve ortalama faiz oranının ise % 84 gibi yüksek bir seviyede olması birkaç nedenle açıklanabilmektedir. 1980'li yılların ortalarından itibaren kamu kesimi borçlanma gereğindeki artış süreklilik kazanmış ve sonuç olarak kamu, yurt içi finansal piyasaların en büyük müşterisi haline gelmiştir (Gönül, 1998: 98). Bu süreçte gelişmiş ulusal sermaye piyasalarının yokluğu nedeniyle kamu borçlanma ihalelerinin, rekabetçi tekliflerin verilmediği bir yapıda ve genellikle fon sahiplerinin beklentileri doğrultusunda gerçekleşmesi, vadelerin kısalmasında ve faizlerin yükselmesinde etkili olmuştur (Seymen Oskay, 2004: 128). Ayrıca 1990'lı yılların başından itibaren siyasi ve ekonomik istikrarsızlıklar nedeniyle güven sorununun ortaya çıkması, mali disiplinin sağlanamaması, mevcut borçların ödemesini sağlamak amacıyla yeni borçlanmalara gidilmesi ve enflasyonist eğilimlerin artması da iç borçlanmanın vade ve faiz yapısını olumsuz etkilemiştir. Sonuç olarak etkinlikten uzak, rasyonel kurgulanmayan ve borçların bileşiminin yön verdiği borçlanma politikaları nedeniyle ülke ekonomisi, kısa vade ve yüksek faiz kısır döngüsüne girmiş ve siyasi iktidarların manevra alanları daralmıştır.

Türkiye'de 1980-2000 arası dönem yoğun iç borçlanma dönemi olmuştur. Borçların miktarındaki artışa paralel olarak azalan borçlanma kapasitesi, daha ağır koşullarda borçlanmaya yol açmıştır. Oluşan ağır koşullar, risk ve belirsizlikleri arttırarak 1985-2000 döneminde ortalama vadenin bir yıldan daha az gerçekleşmesine ve ortalama faiz oranının ise % 84 gibi yüksek bir seviyede kalmasına neden olmuştur. Borç servis ödemelerini arttıran bu gelişmeler, borçların sürdürülebilirliği, kamu gelir ve harcamaları gibi mali değişkenler ile GSYH üzerinde baskı yaratmıştır. Bu anlamda iç borç servisinin GSYH, konsolide bütçe vergi gelirleri ve konsolide bütçe harcamaları

içindeki payının belirlenerek, ilgili dönemde borç yönetim politikalarının değerlendirilmesi bir gereklilik olmuştur.

Tablo 2.6: 1980-2000 Arası Dönemde İç Borç Servisinin GSYH, Konsolide Bütçe Vergi Gelirleri ve Harcamaları İçindeki Payı

Yıllar	Anapara Ödemeleri /GSYH	Faiz Ödemeleri /GSYH	Toplam Borç Ödemeleri /GSYH	Anapara Ödemeleri/ Konsolide Bütçe Vergi Gelirleri	Faiz Ödemeleri/ Konsolide Bütçe Vergi Gelirleri	Anapara Ödemeleri /Konsolide Bütçe Harc.	Faiz Ödemeleri /Konsolide Bütçe Harc.
1980	3.72	0.41	4.13	6.66	2.93	4.63	2.04
1981	7.77	0.51	8.28	12.85	3.44	10.09	2.70
1982	6.92	0.32	7.24	17.47	2.60	14.23	2.12
1983	12.24	0.83	13.07	13.55	4.13	7.84	3.06
1984	4.43	0.70	5.13	30.24	7.46	7.10	4.67
1985	6.61	0.73	7.34	31.96	6.45	21.79	4.64
1986	9.86	1.40	11.26	46.30	10.86	23.38	7.94
1987	11.51	2.24	13.75	42.91	13.92	33.01	9.97
1988	9.39	1.92	11.31	37.72	13.61	29.08	15.03
1989	9.35	2.11	11.46	37.80	20.01	25.33	13.54
1990	8.24	2.55	10.79	24.43	21.17	16.50	14.30
1991	11.88	2.68	14.56	39.06	21.54	23.58	13.00
1992	17.13	3.11	20.24	50.97	21.57	32.56	13.78
1993	22.12	4.30	26.47	69.47	35.00	37.83	19.06
1994	22.27	5.97	28.24	80.84	39.67	52.95	25.98
1995	13.37	6.09	22.46	100.22	43.85	63.53	27.79
1996	24.27	8.97	33.24	124.01	59.22	70.16	33.57
1997	11.43	6.85	18.28	53.61	41.60	31.84	24.73
1998	12.30	7.82	20.12	80.08	61.00	47.36	36.08
1999	14.53	9.23	23.76	94.59	66.37	49.84	34.96
2000	11.11	10.90	22.01	62.16	70.90	35.07	40.00

Kaynak: T.C. Cumhurbaşkanlığı Strateji ve Bütçe Başkanlığı, Ekonomik ve Sosyal Göstergeler, Kamu Finansmanı Verileri; World Bank, World Development Indicators.

1980-2000 arası döneme ilişkin iç borç servisinin gelişimi incelendiğinde, borç anapara ve faiz ödemelerinin 1980’li yılların ikinci yarısından itibaren arttığı gözlemlenmiştir. 1980’de % 4.13 seviyesinde olan iç borç anapara ve faiz ödemelerinin GSYH içindeki payı, 1990’da % 10.79 ve 2000’de % 22.01 düzeyine çıkmıştır. Özellikle 1990’lı yılların başından itibaren hızlı bir yükseliş gösteren faiz ödemeleri, 2000 yılında GSYH’den % 10.90 oranında bir pay olarak borç anapara ödemelerine yaklaşmıştır. İç borç ödemeleri içerisinde iç borç faiz ödemelerindeki artış, faiz baskısını daha da arttırmıştır. İç borç anapara ve faiz ödemelerinin konsolide bütçe vergi gelirleri içindeki payı 1980 yılında % 9 seviyelerindeyken, bu oran 1990 yılında % 45.6,

1995'te % 144.07, 1999'da önemli bir artışla % 160.96 ve 2000'de ise % 133.06 olarak gerçekleşmiştir. 1993'ten itibaren toplam iç borç servislerinin, konsolide bütçe vergi gelirleri içindeki payının % 100'ün üzerine çıktığı bu yapıda, vergi gelirleri borç anapara ve faiz ödemelerini karşılamakta yetersiz kalmıştır. İç borç servisleri ve konsolide bütçe harcamaları ilişkisi incelendiğinde, 1980'li yılların ortalarından itibaren iç borç servislerinin konsolide bütçe harcamaları içindeki payının % 25'i geçtiği ve bu oranın 1990'da % 31, 1995'te % 91.32 ve 2000'de % 75.07 seviyesinde gerçekleştiği görülmüştür.

Türkiye'nin istisnai yıllar olmakla birlikte 1980'den itibaren ağır koşullar altında yoğun bir iç borçlanmaya gitmesi, iç borç servis yükümlülüklerinin GSYH, konsolide bütçe vergi gelirleri ve konsolide bütçe harcamaları içindeki payını da arttırmıştır. Borç servislerindeki sürekli artış nedeniyle devlet bütçesi fonksiyonelliğini yitirmiş ve kamu maliyesi salt faiz ödemelerine yoğunlaşan bir bütçe kısıtıyla işletilmeye çalışılmıştır. Bu yapı devletin büyüme, kalkınma, gelir dağılımında adalet, kaynak kullanımında etkinlik gibi makro ve mikro görevlerini tümüyle ihmal ettiği veya icra edemediği bir sürece işlerlik kazandırmıştır (Demir, 2009: 109). Şöyle ki, transfer harcamaları niteliğindeki borç faiz ödemeleri bütçeden yapıldığından, artan faiz ödemeleri bütçeden yapılan reel harcamaların kısılmasına ve bütçenin kaynak tahsisi fonksiyonunun işlevsizleşmesine yol açmıştır. Diğer yandan bütçe vergi gelirlerinin önemli bir kısmının borç ödemelerine ayrılması, bütçeyi borç ödeme aracına ve rant aktarım mekanizmasına dönüştürürken, azalan reel harcamalar ise siyasi iktidarın bütçe üzerinden tercihlerini yansıtmaya olanağını azaltmıştır (Saraçoğlu, 2002: 70). Özellikle bu dönemde devlete borç verenler ile vergi ödeyenlerin farklı olması, artan faiz ödemeleri nedeniyle sosyal nitelikteki harcamaların azalması ve kamu hizmetlerinin arka planda kalması gelir dağılımını da bozmuştur.

Kamu iç borçlanma koşullarını gösteren bir diğer önemli gösterge, iç borç çevirme oranıdır. İç borç çevirme oranı, Hazine'nin belli bir dönemde yapmış olduğu yeni iç borçlanmanın, aynı dönem için yapılan iç borç anapara ve faiz ödemelerine oranıdır (Eğilmez, 2017). Bu oran, iç borçlanma ile iç borç servisleri arasındaki ilişkiye yoğunlaşarak borç yükünü hafifletmeye yönelik borç yönetim politikalarının ne düzeyde uygulandığını göstermektedir (Demir, 2009: 116). İç borç çevirme oranı yükseldikçe iç

piyasada borçlanma koşulları zorlaşırken, bu oranın düşmesi sonucunda ise iç piyasalardan borçlanmak kolaylaşmaktadır (Bayraktar, 2011: 10).

Tablo 2.7: 1980-2000 Arası Dönemde Türkiye’de İç Borç Çevirme Oranının Gelişimi
(Bin TL-%)

Yıllar	İç Borçlanma (Bin TL)	İç Borç Ödemeleri (Bin TL)	İç Borç Çevirme Oranı (%)
1980	595	216	275.4
1981	884	655	132.9
1982	1.098	761	144.2
1983	3.534	1.819	297.2
1984	2.437	1.132	215.2
1985	4.741	2.578	183.9
1986	8.650	5.755	150.3
1987	15.307	10.280	148.9
1988	23.387	14.634	159.8
1989	34.746	26.073	133.2
1990	47.008	42.454	110.7
1991	114.593	91.822	124.7
1992	282.333	221.423	127.5
1993	599.873	523.878	114.5
1994	1.303.548	1.092.620	119.3
1995	1.833.102	1.744.209	105.1
1996	5.345.792	4.911.403	108.8
1997	6.370.002	5.264.585	120.9
1998	14.225.324	14.471.509	98.2
1999	26.876.405	25.477.768	105.5
2000	32.468.545	37.577.493	86.4

Kaynak: T.C. Cumhurbaşkanlığı Strateji ve Bütçe Başkanlığı, Ekonomik ve Sosyal Göstergeler.

Tablo 2.7 incelendiğinde, 1980’de % 275.4 olan iç borç çevirme oranının 1983’te %297.2 seviyesine çıktığı ve 1983’ten sonra dalgalı bir seyir izlemekle birlikte genel olarak düşüş eğilimine geçtiği görülmüştür. İncelenen dönemde ortalama % 145 seviyesinde kalan iç borç çevirme oranı, ilk kez 1998’de % 100’ün altına inmiştir. Dolayısıyla 1998 ve 2000 yılları hariç olmak üzere her yıl yapılan yeni borçlanma, ödenen borç anapara ve faiz ödemelerinin üzerinde gerçekleşmiş ve bu gelişme, borç stokunu arttıran önemli bir etken olmuştur.

Kamu kesiminin ödünç verilebilir fonlara olan talebin yüksekliği ve sürekliliği, faizleri arttırmak suretiyle özel kesimin ödünç verilebilir fonlardan yararlanma imkânını daraltmaktadır. Buna karşın devletin, yerine getirdiği borç yükümlülüklerinden daha az miktarda borçlanmaya gitmesi, piyasada ödünç verilebilir fonlara olan talebi azaltarak faizlerin düşmesini sağlamaktadır. Faizlerin düştüğü bu yapıda, özel sektörün ödünç

verilebilir fonlardan yararlanma imkânının artışına paralel olarak dışlama etkisi azalmaktadır (Eğilmez, 2017). Bu amaçla öncelikle iç borç çevirme oranının düşürülerek iç piyasada borçlanma koşullarının iyileştirilmesi ve borçların sürdürülebilirliği üzerindeki baskının azaltılması gerekmektedir. İç borç çevirme oranının düşürülmesi ise ancak mali disiplinin sağlanarak sürdürülebilir bir bütçe dengesi ile faiz dışı bütçe fazlası verilmesi ve kontrollü borç yönetim politikalarının oluşturulması ile mümkündür.

Türkiye’de 1980-2000 Arası Dönemde Dış Borç Yönetiminin Fiili Boyutu

1980 yılına girerken, dünya ülkelerinin ekonomilerinde liberalleşmenin çok hızlandığı, uluslararası para ve sermaye hareketlerinin bu dönemde sınır tanımaz şekilde hızlı bir yayılma gösterdiği gözlemlenmiştir (İnce, 2001: 215). Buna paralel olarak hazırlanan ekonomik önlemler paketi ile Türkiye’de ekonomi politikasında bir dönüşüm yaşanmıştır. İthal ikameci politikalar yerine dışa dönük ve ihracatı teşvik eden sanayileşme politikasının kabul edilerek ekonominin dışa açılması, döviz darboğazının aşılması ve dış borçlarla ilgili önemli bir gelişme olmuştur. İhracatın yanı sıra, turizm ve işçi dövizlerinin ülke içerisine girişini teşvik edici politikalar da uygulamaya konulmuştur (Ulusoy, 2009: 150-151). Bu geçiş sürecinde göstergelerin olumlu olması, dış borç servislerindeki düzenlilik ve ihracat başta olmak üzere döviz kazandırıcı kaynakların genişlemesi, ülkemizin kredibilitelerini arttırarak dış borçlanmayı kolaylaştırmıştır (Erkan vd., 2012: 313). Ancak bu olumlu gelişmeler, hızlı dışa açılmaya dayalı büyüme yaklaşımının benimsenmesi sonucunda yerini olumsuz gelişmelere bırakmış ve borç stoku artmıştır (DPT, 2001: 53).

İlgili döneme ilişkin sayısal gelişmeler incelendiğinde, 1980’de 15.1 milyar Dolar seviyesinde olan dış borçlar, 1985 yılında 25.4 milyar Dolar ve 1989 yılında ise 42 milyar Dolara yaklaşmıştır (Egeli, 1992: 128). Bu dönemde toplam dış borç stoku içerisinde önemli bir paya sahip olan kamu dış borç stokunda da artış olmuş ve 1980’de 11,8 milyar Dolar olan kamu kesimi dış borç stoku, 1985’te 21.6 milyar Dolar (Demir, 2009: 127), 1989’da ise 29.4 milyar Dolar olarak gerçekleşmiştir (Hazine ve Maliye Bakanlığı, 2018). Özel kesim dış borçlanmasının sınırlı olduğu bu dönemin başında toplam dış borcun % 90’nına yakını kamuya aitken, bu oran 1985’te % 85 (DPT, 1990: 64), 1989’da ise % 67.05 seviyelerine gerilemiştir (Hazine ve Maliye Bakanlığı, 2018).

Uluslararası karşılaştırmalarda ve kamu kesimi kredibilitesinin ölçülmesinde kullanılan kamu kesimi dış borç/GSYH oranına bakıldığında 1980’de % 17 seviyelerinde olan bu oranın, 1985’te % 32.14 ve 1989’da % 20.64 olarak gerçekleştiği görülmüştür.

Türkiye’de özellikle 1980’li yılların ikinci yarısından itibaren artan borç stoku, 1989’dan sonra Hazine’nin dış borçlanmayı dış borç servisleriyle sınırlı tutması sonucunda azalma eğilimine geçmiş ve 1994 yılına kadar makul bir seviyede tutulabilmiştir. Ancak 1994 yılında kredi derecelendirme kuruluşlarının Türkiye’nin kredi notunu düşürmeleri, faizi ve döviz fiyatlarını arttırarak ekonomiyi derinden etkilemiş ve buna paralel olarak dış borçlanma imkânı daralmıştır (Yavuz, 2009a: 214). 1994’ten itibaren IMF’nin yönlendirmelerini içeren istikrar programları ile ekonomi rehabilite edilmeye çalışılsa da siyasi istikrarın sağlanamaması, yurt içi tasarrufların arttırılamaması, kamu kesimi açıklarının azaltılamaması ve ödemeler dengesi açıklarının devam etmesi gibi nedenlerle dış borç stoku sürekli artmıştır.

Tablo 2.8: 1990-2000 Arası Dönemde Dış Borç Stoku/GSYH ve Dış Borç Stokunun Vade Yapısı (Milyon Dolar-%)

Yıllar	Kısa Vadeli Stok (Milyon Dolar)	Uzun Vadeli Stok (Milyon Dolar)	Toplam Stok (Milyon Dolar)	Toplam Stok/GSYH (%)	Kısa Vadeli Stok/Toplam Stok (%)	Uzun Vadeli Stok/Toplam Stok (%)
1990	9.500	42.871	52.380	26.1	18.1	81.9
1991	9.117	44.506	53.623	26.7	17.0	83.0
1992	12.660	45.963	58.593	27.8	21.6	78.4
1993	18.473	52.039	70.512	29.6	26.2	73.8
1994	11.187	57.517	68.704	38.8	16.3	83.7
1995	15.500	60.448	75.948	33.6	20.4	79.6
1996	17.072	62.226	79.298	32.6	21.5	78.5
1997	17.691	66.665	84.356	33.2	21.0	79.0
1998	20.774	75.578	96.352	34.7	21.6	78.4
1999	22.921	80.203	103.124	40.7	22.2	77.8
2000	28.301	90.302	118.603	43.6	23.9	76.1

Kaynak: Hazine ve Maliye Bakanlığı, Ekonomik Göstergeler ve Hazine İstatistik Yıllığı, Kamu Borç Yönetim Verileri

Tablo 2.8’de yer alan dış borç stokunun vade yapısı incelendiğinde, dış borç stokunun önemli bir kısmının uzun vadeli borçlardan oluştuğu, ilgili dönem içerisinde kısa vadeli borç stokunun toplam borç stoku içindeki payının ortalama % 21 ve uzun vadeli borçların toplam borç stoku içindeki ortalama payının ise % 79 seviyelerinde gerçekleştiği görülmüştür. Ancak söz konusu incelenen dönemde kısa vadeli borçların toplam borç stoku içindeki payı % 18.1’den % 23.9’a yükselirken, uzun vadeli borçların

toplam stok içindeki payı % 81.9'dan % 76.1'e inmiştir. Bir ülke ekonomisinin genel kredibilitesini ölçmede kullanılan ve yaratılan katma değer dış borçları ne düzeyde karşıladığını gösteren toplam dış borç stoku/GSYH oranına bakıldığında, 1994 yılına kadar % 30'un altında seyreden borç yükü, 1994 krizi nedeniyle % 29.6'dan % 38.8'e yükselmiştir. 1995'te % 33.6'ya inen borç yükü, 2000 yılında % 43.6 olarak gerçekleşmiştir. 1999 yılında IMF ile yapılan *Stand-by* anlaşması gereği iç borçların dış borçlara çevrilmesi, 2000 yılında artan dış borçlanmanın önemli bir nedeni olmuştur (Adıyaman, 2006: 29).

Dış borçlanma, etkin borç yönetim politikaları kapsamında yapıldığında, gelişmekte olan ülkelerin büyüme ve kalkınmalarına önemli katkı sağlamaktadır. Bu anlamda ülkelerin gelişme amaçlı sağlamış oldukları dış finansman kaynakları için en uygun yapı, orta-uzun vadeli dış borçların toplam dış borç stoku içindeki payının yüksek olmasıdır. Söz konusu bu süreçte kısa vadeli dış borçların toplam borç stoku içindeki payının % 15-20 düzeyinde olması kabul görmektedir (Bal, 2001: 103). İncelenen dönemde borç stoku/GSYH oranları dikkate alındığında, Türkiye'nin orta derecede borçlu ülke olduğu anlaşılmaktadır (Adıyaman, 2006: 31). Ancak 1990'lı yılların sonuna doğru vade açısından kabul gören ölçütün aşılması ve borç yükü bakımından ise kritik seviye olan % 50'ye yaklaşılması, Türkiye'de kontrollü ve dengeli borç yönetim politikalarının uygulanmasını gerekli kılmıştır.

24 Ocak 1980 kararları ile serbest piyasa prensipleri ve dışa dönük ekonomi politikalarını içeren yapısal uyum programları yürürlüğe konulmuş ve bu süreçte rekabete dayalı ekonominin esaslarının yerleştirilmesi, fiyat oluşumunda hâkimiyetin piyasa güçlerine verilmesi, yurtiçi mali piyasaların yeniden yapılandırılması ve derinliğin sağlanması alanında önemli adımlar atılmıştır (Oktayer, 2009: 75). Bu sürecin önemli bir parçası olan finansal serbestleşme ise entegrasyonun tam anlamıyla sağlanması için bir gereklilik olmuştur. Türkiye 1989 yılında 32 sayılı Bakanlar Kurulu Kararı ile önemli bir adım atmış ve sermaye hareketleri ile kambiyo rejimini serbestleştirmiştir (Karaca, 2016: 93). Sermaye hareketlerinin ve kambiyo rejiminin serbestleşmesi, 1990'lı yılların başından itibaren özel sektör dış borçlarındaki artışı hızlandırmıştır. İlgili dönem içerisinde kamu-özel sektör borçlarının gelişimi aşağıda oluşturulan tabloda gösterilmiştir.

Tablo 2.9: 1990-2000 Arası Dönemde Türkiye’de Toplam Dış Borç Stokunun Profil Yapısı (Milyon Dolar-%)

Yıllar	Kamu Borç Stoku (Milyon Dolar)	TCMB Borç Stoku (Milyon Dolar)	Özel Sektör Borç Stoku (Milyon Dolar)	Toplam Borç Stoku (Milyon Dolar)	Kamu/Toplam Borç (%)	TCMB/Toplam Borç (%)	Özel Sektör/Toplam Borç (%)
1990	33.268	8.342	10.770	52.380	63.5	15.9	20.5
1991	35.280	7.215	11.128	53.623	65.7	13.4	20.7
1992	36.476	6.730	15.390	58.593	62.2	11.4	26.2
1993	39.640	7.293	23.573	70.512	56.2	10.3	33.4
1994	41.741	9.777	17.186	68.704	60.7	14.2	24.9
1995	42.003	12.171	21.774	75.948	55.3	16.0	28.6
1996	40.192	12.381	26.725	79.298	50.6	15.6	33.7
1997	39.068	11.765	33.523	84.356	46.3	13.9	39.7
1998	41.339	12.986	42.026	96.352	42.9	13.4	43.6
1999	44.107	11.006	48.011	103.124	42.7	10.6	46.5
2000	50.081	14.090	54.431	118.603	42.2	11.8	45.9

Kaynak: Hazine ve Maliye Bakanlığı, Ekonomik Göstergeler ve Hazine İstatistik Yıllığı, Kamu Borç Yönetim Verileri

Kamu kesimi, TCMB ve özel sektör dış borçlarının yer aldığı Tablo 2.9 incelendiğinde, kamu kesimi ve diğer kesimlerin dış borçlarında yıllar itibariyle rakamsal bir artışın olduğu ve en yüksek artışın özel sektör borçlarında gerçekleştiği görülmüştür. 1990-1997 arası dönemde toplam dış borç içerisinde en yüksek pay kamu kesimine aitken, 1997’den sonra toplam dış borç içerisinde en yüksek pay özel sektörün olmuştur. 1990’da toplam dış borç stoku içerisinde kamunun payı % 63.5 iken, bu oran 2000 yılında % 42.2’ye inmiş ve aynı yıllar için özel sektörün toplam dış borç içerisindeki payı ise % 20.5’ten 45.9’a çıkmıştır. 1990’da % 15.9 seviyesinde olan TCMB’nin toplam borç stoku içindeki payı, 2000 yılında % 11.8’e gerilemiştir.

Türkiye’de serbest piyasa ekonomisi prensiplerinin kabul edilmesi sonrasında özel sektörün daha fazla iktisadi faaliyete katılması ve finansal sermaye hareketlerinin serbestleşmesi, özel sektör dış borçlarındaki artışta belirleyici olmuştur. Bunun yanı sıra ticari bankaların bu dönemde dışarıdan yapmış oldukları borçlanmalar da dış borçlanmada özel kesimin payını arttırmıştır (Demir, 2009: 128). Bu süreçte ticari bankalar, düşük faizle dışardan kısa vadeli kredi temin edip bunu iç piyasada devlete % 19-30 arasında bir faizle borç vermişlerdir. Nitekim 1985’te ticari bankaların 1 milyar Dolar seviyesinde olan kısa vadeli borçları, 1999 yılında 13 milyar Dolar düzeyine çıkmıştır. Aynı şey sadece bankalar tarafından yapılmamış ve büyük holdingler de bu

yolu izlemek suretiyle devlete vermiş oldukları borçlardan önemli düzeyde faiz geliri elde etmişlerdir (Akman, 2001).

Toplam dış borç stoku-GSYH ilişkisi, ülke kredibilitesi hakkında genel bilgi verirken, kamu dış borç stoku-GSYH ilişkisi kamu borç stokunun sürdürülebilirliğini gündeme getirmektedir; yani GSYH'nın ne kadarının sadece kamunun dış yükümlülüklerine gideceğini göstermektedir. Kamu dış borcu/GSYH oranı yükseldikçe kamunun kredibilitesi düşmekte; buna karşın bu oran düştükçe kamunun kredibilitesi artmakta ve borçlanma kapasitesi yükselmektedir. Ancak kamu dış borç stoku-GSYH ilişkisi önemli bir parametre olarak kabul edilmekle birlikte, borç stokunun vade yapısı da kamu borçlarının sürdürülebilirliği açısından dikkate alınması gereken bir parametre olmaktadır.

Tablo 2.10: 1990-2000 Arası Dönemde Türkiye’de Kamu Dış Borç Stokunun Profil Yapısı (Milyon Dolar-%)

Yıllar	Kısa Vadeli Stok (Milyon Dolar)	Uzun Vadeli Stok (Milyon Dolar)	Toplam Stok (Milyon Dolar)	Toplam Stok/GSYH (%)	Kısa Vadeli Stok/Toplam Stok (%)	Uzun Vadeli Stok/Toplam Stok (%)
1990	0	33.268	33.268	16.76	0	100
1991	281	34.999	35.280	17.59	0.80	99.20
1992	400	36.076	36.476	17.32	1.10	98.90
1993	65	39.575	39.640	16.63	0.16	99.84
1994	36	41.705	41.741	23.58	0.08	99.92
1995	250	41.753	42.003	18.59	0.59	99.40
1996	0	40.192	40.192	16.51	0	100
1997	204	38.864	39.068	15.39	0.52	99.48
1998	1.602	39.737	41.339	14.89	3.87	96.13
1999	1.581	42.526	44.107	17.39	3.58	96.42
2000	2.461	47.621	50.081	18.42	4.91	95.09

Kaynak: Hazine ve Maliye Bakanlığı, Ekonomik Göstergeler ve Hazine İstatistik Yıllığı, Kamu Borç Yönetim Verileri

1990-2000 dönemi kamu sektörü dış borç yapısının gelişimine bakıldığında, dönem başında 33.2 milyar Dolar seviyesinde olan kamu dış borç stokunun, % 71.9 oranında bir artış göstererek dönem sonunda 50 milyar dolar düzeyine çıktığı görülmüştür. Kamu dış borç stokunda yaşanan artışa rağmen, 1994 yılı hariç olmak üzere kamu dış borç stoku/GSYH oranında önemli bir dalgalanma yaşanmamış ve 1990 yılında % 16.7 seviyesinde olan kamu kesimi dış borç stoku/GSYH oranı, 2000’de % 18.2 seviyesine çıkmıştır. Kamu kesimi dış borçların vadesi incelendiğinde, uzun vadeli

kamu dış borçların toplam kamu kesimi dış borç stoku içerisinde yüksek bir pay aldığı, bu sebeple kamu kesimi dış borçlarının sürdürülebilir bir yapıda olduğu görülmüştür. İlgili dönemde kamu dış borçlanmasının piyasa yerine daha çok uluslararası kuruluşlar ile hükümet kuruluşlarından yapılması, borçların büyük bir kısmının uzun vadeli olmasında etkili olmuştur.

Dış borç anapara ve faiz ödemelerinden oluşan dış borç servisi ile GSYH ve ihracat gelirleri arasındaki ilişki; belirli bir dönemde üretilen toplam değerin ne kadarının dış borç servislerinde kullanıldığını, bir ülkenin borçluluk durumunu, borç ödeme kapasitesini ve dış borçlanma maliyetini göstermektedir (Yıldız, 2018: 41). Bunlar, toplam dış borç servisi/GSYH, toplam dış borç/ihracat gelirleri, dış borç servisi/ihracat gelirleri ve dış borç faiz servisi/ihracat gelirleri gibi temel göstergeler olup, dış borçluluk oranını ölçmektedir. Dış borç servisi/GSYH, belli bir dönemde elde edilen toplam üretim değerinin ne kadarının dış borç ödemelerinde kullanıldığını göstermektedir. Oranın düşük olması olumlu bir gelişme iken, yükselmesi ise olumsuz bir gelişme olarak nitelendirilmektedir (Bal, 2001: 99-102).

Toplam dış borç/ihracat gelirleri, bir ülkenin borçluluk durumunu ve dış borç ödeme kapasitesini göstermekle birlikte, ihracat gelirlerinin toplam dış borç stoku üzerindeki uzun dönemli etkilerini saptamak için de kullanılmaktadır. Bu oranın % 165-275 arasında olması durumunda ülke orta derecede dış borçlu, % 275'i aşması durumunda ise çok borçlu konumunda olmaktadır (Söyler, 2001: 20). Dış borç karşılama oranı olarak da ifade edilen dış borç servisi/ihracat gelirleri, bir ülkede ihracat gelirlerinin ne kadarının dış borç ödemelerinde kullanıldığını göstererek ilgili ülkenin borç yükünü belirlemeye çalışmaktadır. Bu oranın % 18-30 arasında olması durumunda ilgili ülkenin orta derecede borçlu olduğu, % 30'un üzerinde bir değer alması durumunda ise çok borçlu olduğu kabul edilmektedir (Demir, 2009: 139). Borç servis rasyolarından bir diğeri olan dış borç faiz servisi/ihracat oranı, dış borçlanma maliyetinin ölçümünde kullanılmaktadır (Yıldız, 2018: 41). Bu oranın % 12-20 arasında olması ilgili ülkede orta derecede dış borçluluğu, % 20'nin üzerinde ise çok borçluluğu işaret etmektedir (Bal, 2001: 101). Bu doğrultuda belirtilen rasyolar dikkate alınarak aşağıda oluşturulan tabloda, Türkiye'de dış borçluluk durumu değerlendirilmiştir.

Tablo 2.11: 1990-2000 Arası Dönemde Türkiye’de Dış Borç Servisinin Gelişimi
(Milyon Dolar-%).

Yıllar	Dış Borç Anapara Ödemeleri (Milyon Dolar)	Dış Borç Faiz Ödemeleri (Milyon Dolar)	Toplam Dış Borç Ödemeleri (Milyon Dolar)	Dış Borç Ödemeleri/ GSYH (%)	Toplam Dış Borç Stoku/ İhracat (%)	Dış Borç Servisi/ İhracat (%)	Dış Borç Faiz Ödemeleri / İhracat (%)
1990	4.038	3.264	7.302	3.64	404.1	56.3	25.1
1991	4.121	3.440	7.561	3.77	394.4	55.6	25.3
1992	5.294	3.439	8.733	4.14	398.1	59.3	23.3
1993	4.653	3.574	8.227	3.45	459.5	53.6	23.2
1994	6.070	3.923	9.993	5.64	379.4	55.1	21.6
1995	7.594	4.303	11.897	5.25	351.0	54.9	19.8
1996	7.218	4.200	11.418	4.69	341.4	49.1	18.0
1997	7.380	4.588	12.418	4.89	321.2	47.2	17.4
1998	11.690	4.813	16.503	5.94	357.2	61.1	17.8
1999	12.867	5.448	18.315	7.22	389.8	68.8	20.5
2000	15.638	6.301	23.939	8.80	427.0	86.1	22.6

Kaynak: T.C. Cumhurbaşkanlığı Strateji ve Bütçe Başkanlığı, Ekonomik ve Sosyal Göstergeler-Dış Ticaret ve Ödemeler Dengesi; Hazine ve Maliye Bakanlığı, Ekonomik Göstergeler ve Hazine İstatistik Yıllığı, Kamu Borç Yönetim Verileri.

Tablo 2.11’de yer alan dış borç servis rasyolarından anlaşılabileceği üzere, ilgili dönemde borç servislerinde sürekli bir artışın yaşandığı, 1990’da 7.3 milyar Dolar düzeyinde olan dış borç anapara ve faiz ödemelerinin 1995’te 11.4 milyar Dolar ve 2000’de ise 23.9 milyar Dolar düzeyine çıktığı görülmüştür. Buna paralel olarak dış borç servis ödemelerinin GSYH içindeki payı artmış ve Türkiye’de elde edilen toplam üretim her geçen yıl daha fazla dış borç servislerine aktarılmıştır. Söz konusu dönemde 86.5 milyar Dolar anapara ve 47.3 milyar Dolar faiz olmak üzere toplamda 133.8 milyar Dolarlık bir dış borç ödemesi yapılmıştır. Bu ödemelerin yaklaşık % 65’i anapara ve % 35’i ise faiz ödemelerinden oluşmuştur.

Söz konusu bir ülkenin genel dış borçluluk durumu hakkında fikir sahibi olmayı sağlayan, dış borç yönetim politikalarının analizine ve dış borç servis kapasitesinin ölçümüne imkân veren diğer göstergeler dikkate alındığında, incelenen dönemde Türkiye’nin dış borç sınırını aştığı anlaşılmaktadır. Nitekim 1990-2000 döneminde toplam dış borç/ihracat oranı % 275’in, toplam dış borç servisi/ihracat oranı % 30’un ve istisnai yıllar olmakla birlikte dış borç faiz ödemeleri/ihracat oranı ise % 20’nin üzerinde gerçekleşmiştir. Dolayısıyla Tablo 2.8’de toplam dış borç stoku/GSYH

oranının % 50'nin altında olması nedeniyle orta derecede dış borçlu görünen Türkiye'nin, dış borç servis rasyoları bakımında yüksek derecede dış borçlu olduğu görülmüştür. İlgili dönemde toplam ihracat gelirlerinin düşük düzeyde kalması, Türkiye'nin yüksek derecede borçlu ülke olmasında etkili olmuştur.

2.2.2.2. 2001-2017 Dönemi Türkiye'de İç ve Dış Borç Yönetiminin Fiili Boyutu

1990'lı yıllar, dünyada kamu borç yönetiminin yeniden yapılandırıldığı bir dönem olmuşken, Türkiye ekonomisi yaşanan siyasi ve iktisadi istikrarsızlıklar ile sağlıksız finansal yapı nedeniyle yapısal sorunların mevcut olduğu bir kısır döngüde kalmıştır. Bu dönemde kamu mali yönetiminde bozulmalara neden olan 1994 krizi ile birlikte 1990'lı yılların sonuna doğru yaşanan Asya ve Rusya krizleri, kamu borçlanmasını daha fazla olumsuz yönde etkileyerek kamu borçlanmasında kısa vade ve yüksek faiz sorunlarını kalıcı kılmıştır. Öte yandan 1980'lerde başlayan bütçe dışı fon uygulamaları ile devam eden bütçe açıkları ve cari açık da ilgili dönemde mali ve iktisadi yapı üzerinde baskı kuran unsurlar olmaya devam etmiştir (Cangöz ve Balıbek, 2012: 32). Tüm bunların sonucunda ortaya çıkan ekonomik durum, kısa vadeli çözüm arayışları ve kamu mali yönetiminde ertelenen reformlar ile topluma ve ekonomiye ağır maliyetler yükleyen 2000 ve 2001 krizlerine neden olmuştur (Karagöl, 2010: 10). Yani 2000 öncesi dönemde yaşanan yüksek enflasyon, zayıf bankacılık sektörü, artan kamu borcu (Erkan vd., 2012: 314), bütçe açıkları ve cari açık gibi yapısal reform gerektiren sorunlar 2000'li yılların başında krizler şeklinde ortaya çıkmıştır (Şimşek, 2009: 233).

Türkiye'nin içinde bulunduğu olumsuz mali ve iktisadi koşulların iyileştirilmesi amacıyla 1999 yılında hazırlanan üç yıllık ekonomik programın IMF tarafından desteklenmesi, piyasalarda olumlu gelişmelerin yaşanmasına katkı sağlamıştır. Ancak bu program, Kasım 2000 ve Şubat 2001 krizleri sonrasında yaşanan olumsuz gelişmelere bağlı olarak başarısızlıkla sonuçlanmıştır (Meriç, 2015: 163-164). Kamu kesimi borçlanma gereğinin azaltılmasını ve dengeli bir kamu finansman politikasının yürütülmesini öngören sıkı maliye politikalarını, enflasyon ve reel faizlerin düşürülmesini öngören sıkı para politikalarını ve ekonomik büyüme potansiyelinin artırılmasını amaçlayan bu programın başarısızlıkla sonuçlanması, istikrar programları kapsamında yeni önlemlerin alınmasını zorunlu kılmıştır. Bu kapsamda IMF öncülüğünde ve denetiminde 14-15 Nisan 2001'de iki aşamada açıklanan yeni bir

istikrar programı uygulanmaya konulmuştur (Ay ve Karaçor, 2006: 71). Uygulanan program; bankacılık sektörü ile ilgili tedbirlerin süratle alınarak mali piyasalarda belirsizliğin azaltılmasını, faizlerin düşürülmesini ve döviz kurlarında istikrarın sağlanmasını, yapısal reformların hayata geçirilerek iktisadi etkinliğin arttırılmasını, enflasyonla etkin bir mücadelenin yapılmasını ve büyümenin sürdürülebilir bir yapıya kavuşturulmasını amaçlamıştır. Bu doğrultuda sıkı maliye ve para politikası uygulamaları ile dalgalı kur sistemine geçilmiştir (TCMB, 2003: 13).

Sıkı maliye politikası uygulamaları çerçevesinde kamu borç yükünün azaltılmasını, bankacılık sektörünü rehabilite edilmesini, kamunun mümkün olduğunca küçültülmesini, kamu maliyesi hesaplarının konsolide edilmesini, etkinliğin ve şeffaflığın arttırılmasını başlıca hedef olarak gösteren bu uygulamalar ile kriz belli ölçüde denetim altına alınabilmıştır (Ulusoy, 2009: 131). Kamu mali yönetiminin yeniden yapılandırılmasını ve iktisadi etkinliğin arttırılmasını öngören bu uygulamalara ilaveten Hazine işlemlerini kapsayan geniş kapsamlı reform çalışmalarına gidilmiştir. Bu kapsamda yapılan önemli bir düzenleme, 2002 yılında 4749 sayılı Kamu Finansmanı ve Borç Yönetiminin Düzenlenmesi Hakkındaki Kanun'un kabul edilmesi olmuştur. 4749 sayılı Kanun doğrultusunda çıkartılan Borç ve Risk Yönetiminin Koordinasyonu ve Yürütülmesine İlişkin Esas ve Usuller Hakkında Yönetmelik ile risk analizine dayalı modern ve bilimsel borç yönetimine geçiş sağlanmıştır. Kamu borç yönetiminin idari ve teknik kapasitesini geliştiren yapısal reform niteliğindeki bu düzenlemeler, Türkiye'de risk analizine dayalı borç yönetim stratejisinin uygulanmasını sağlayarak, borçların miktar ve bileşimine yön veren etkin borç yönetim politikalarının oluşturulmasını kolaylaştırmıştır. Bu doğrultuda Türkiye'de 2001-2017 arası dönemde iç ve dış borçların miktar ve bileşimine ilişkin çeşitli göstergeler dikkate alınarak borç yönetiminin fiili boyutu değerlendirilmiştir.

Türkiye'de 2001-2017 Arası Dönemde İç Borç Yönetiminin Fiili Boyutu

Türkiye'de 2000 öncesi dönemde ekonomi ve kamu mali yönetim programlarında uygulanması gereken yapısal reformların hayata geçirilmemesi, siyasi kaygılar ve istikrarsızlıklar nedeniyle alınması gereken önlemlerin alınamaması, Kasım 2000 ve Şubat 2001 krizlerinin yaşanmasını kaçınılmaz kılmıştır. Mali ve ekonomik sistemi tıkanma noktasına getiren ve piyasalarda tedirginliği arttıran bu gelişmeler,

kamu mali yönetiminin ve ekonominin yeniden yapılandırılmasına ilişkin IMF destekli acil önlem paketlerinin yürürlüğe konulmasını hızlandırmıştır. Makroekonomik programların çerçevesini belirleyen önlem paketleri ile birlikte aynı dönemde kamu borç yönetimi alanında yaşanan dönüşüm, 2000 sonrası dönemde kamu borçlarının sürdürülebilirliği üzerindeki baskının azaltılmasında ve kamu borç yönetim göstergelerinin kontrol edilebilir seviyeye getirilmesinde etkili olmuştur.

2000 öncesi dönemde kamu iç borç kompozisyonu; bono, tahvil, Merkez Bankası'ndan sağlanan kısa vadeli avans ve konsolide borçlardan oluşmuştur. Ancak 1997'de konsolide borçların sıfırlanması ve 1998'den itibaren ise kısa vadeli avanslara başvurulmaması nedeniyle 2000 sonrası dönemde kamu iç borç stoku, tahvil ve bono ihracı karşılığında sağlanan borçlardan oluşmuştur.

Tablo 2.12: 2001-2017 Arası Dönemde Kamu İç Borç Stoku/GSYH Oranı ve İç Borçlanma Araçlarının İç Borç Stoku İçindeki Payının Yıllar İtibariyle Gelişimi (Bin TL-%)

Yıllar	Tahvil/İç Borç Stoku (%)	Bono/İç Borç Stoku (%)	Toplam İç Borç Stoku (Bin TL)	GSYH (Bin TL)	Toplam İç Borç Stoku/GSYH (%)
2001	83.60	16.40	122.157.260	245.429.000	49.77
2002	75.30	24.70	149.869.691	359.359.000	41.70
2003	86.93	13.07	194.386.700	468.015.000	41.53
2004	86.51	13.48	224.482.922	577.023.000	38.90
2005	92.72	7.28	244.781.857	673.703.000	36.33
2006	96.18	3.81	251.470.054	789.228.000	31.86
2007	97.60	2.40	255.309.982	880.461.000	28.99
2008	94.91	5.09	274.827.296	994.783.000	27.62
2009	95.74	4.25	330.004.579	999.192.000	33.02
2010	97.30	2.70	352.841.138	1.160.014.000	30.41
2011	100	0	368.778.428	1.394.477.000	26.44
2012	99.04	0.95	386.541.676	1.569.627.000	24.62
2013	100	0	403.006.954	1.809.713.000	22.26
2014	100	0	414.648.523	2.044.466.000	20.28
2015	100	0	440.124.283	2.338.647.000	18.81
2016	99.78	0.22	468.644.329	2.608.526.000	17.96
2017	99.82	0.18	535.448.000	3.106.537.000	17.23

Kaynak: T.C. Cumhurbaşkanlığı Strateji ve Bütçe Başkanlığı, Temel Ekonomik ve Sosyal Göstergeler-Temel Ekonomik Göstergeler; World Bank, World Development Indicators; Hazine ve Maliye Bakanlığı, Ekonomik Göstergeler ve Hazine İstatistik Yıllığı, Kamu Borç Yönetim Verileri.

Türkiye’de 2000 yılında 36.4 milyar TL seviyesinde olan kamu iç borç stokunun GSYH içindeki payı % 21.34 seviyesinde gerçekleşmiştir. Ancak Kasım 2000 ve Şubat 2001 krizlerinin yarattığı olumsuz gelişmeler nedeniyle, borcun miktarı 2001 yılında 122.1 milyar TL seviyesine ve borcun GSYH içindeki payı ise % 49.77’ye çıkmıştır. 2001’den sonra sürekli bir düşüş gösteren kamu borç stokunun GSYH içindeki payı 2008’de % 27.62’ye kadar gerilemiştir. 2008 küresel ekonomik krizin yarattığı etki nedeniyle 2009’da % 33.02 düzeyine çıkan iç borç stoku/GSYH oranı, bu tarihten itibaren düşüş eğilimine geçmiş ve 2017 yılında % 17.23’e kadar gerilemiştir. İç borç stokunu oluşturan iç borçlanma araçlarının gelişimi incelendiğinde, 2000’li yılların ikinci yarısından itibaren kısa vadeli iç borç stokunun toplam iç borç stoku içerisindeki payının azaldığı ve borçlanmanın daha çok orta ve uzun vadeli borçlanma aracı olan tahvil ihraçları ile karşılandığı görülmüştür. Bu anlamda 2000’li yılların başında % 75 düzeyine kadar inen tahvillerin toplam iç borç stoku içindeki payı 2017 yılında % 100’e yaklaşmıştır.

Türkiye’de 2000’li yılların başında önemli bir boyuta ulaşan, iç borçların sürdürülebilirliği üzerindeki baskıyı arttıran ve kamu mali yönetiminde manevra kabiliyetini azaltan faktörler birkaç başlık altında toparlanabilir. Bu anlamda, 1990’lı yılların sonunda devam eden bütçe açıklarının finansmanını sağlamak amacıyla haftalık yüksek maliyetle (Ekzen, 1999: 414) ve ağır koşullarda yapılan borçlanmalar sonucunda kamu vergi gelirlerinin % 70’inden fazlasının sadece iç borç faiz ödemelerine ayrılması iç borç stokunun artışında etkili olmuştur. Finansal krize paralel olarak daralan ekonomik aktiviteler sonucunda vergi gelirlerinin düşmesi (İnan, 2003: 15) ve kamu iç borçlanma araçlarının birincil piyasada en büyük alıcıları pozisyonundaki bankaların likidite sorunuyla karşı karşıya kalmaları da kamu iç borçlanma maliyetini arttırmıştır. Yani vergi gelirlerinin düşmesi sonucunda kamu kesimi borçlanma ihtiyacı artarken, bankaların likidite sıkıntısına düşmeleri ise faizleri yükseltme yönünde bir baskı yapmıştır (Bal ve Özdemir, 2011: 52). Bu süreçte bozulan borçlanma koşullarının yanı sıra Hazine’nin kamu bankalarının görev zararlarını üstlenmesi ve TMSF kapsamına alınan bankaların maliyetini karşılamak amacıyla iç borçlanma araçları ihraç etmesi de iç borç stokunu arttırmıştır (Ulusoy, 2009: 131). Ancak 2001 krizinden sonra IMF destekli istikrar programının uygulanmaya konulması, 2002’de kamu borç yönetim alanında yeniden yapılanmaya gidilmesi, Merkez

Bankası'nın belli bir dönem fiyat istikrarını sağlama konusunda kararlı davranması ve siyasi istikrarın sağlanması, ekonomide risk ve belirsizlikleri azaltmıştır. Sonuç olarak 2008 ekonomik krizin yarattığı etki hariç tutulduğunda, iç borç stoku içerisinde orta ve uzun vadeli borçların payındaki artışla birlikte iç borç stoku/GSYH oranındaki istikrarlı düşüş iç borçları sürdürülebilir kılmıştır.

Kamu borç yönetiminde yeniden yapılanma sonrasında Hazine, kamu borç stokunun maruz kalabileceği riskleri gözeterek maliyetleri azaltmaya odaklanmıştır. Bu amaçla 2003'ten sonra borç ve risk yönetimi ile stratejik ölçüt uygulamasına başlanmış olup, bu kapsamda iç borçlanma vadelerinin 12 ayın üzerine çıkartılması amaçlanmıştır (Aksoy, 2005: 21). Buna ilaveten ilgili dönemde kamu mali yöneticileri ise bütçe disipliniyi sağlayacak kamu kesimi finansman ihtiyacının azaltılmasını ve faizlerin piyasa koşullarında düşürülmesini hedeflemiştir.

Tablo 2.13: 2001-2017 Arası Dönemde İhale Yöntemiyle Satılan DİBS'lerin Ortalama Vade ve Faiz Yapısı

Yıllar	Vade (Gün)	DİBS Ortalama Bileşik Faiz Oranı
2001	185	90.16
2002	297	54.00
2003	359	37.79
2004	419	22.82
2005	773	14.00
2006	845	17.00
2007	1040	16.73
2008	861	18.16
2009	1093	11.54
2010	1428	8.00
2011	1509	8.01
2012	1803	7.88
2013	2061	7.00
2014	1893	8.80
2015	1955	8.86
2016	1921	9.4
2017	1940	9.95

Kaynak: TCMB Piyasa Verileri İstatistikleri, <https://www.tcmb.gov.tr>, (Erişim Tarihi: 17.02.2019).

Türkiye'de 2000 ve 2001 yıllarında ardı ardına yaşanan krizler, borçların bileşimini olumsuz etkilemiştir. Krizin yarattığı olumsuz ekonomik gelişmeler nedeniyle 2000 yılında % 36 olan ortalama bileşik faiz oranı 2001'de % 90 düzeyine çıkarken, 495 gün olan borçlanma vadesi ise 185 güne kadar gerilemiştir. Tablo 2.13

incelendiğinde, kamu mali yönetim alanında gerçekleştirilen reformların, belirsizlikleri azaltarak kamunun uzun vadeli ve düşük faizli borçlanmasına olanak sağladığı görülmüştür. Bu anlamda dönem başında 185 gün olan vadenin dönem sonunda 2000 güne yaklaşması ve % 90 olan faiz oranının % 9 seviyelerine inmesi, Türkiye’de kamu iç borç yönetim politikalarında etkinliğin sağlandığını ve kısa vade ile yüksek faiz kısır döngüsünün kırıldığını göstermiştir.

Borçların bileşimi, iç borç yönetiminde genel eğilimin izlenmesinde önemli bir gösterge olup borç yönetiminde borcun miktarı kadar önemlidir (Kumcu, 2008). Bu anlamda borçlanma vadelerinin uzaması, belirsizlikleri azaltarak ve uygulanan makroekonomik politikaların güvenilirliğini arttırarak, borcun çevirme riskini azaltmakta ve borcun geri ödemesini kolaylaştırmaktadır. Diğer bir ifade ile uzayan vadeler, borç servis sıklığını ve yeni kaynak yaratma zorunluluğunu azaltmakta (Yıldız, 2014: 92) ve ödünç verilebilir fonlar piyasası üzerindeki baskıyı düşürerek borçlanmanın oldukça düşük maliyetle gerçekleştirilmesini sağlamaktadır. Buna karşın kısalan vadeler, belirsizlikleri arttırarak güven krizinin ortaya çıkmasına, ödünç verilebilir fonlar piyasası üzerinde baskı oluşturarak faizlerin yükselmesine ve sonuç olarak finansman ihtiyacının yüksek maliyetle sağlanmasına neden olmaktadır. Böylesi bir süreçte oluşan borçlanma koşulları, iç borç stokunu arttırmakta ve iç borç servis ödemelerini daha da ağırlaştırmaktadır. Bu çerçevede 2000 sonrası dönemde kısa vade ve yüksek faiz sarmalından çıkan Türkiye’nin, borç servis hizmetlerinde ne düzeyde bir başarı elde ettiğinin özeti aşağıda yer alan tabloda verilmiştir.

Tablo 2.14: 2001-2017 Arası Dönemde İç Borç Servisinin GSYH, Konsolide Bütçe Vergi Gelirleri ve Harcamaları İçindeki Payı

Yıllar	Anapara Ödemeleri/ GSYH	Faiz Ödemeleri/ GSYH	Toplam Borç Ödemeleri/ GSYH	Anapara Ödemeleri/ Konsolide Bütçe Vergi Gelirleri	Faiz Ödemeleri/ Konsolide Bütçe Vergi Gelirleri	Anapara Ödemeleri/ Konsolide Bütçe Harc.	Faiz Ödemeleri/ Konsolide Bütçe Harc.
2001	50.46	16.49	66.95	135.9	94.4	65.53	46.18
2002	27.15	12.09	39.24	131.1	78.5	66.70	39.92
2003	24.29	11.24	35.53	125.6	62.5	75.38	37.53
2004	23.13	8.67	31.80	128.1	50.6	84.58	33.42
2005	20.07	5.82	25.89	111.1	33.6	83.21	25.14
2006	15.06	4.89	19.95	81.3	28.6	63.62	22.37
2007	12.96	4.71	17.67	70.1	27.7	52.94	20.89
2008	9.45	4.47	13.92	54.6	27.2	40.22	20.04
2009	9.82	4.67	14.49	56.2	27.7	35.93	17.71
2010	12.20	3.63	15.83	68.7	20.9	48.61	14.76
2011	7.00	2.51	9.51	39.6	14.5	31.70	11.61
2012	5.36	2.59	7.95	30.9	15.1	23.62	11.55
2013	7.07	2.15	9.22	40.7	13.5	32.18	10.70
2014	8.69	1.92	10.61	34.6	12.1	26.93	9.39
2015	2.88	1.70	4.58	17.2	10.9	13.69	8.68
2016	2.43	1.43	3.86	14.3	8.8	11.15	6.83
2017	1.94	1.29	3.23	11.5	8.0	9.05	6.31

Kaynak: T.C. Cumhurbaşkanlığı Strateji ve Bütçe Başkanlığı, Ekonomik ve Sosyal Göstergeler, Kamu Finansmanı Verileri; World Bank, World Development Indicators; Hazine ve Maliye Bakanlığı, Ekonomik Göstergeler ve Hazine İstatistik Yıllığı, Kamu Borç Yönetim Verileri.

Türkiye’de özellikle 1990 sonrası dönemde girilen kısa vade ve yüksek faiz sarmalı, borç servis sıklığını ve yeni kaynak yaratma zorunluluğunu arttırmıştır. Kamu kesimi finansman yapısının kalıcı bir özelliği haline gelen bu yapı, 2000’li yılların başında yaşanan krizlerle ekonomide derin yapısal sorunlara yol açarak iç borç servislerini de arttırmıştır. 2000 yılında % 22.01 olan iç borç servisi/GSYH oranı 2001’ yılında % 66.95’e, % 132 olan borç servisleri/konsolide bütçe vergi gelirleri oranı % 230’a ve % 75 seviyesinde olan iç borç servisleri/konsolide bütçe harcamaları oranı ise % 111 seviyelerine çıkmıştır. Borçların kendisini beslediği bu ekonomik yapıda, konsolide bütçe vergi gelirleri ve harcamalarının tamamından fazlasının borç servislerine ayrıldığı görülmüştür. 2001 yılında yaşanan kriz sonrasında alınan önlemlerle birlikte mali disiplin uygulamaları ve bütçe faiz dışı fazla hedefi gibi örtük mali kural uygulamaları, yukarıda yer alan göstergelerin iyileşmesinde önemli katkılar sağlamıştır. Bu bağlamda 2001 ve 2017 verileri karşılaştırıldığında; % 66.95 seviyesine

ulaşan iç borç servis ödemeleri/GSYH oranı % 3.2'ye, % 230.3 seviyesine ulaşan iç borç servisleri/konsolide bütçe vergi gelirleri oranı % 19.5'e ve % 111.71 seviyesine ulaşan iç borç servis ödemeleri/konsolide bütçe harcamaları oranı ise % 15.36'ya kadar gerilemiştir. Bu dönemde dikkat edilmesi gereken önemli bir husus, iç borç faiz ödemeleri/GSYH oranının % 16 seviyelerinden % 1 düzeyine kadar inmiş ve faiz baskısının gittikçe düşmüş olmasıdır.

Türkiye'de 2001 sonrasında uygulanan başarılı ve etkin borç yönetim politikaları daha uzun vadeli ve düşük faizli borçlanma koşulları yaratarak borç servis sıklığını ve kaynak yaratma zorunluluğunu azaltmıştır. İstikrarlı ve uyumlu politikalar ile borç servislerinin GSYH ve diğer mali göstergeler üzerindeki baskısını azaltan bu gelişmeler, iç borçlanma koşullarını iyileştirmiş ve mevcut borçların geri ödenmesi için yeni finansman kaynaklarına başvurma ihtiyacını düşürmüştür. Söz konusu bu etkinin daha iyi anlaşılması amacıyla aşağıda oluşturulan tabloda iç borç çevirme oranları hesaplanmıştır.

Tablo 2.15: 2001-2017 Arası Dönemde Türkiye'de İç Borç Çevirme Oranının Gelişimi
(Bin TL-%)

Yıllar	İç Borçlanma (Bin TL)	İç Borç Ödemeleri (Bin TL)	İç Borç Çevirme Oranı (%)
2001	209.613.234	164.360.842	127.5
2002	125.303.125	141.059.233	88.8
2003	158.238.383	166.357.352	95.1
2004	163.596.496	183.553.146	89.1
2005	155.520.456	174.491.083	89.1
2006	125.581.080	157.551.600	79.7
2007	118.033.116	155.732.867	75.9
2008	113.547.480	138.546.655	81.9
2009	153.342.617	144.927.361	105.8
2010	164.419.701	183.731.572	89.4
2011	113.561.448	132.668.650	85.5
2012	101.899.259	124.720.675	81.70
2013	144.527.766	167.135.549	86.4
2014	129.429.783	157.047.183	82.4
2015	92.831.036	107.285.740	86.5
2016	92.067.330	100.491.698	91.6
2017	127.248.150	100.660.610	126.4

Kaynak: T.C. Cumhurbaşkanlığı Strateji ve Bütçe Başkanlığı, Ekonomik ve Sosyal Göstergeler; Hazine ve Maliye Bakanlığı, Ekonomik Göstergeler ve Hazine İstatistik Yıllığı, Kamu Borç Yönetim Verileri.

İç borç çevirme oranının % 86 seviyesinde olduğu 2000 yılında 32.4 milyar TL tutarında iç borçlanma yapılırken, 37.5 milyar TL tutarında bir iç borç ödemesi gerçekleştirilmiştir. Ancak ardı ardına yaşanan 2000-2001 krizi sonrasında % 556'lık bir artışla iç borçlanma 32.4 milyar TL'den 209.6 milyar TL'ye, iç borç ödemesi % 343'lük bir artışla 37.5 milyar TL'den 164.3 milyar TL'ye çıkmış ve yaşanan bu gelişmelere paralel olarak iç borç çevirme oranı ise % 86'dan % 127'düzeyine yükselmiştir. 2002'den itibaren devlet, ödediği iç borçlardan daha az miktarda iç borçlanmaya gitmiş ve iç borç çevirme oranı % 100'ün altına inmiştir. Ancak 2008 küresel ekonomik krizin kamu maliyesi üzerinde yarattığı olumsuz etki nedeniyle iç borç çevirme oranı, 2009'da % 105 düzeyine çıkmıştır. 2010'dan itibaren tekrar % 100'ün altına inen iç borç çevirme oranı, 2017 yılında % 126'ya çıkarak 2001'deki seviyesine yaklaşmıştır.

Türkiye'de 2001 krizi sonrasında istikrar programı kapsamında öngörülen ekonomi programlarının kararlılıkla uygulanması, siyasi istikrarın sağlanması, Merkez Bankası'nın belli bir dönem fiyat istikrarını sağlamada kararlı olması (Demir, 2009: 18), 2008 yılına kadar faiz dışı fazlanın kabul edilebilir düzeyde olması ve sonuç olarak bekleyişlerin olumlu yönde değişmesi, iç borç çevirme oranının % 100'ün altına altına kalmasında etkili olmuştur. Ancak son dönemlerde yaşanan küresel ve bölgesel gelişmelerle birlikte mali disiplinden kısmen taviz verilmesi ve Merkez Bankası'nın enflasyonla mücadeledeki kararlılığının belirsiz olması iç borç çevirme oranını yükseltmiştir. Özellikle 2017 yılında gerek referanduma gidilmesi gerekse de ekonomik büyümenin sağlanması için kamu harcamalarının arttırılması ve vergi indirimlerine gidilmesi sonucu bozulan Hazine nakit dengesi, iç borç çevirme oranını tekrar % 100'ün üzerine çıkartmıştır (Eğilmez, 2017). Daha önceki yıllarda iç borç stokunun eritilmesinde önemli bir paya sahip olan özelleştirme gelirlerinin azalması da son dönemlerde iç borçlanmanın iç borç servislerinden fazla gerçekleşmesinde etkili olmuştur.

Türkiye'de 2000 sonrası dönemde istikrarlı ve uyumlu kamu borç yönetim politikaları ile bir yandan kamu borç yönetim göstergeleri iyileştirilirken, diğer yandan kamu borç yönetiminde risk yönetimine odaklanılarak kamu borç portföyünün risklere karşı duyarlılığı azaltılmaya çalışılmıştır. Bu bağlamda 2003 yılından itibaren stratejik ölçüt uygulaması çerçevesinde iç borçlanmanın ağırlıklı sabit faizli enstrümanlarla

yapılarak faiz riskinin azaltılması amaçlanmıştır (Hazine Müsteşarlığı Kamu Borç Yönetim Raporu, 2011: 20). Stratejik ölçüt uygulaması kapsamında iç borç stoku faiz yapısının yıllar itibariyle gelişimi aşağıda yer alan tabloda verilmiştir.

Tablo 2.16: 2003-2017 Arası Dönemde Kamu İç Borç Stokunun Faiz Yapısı (Bin TL-%)

Yıllar	Sabit Faizli İç Borç/Toplam İç Borç (%)	Değişken Faizli İç Borç/Toplam İç Borç (%)	TÜFE'ye Endeksli İç Borç/Toplam İç Borç (%)	Toplam İç Borç Stoku (Bin TL)
2003	43.7	46.8	9.5	194.386.700
2004	51.5	40.3	8.2	224.482.922
2005	45.4	47.1	7.5	244.781.857
2006	48.1	44.8	7.1	251.470.054
2007	50.2	41.0	8.8	255.309.982
2008	51.1	41.0	7.9	274.827.296
2009	47.0	41.6	11.4	330.004.579
2010	49.8	35.2	15.0	352.841.138
2011	52.2	30.4	17.4	368.778.428
2012	52.2	28.0	19.7	386.541.676
2013	52.6	23.5	23.9	403.006.954
2014	56.6	19.0	24.4	414.648.523
2015	58.3	19.1	22.6	440.124.283
2016	59.5	17.7	22.8	468.644.329
2017	65.1	12.6	22.3	535.448.000

Kaynak: Hazine ve Maliye Bakanlığı, Kamu Finansman İstatistikleri, Merkezi Yönetim Borç İstatistikleri

Tablo 2.16 incelendiğinde, uygulanan stratejik ölçütler çerçevesinde iç borçlanmada sabit faizli ve enflasyona endeksli iç borçların toplam iç borç stoku içindeki payının arttığı, buna karşın değişken faizli enstrümanların iç borç stoku içindeki payının azaldığı görülmüştür. 2003 yılında % 43.7 olan sabit faizli iç borçların toplam iç borç stoku içindeki payı 2017'de % 65.1'e yükselirken, aynı dönemde % 46.8 seviyesinde olan değişken faizli iç borçların toplam iç borç stoku içindeki payı ise % 12.6'ye düşmüştür. Toplam iç borç stoku içerisinde enflasyona endeksli borçların payında da bir artış yaşanmış ve dönem başında % 9.5 olan bu oran, dönem sonunda % 22.3 seviyesine çıkmıştır.

Borç sepetinde sabit faizli borçların düşük veya değişken faizli borçların yüksek olması durumunda öngörülmeleyen faiz artışları, faiz riskini doğurarak borç servis maliyetlerini yükseltmektedir. Ancak yükümlülüklerin daha çok sabit faizli olması, borç portföyünün faiz riskine karşı duyarlılığını azaltarak borç yönetiminde risk yönetim fonksiyonunun etkinliğini arttırabilmektedir. Bu anlamda 2003 sonrası dönemde

uygulanan stratejik ölçütler çerçevesinde iç borçlanma daha çok sabit faizli enstrümanlarla yapılarak borç portföyünün faize karşı duyarlılığı azaltılmıştır. İncelenen dönemde tasarruf sahiplerinin kamu borçlanma araçlarına olan talebini arttırmak, yatırımcılara güven vermek ve kamunun fon kaynaklarına ulaşmasını kolaylaştırmak amacıyla enflasyona endeksli iç borçlanma araçlarının da önemli oranda arttığı görülmüştür.

Kamu iç borç yönetiminde risk yönetiminin etkinliğinin artırılması amacıyla stratejik ölçütler kapsamında 2003'ten itibaren gidilen bir diğer düzenleme ise iç borç stoku içerisinde TL cinsinden borç stokunun artırılması, döviz ve dövize endeksli borçların payının düşürülmesi olmuştur. Burada kamu borç yöneticileri, iç borç sepetinde TL cinsinden borçların payını arttırarak, borç portföyünün kur riskine karşı duyarlılığını azaltmayı amaçlamışlardır.

Tablo 2.17: 2003-2017 Arası Dönemde Kamu İç Borç Stokunun Döviz Yapısı (Bin TL-%)

Yıllar	TL Cinsinden İç Borç/Toplam İç Borç (%)	Döviz ve Dövize Endeksli İç Borç/Toplam İç Borç (%)	Toplam İç Borç Stoku (Bin TL)
2003	78.1	21.9	194.386.700
2004	82.4	17.6	224.482.922
2005	84.5	15.5	244.781.857
2006	86.2	13.8	251.470.054
2007	89.7	10.3	255.309.982
2008	91.6	8.4	274.827.296
2009	94.8	5.2	330.004.579
2010	98.4	1.6	352.841.138
2011	99.0	1.0	368.778.428
2012	100	0	386.541.676
2013	100	0	403.006.954
2014	100	0	414.648.523
2015	100	0	440.124.283
2016	100	0	468.644.329
2017	100	0	535.448.000

Kaynak: Hazine ve Maliye Bakanlığı, Ekonomik Göstergeler ve Hazine İstatistik Yıllığı, Kamu Borç Yönetim Verileri.

Tablo 2.17 incelendiğinde, 2003 yılında % 21.9 olan döviz ve dövize endeksli iç borçların, iç borç sepeti içindeki payında yıllar itibariyle istikrarlı bir düşüşün sağlandığı ve 2012'den itibaren iç borçlanmanın sadece TL cinsinden yapıldığı görülmüştür. Kamu iç borç stokunun döviz yapısında önemli iyileşmelerin sağlandığı böylesi bir yapıda iç borç stoku tamamıyla kur riskinden korunmuştur.

Türkiye’de 2001-2017 Arası Dönemde Kamu Dış Borç Yönetiminin Fiili Boyutu

Türkiye’de 2000’li yılların başında yaşanan krizler bir yandan kısa vadeli yabancı sermaye çıkışı tetiklerken, diğer yandan cari işlemler dengesi üzerinde baskıların oluşmasına neden olmuştur (Demir, 2009: 94-95). Artan sermaye çıkışı ve bozulan dış ticaret dengesi, krizleri tetikleyen ve daha da derinleştiren unsurlar olmakla birlikte (Engin, 2007: 57) bu dönemde dış borçlanmanın temel belirleyicileri olmuştur. Nitekim 2000 krizi nedeniyle Kasım ayında 5.2 milyar Dolarlık (Boratav, 2002) ve Şubat 2000 krizi nedeniyle de 13.9 milyar Dolarlık bir net sermaye çıkışı olmuştur (Celasun, 2002: 19). Bu dönemde sermaye hareketlerinin yarattığı olumsuz etkileri gidermek için IMF’den 2000 yılının Aralık ayında 2.9 milyar Dolar ve 2001 yılında 10.2 milyar dolar tutarında dış kaynak sağlanmıştır (Adıyaman, 2006: 29). 2002’den itibaren ekonominin toparlanma sürecine girmesi ve güven bunalımının kalkması dış kaynak kullanımını arttırmıştır. Ancak dış kaynak kullanımı artmasına rağmen 2002’den itibaren siyasi istikrarın sağlanması, uygulamaya konulan mali disiplin, yapısal reformlar ve özelleştirme politikalarının kararlılıkla uygulanması (Karagöl, 2010: 3 belirli bir döneme kadar dış borç göstergelerinin iyileşmesine önemli katkılar sağlamıştır.

Tablo 2.18: 2001-2017 Arası Dönemde Dış Borç Stoku/GSYH ve Dış Borç Stokunun Vade Yapısı (Milyon Dolar-%)

Yıllar	Kısa Vadeli Stok (Milyon Dolar)	Uzun Vadeli Stok (Milyon Dolar)	Toplam Stok (Milyon Dolar)	Toplam Stok/GSYH (%)	Kısa Vadeli Stok/Toplam Stok (%)	Uzun Vadeli Stok/Toplam Stok (%)
2001	16.403	97.189	113.592	56.5	14.44	85.56
2002	16.424	113.178	129.601	54.8	12.67	87.33
2003	23.003	121.160	144.173	45.9	15.96	84.04
2004	32.203	128.951	161.154	40.0	19.98	80.01
2005	38.914	131.861	170.775	34.2	22.78	77.21
2006	42.852	165.150	208.002	38.0	20.60	79.40
2007	43.142	206.783	249.925	36.9	17.26	82.74
2008	52.512	228.323	280.835	36.2	18.70	81.30
2009	48.977	219.807	268.784	41.6	18.22	81.78
2010	77.232	214.486	291.718	37.8	26.47	73.53
2011	83.107	222.221	305.328	36.7	27.21	72.78
2012	102.439	239.517	341.956	39.3	29.95	70.04
2013	133.273	258.997	392.270	41.3	33.97	66.02
2014	135.138	270.167	405.305	43.4	33.34	66.65
2015	105.364	294.351	399.715	46.4	26.35	73.64
2016	101.428	307.286	408.704	47.4	24.82	75.18
2017	117.854	336.430	454.284	53.4	25.94	74.05

Kaynak: Hazine ve Maliye Bakanlığı, Ekonomik Göstergeler ve Hazine İstatistik Yıllığı, Kamu Borç Yönetim Verileri.

Tablo 2.18’de yer alan toplam dış borç stokunun vade yapısına bakıldığında, söz konusu dönemin başından 2010 yılına kadar dış borç stokunun önemli bir kısmının uzun vadeli borçlardan oluştuğu, ancak 2010’dan itibaren toplam borç stoku içerisinde kısa vadeli borçlarda bir artışın yaşandığı görülmüştür. İncelenen dönemde kısa vadeli borçların toplam borç stoku içindeki payı % 14.44’ten % 25.94’de yükselirken, uzun vadeli borçların toplam stok içindeki payı % 85.56’dan % 74.05’e gerilemiştir. Aynı dönemde toplam dış borç stoku/GSYH oranının gelişimi incelendiğinde, 2001 yılında % 56 seviyesinde gerçekleşen bu oranın 2008 yılına kadar düşüş eğilimine geçtiği, ancak küresel ekonomik kriz nedeniyle 2009’da tekrar arttığı gözlemlenmiştir. 2009’da % 41.6’ya çıkan dış borç stoku/GSYH oranı izleyen yıllarda bir miktar düşse de 2012’den itibaren sonra sürekli olarak artmış ve 2017 yılında % 53.4 düzeyine çıkmıştır.

Toplam dış borç yükü ve vade rasyosu bakımından dönem analizi yapıldığında; krizlerden sonra gidilen yapısal reformlar, sağlanan mali disiplin, girilen yüksek ekonomik büyüme süreci, döviz kurlarında yakalanan istikrarlı yapı, kredibilitenin

artması ve bir bütün olarak yaşanan ekonomik gelişmeler kamu dış borç stokunun GSYH içindeki payını azaltmıştır (Karatay Göğül, 2016: 306). 2008 krizinin yarattığı olumsuz etki hariç tutulduğunda, dış borç yükünde sürekli artış 2011'den sonra başlamış ve 2017'de % 50'nin üzerine çıkmıştır. Bu gelişme sonucunda borç yükü açısından 2003'te yüksek borçlu ülke olmaktan çıkan Türkiye, 2017 yılında tekrar yüksek dış borcu olan ülke konumuna gelmiştir. Vade rasyosu dikkate alındığında, 2009 yılına kadar istisnai yıllar olmakla birlikte kısa vadeli dış borçların toplam dış borç stoku içindeki payının % 20'nin altında gerçekleştiği ve bu sebeple borç servis kapasitesinin kabul edilebilir seviyede olduğu görülmüştür. Ancak 2010'dan itibaren kısa vadeli dış borçların toplam dış borç içindeki payının % 20-30 seviyelerine çıkması, borç servis kapasitesini azaltarak dış borç ödeme sorunu ve dış borç sürdürülebilirlik tartışmalarını yeniden başlatmıştır.

Yurtiçi tasarruf yetersizliği, dış piyasalarda borçlanma faiz oranlarının iç piyasalarda borçlanma faiz oranlarından düşük olması, finansal kuruluşların ucuz maliyetli kredi temin edip iç piyasaya daha fazla kredi verme istekleri ve 2011 yılına kadar döviz kurundaki istikrarlı seyir 2000 yılından sonra dış borcun borçlulara göre dağılımını değiştirmiştir.

Tablo 2.19: 2001-2017 Arası Dönemde Türkiye’de Toplam Dış Borç Stokunun Profil Yapısı (Milyon Dolar-%)

Yıllar	Kamu Borç Stoku (Milyon Dolar)	TCMB Borç Stoku (Milyon Dolar)	Özel Sektör Borç Stoku (Milyon Dolar)	Toplam Borç Stoku (Milyon Dolar)	Kamu/Toplam Borç Stoku (%)	TCMB/Toplam Borç Stoku (%)	Özel Sektör/Toplam Borç Stoku (%)
2001	47.129	24.351	42.112	113.592	41.48	21.43	37.07
2002	64.533	22.003	43.006	129.601	49.79	16.97	33.18
2003	70.448	23.373	48.956	144.173	48.86	16.21	33.95
2004	75.668	21.410	64.076	161.154	46.95	13.28	39.76
2005	70.411	15.425	84.939	170.775	41.23	9.03	49.73
2006	71.587	15.678	120.737	208.002	34.41	7.53	58.04
2007	73.525	15.801	160.599	249.925	29.41	6.32	64.25
2008	78.334	14.066	188.435	280.835	27.89	5.00	67.09
2009	83.513	13.162	172.109	268.784	31.07	4.89	64.03
2010	89.109	11.565	191.044	291.718	30.54	3.96	65.48
2011	95.830	9.334	200.164	305.328	31.38	3.05	65.55
2012	106.307	7.088	228.561	341.956	31.08	2.07	66.83
2013	118.936	5.234	268.100	392.270	30.31	1.33	68.34
2014	121.268	2.484	281.553	405.305	29.92	0.61	69.51
2015	116.638	1.327	281.750	399.715	29.18	0.33	70.48
2016	123.267	821	284.617	408.704	30.16	0.20	69.63
2017	136.443	666	317.175	454.284	30.03	0.14	69.81

Kaynak: Hazine ve Maliye Bakanlığı, Ekonomik Göstergeler ve Hazine İstatistik Yıllığı, Kamu Borç Yönetim Verileri

2000 yılında toplam dış borç stoku içerisinde kamunun payı % 42.2, TCMB’nin payı % 11.8 ve özel sektörün payı ise % 45.9 olarak gerçekleşmiştir. 2000 yılına ilişkin sayısal veriler 2001 yılına ait verilerle kıyaslandığında, kamunun payında dikkat çeken bir değişikliğin yaşanmadığı, TCMB’nin dış borç yükünde önemli bir artışın ve özel sektör dış borç yükünde ise kayda değer bir düşüşün gerçekleştiği görülmüştür. Dönem başında TCMB’nin dış borç yükündeki artış, kriz nedeniyle eriyen döviz rezervlerinin arttırılması amacıyla alınan dış kredilerden kaynaklanırken, özel sektörün dış borç yükündeki azalış ise dış finansman kaynaklarında yaşanan daralmadan kaynaklanmıştır. Dış borcun borçlulara göre dağılımının yer aldığı Tablo 2.19’da görüldüğü üzere 2004 yılına kadar toplam dış borç stoku içerisinde kamu kesimi daha yüksek bir paya sahipken, 2005’ten itibaren toplam dış borç stoku içerisinde özel sektörün payı daha yüksek olmuştur. 2001-2017 verileri kıyaslandığında, toplam dış borç stoku içerisinde kamu kesimi payının % 41.48’den % 30.03’e, TCMB’nin payının % 21.43’ten % 0.14’e indiği, buna karşın özel sektör dış borç yükünün ise % 37.07’den % 69.81’e çıktığı görülmüştür.

Türkiye’de 2000 sonrası dönemde Merkez Bankası’nın belli bir dönem fiyat istikrarını sağlamadaki kararlılığı, yaşanan sermaye bolluğu, IMF’den sağlanan krediler ve düşük tutulan döviz kurları, özel kesimi dışarıdan düşük faizle kredi teminine yöneltmiştir (Karagöl, 2010: 14). Kuşkusuz böylesi bir süreç, yatırımların finansmanı için kredi arayan reel sektör için de dış borçlanmayı çekici bir alternatif olarak ön plana çıkarmıştır (Demir, 2009: 128). Bu anlamda Türkiye’de 2000 sonrası dönemde yapılan özelleştirmeler, büyük yatırımlar ve kamu-özel sektör ortaklık projeleri için gerekli kaynağın bir kısmının dışarıdan temin edilmesi de özel sektör dış borçlarının artışında belirleyici olmuştur. Ayrıca kamu kesiminin bu dönemde aşırı borçlanmaya gitmemesi ve dolayısıyla uluslararası piyasaların kabul ettiği kredi limitlerinin dolmaması da özel sektör borçlanmasını kolaylaştırmıştır. Ancak kısa vadeli özel sektör dış borcundaki artış, son dönemlerde döviz kurlarında yaşanan dalgalanmalar, ekonomik büyümenin düşük seviyede seyretmesi ve yatırımların kârlılığındaki düşüş; döviz açık pozisyonu, kur riski ve dış borçların çevrilememesi tartışmalarını gündeme getirmiştir.

Dış borçların borçlulara göre dağılımının değiştiği 2000 sonrası dönemde, toplam dış borçların vade yapısı da değişmiştir. Bu anlamda dış borçların vade yapısındaki değişimin kamu kaynaklı veya özel sektör kaynaklı olup olmadığının anlaşılması amacıyla aşağıda oluşturulan tabloda 2000 sonrası döneme ilişkin kamu kesimi dış borç yapısı gösterilmiştir.

Tablo 2.20: 2001-2017 Arası Dönemde Türkiye’de Kamu Dış Borç Stokunun Profil Yapısı (Milyon Dolar)

Yıllar	Kısa Vadeli Stok (Milyon Dolar)	Uzun Vadeli Stok (Milyon Dolar)	Toplam Stok (Milyon Dolar)	Toplam Stok/GSYH (%)	Kısa Vadeli Stok/Toplam Stok (%)	Uzun Vadeli Stok/Toplam Stok (%)
2001	1.019	46.110	47.129	23.44	2.16	97.84
2002	915	63.618	64.533	27.30	1.41	98.58
2003	1.341	69.503	70.844	22.57	1.89	98.10
2004	1.840	73.828	75.668	19.02	2.43	97.56
2005	2.133	68.278	70.411	14.08	3.02	96.97
2006	1.750	69.837	71.587	13.06	2.44	97.55
2007	2.163	71.362	73.525	10.85	2.94	97.05
2008	3.248	75.086	78.334	10.07	4.14	95.85
2009	3.598	79.915	83.513	12.90	4.30	95.69
2010	4.290	84.819	89.109	11.53	4.81	95.18
2011	8.566	87.266	95.830	11.52	8.93	91.06
2012	13.324	92.983	106.307	12.20	12.53	87.46
2013	20.596	98.340	118.936	12.51	17.31	82.68
2014	21.447	99.821	121.268	12.97	17.68	82.31
2015	18.064	98.574	116.638	13.53	15.48	84.51
2016	19.720	103.547	123.267	14.28	16.00	84.00
2017	22.111	114.332	136.443	16.03	16.20	83.79

Kaynak: Hazine ve Maliye Bakanlığı, Ekonomik Göstergeler ve Hazine İstatistik Yıllığı, Kamu Borç Yönetim Verileri

2000 yılında % 18.42 seviyesinde gerçekleşen kamu dış borç stoku/GSYH oranı, yaşanan krizlerin etkisi ile 2001 yılında % 23.44 düzeyine çıkmıştır. Tablo 2.20’deki kamu sektörü dış borç yapısının gelişimine bakıldığında, dönem başında 47.1 milyar Dolar seviyesinde olan dış borç stokunun, dönem sonunda 136.4 milyar Dolar düzeyine çıktığı görülmüştür. Kamu dış borç stokunda yaşanan artışa rağmen kamu dış borç stoku/GSYH oranı dönem boyunca kontrol edilebilir düzeyde kalmıştır. 2001 yılında % 23.44 olan bu oran, 2007-2008 yıllarında % 10 seviyelerine kadar gerilemiştir. 2011’den itibaren sürekli bir artış trendine giren kamu dış borç stoku/GSYH oranı 2017 yılında % 16.03 seviyesinde gerçekleşmiştir. Kamu kesimi dış borçların vade yapısı incelendiğinde 2000 sonrası dönemde bir bozulmanın olduğu ve kısa vadeli dış borçların toplam dış borç stoku içerisindeki payının sürekli olarak arttığı gözlemlenmiştir. Bu anlamda 2001’de % 2.16 olan kısa vadeli kamu dış borç stokunun toplam kamu dış borç stoku içindeki payı 2017’de % 16.20 seviyesine çıkarken, aynı dönem için % 97.84 seviyesinde olan uzun vadeli kamu dış borcun toplam kamu dış borç stoku içindeki payı ise % 83.79 seviyesine gerilemiştir. Borçlanmada yaşanan bu gelişme, kamu kesimi dış borç servis kapasitesini kısmen de olsa azaltmıştır.

Tablo 2.18’de yer alan toplam dış borç stokunun vade yapısı ile Tablo 2.20’de yer alan kamu kesimi dış borç stokunun vade yapısı karşılaştırıldığında; kısa vadeli dış borç stokunun toplam dış borç stoku içindeki payının 2017 yılında % 26 seviyesinde, buna karşın kısa vadeli kamu kesimi dış borç stokunun toplam kamu kesimi dış borç stoku içindeki payının ise % 16 seviyesinde olduğu görülmüştür. Toplam dış borç stokunun vade yapısı ile kamu kesimi dış borç stokunun vade yapısı arasında oluşan bu fark, 2000 sonrası dönemde artan özel sektör dış borçlarından kaynaklanmıştır.

Dış borç yönetim fonksiyonunun etkinliği, dış borç servis kapasitesinin sürekli analiz edilmesi ve borç servis kapasitesinin azaldığı dönemlere ihtiyatlı borç yönetim politikaları ile bu kapasitenin artırılmasını gerekli kılmaktadır. Bu gereklilik, iç borçlanmadan farklı olarak dış borçlanmanın yapıldığı dönemlerde ekonomide kaynak artışına, borç geri ödeme döneminde ise kaynak çıkışına yol açmasından ileri gelmektedir (Önder ve Kirmanoğlu, 1995: 20). Dış borçların bu özelliği, iç borçlardan farklı olarak dış borç yükümlülüklerinin tamamının bir arada değerlendirilmesini (Bal, 2001: 96) ve belli bir dönemde dış borcun genel ekonomi üzerinde ne düzeyde bir yük oluşturduğunun analiz edilmesini zorunlu kılmaktadır.

Tablo 2.21: 2001-2017 Arası Dönemde Türkiye’de Dış Borç Servisinin Gelişimi
(Milyon Dolar-%).

Yıllar	Dış Borç Anapara Ödemeleri (Milyon Dolar)	Dış Borç Faiz Ödemeleri (Milyon Dolar)	Toplam Dış Borç Ödemeleri (Milyon Dolar)	Dış Borç Ödemeleri/GSYH (%)	Toplam Dış Borç Stoku/İhracat (%)	Dış Borç Servisi/İhracat (%)	Dış Borç Faiz Ödemeleri/İhracat (%)
2001	17.489	7.134	24.623	12.25	362.51	78.58	22.76
2002	22.450	6.402	28.852	12.20	359.41	80.01	17.75
2003	20.823	6.988	27.811	8.86	305.10	58.15	14.78
2004	23.340	7.148	30.488	7.56	255.12	48.26	11.31
2005	28.769	8.034	36.803	7.36	232.42	50.08	10.93
2006	30.708	9.362	40.070	7.31	243.17	46.84	10.94
2007	37.873	10.812	48.685	7.18	232.98	45.38	10.06
2008	41.881	11.997	53.878	6.93	212.71	40.80	9.08
2009	48.464	10.537	58.997	9.12	263.14	57.73	10.31
2010	47.152	8.733	55.885	7.23	256.15	49.07	7.35
2011	42.462	8.743	51.205	6.15	226.32	37.95	6.48
2012	43.578	9.363	52.941	6.07	224.28	34.72	6.14
2013	46.764	9.593	56.357	5.93	258.40	37.12	6.31
2014	40.016	10.020	50.036	5.35	257.15	31.74	6.35
2015	39.390	9.719	49.109	5.69	277.89	34.14	6.75
2016	63.292	10.378	73.670	8.53	286.74	50.68	7.28
2017	68.920	11.891	80.811	9.49	289.25	51.45	7.57

Kaynak: T.C. Cumhurbaşkanlığı Strateji ve Bütçe Başkanlığı, Ekonomik ve Sosyal Göstergeler-Dış Ticaret ve Ödemeler Dengesi; Hazine ve Maliye Bakanlığı, Ekonomik Göstergeler ve Hazine İstatistik Yıllığı, Kamu Borç Yönetim Verileri.

Tablo 2.21’de yer alan dış borç servis rasyoları incelendiğinde, dış borç servislerinde sürekli bir artışın yaşandığı, 2001’de 24.6 milyar Dolar düzeyinde olan dış borç anapara ve faiz ödemelerinin 2010’da 55.8 milyar Dolar ve 2017’de ise 80.8 milyar Dolar düzeyine çıktığı görülmüştür. Bu dönemde yapılan toplam 820.2 milyar Dolarlık dış borç ödemesinin % 80’i anapara ve % 20’si ise faiz ödemelerinden oluşmuştur. 2001 kriziyle birlikte % 12’nin üzerine çıkan ve sonraki yıllarda yakalanan yüksek ekonomik büyüme rakamları nedeniyle düşüş trendine girip % 5 seviyelerine kadar inen dış borç servisi/GSYH oranı, son dönemlerde yaşanan gelişmelerin etkisiyle tekrar yükselerek 2017 yılında % 9.5 düzeyine çıkmıştır. İncelenen dönemde dış borç servisi/GSYH oranındaki düşüş olumlu bir gelişme olarak değerlendirilmekle birlikte ortalama dış borç servisi/GSYH oranının % 7.8 ve aynı dönem için ortalama ekonomik büyümenin % 5.1 düzeyinde gerçekleşmesi, dış borç servisi açısından dış borç sınırının zorlandığını göstermiştir.

Genel dış borçluluk durumunu, dış borç yönetim politikalarını ve dış borç servis kapasitesinin ölçümünü gösteren diğer göstergeler dikkate alındığında, 2000 sonrası dönemde bir iyileşmenin görüldüğü ve borç servis baskısının önemli oranda azaldığı, ancak Türkiye'nin tamamıyla yüksek dış borçlu ülke olmaktan çıkamadığı görülmüştür. Nitekim incelenen dönemde toplam dış borç stoku/ihracat gelirleri oranı sadece 2004-2014 yılları arasında % 275'in altında gerçekleşmiştir. Benzer şekilde % 18-30 arasında olması gereken dış borç servisi/ihracat gelirleri oranı, dönem içerisinde yüksek bir düşüş göstermesine rağmen, dönem boyunca % 30'un üzerinde seyretmiştir. Bu dönemde yapılan yüksek miktarda borç anapara ödemeleri, ilgili oranın % 30'un altına inmemesinde belirleyici olmuştur. Dış borç faiz servisi/ihracat gelirleri oranı dikkate alındığında, 2002'den itibaren ilgili oranın % 20'nin altına indiği ve istikrarlı bir düşüş göstererek % 6-7 seviyelerine kadar gerilediği görülmüştür. Burada 2000 sonrası dönemde toplam ihracat gelirlerinin yükselmesi ile birlikte kredi notunun iyileşmesi, dış piyasalarda pozitif bir algının oluşması ve sonuç olarak düşük faizli kredi imkânlarının genişlemesi, faiz servisi/ihracat rasyosu açısından Türkiye'nin az borçlu ülke grubuna inmesinde önemli bir katkı sağlamıştır.

2002 yılının Eylül ayında çıkarılan Kamu Borç ve Risk Yönetiminin Koordinasyonu ve Yürütülmesine İlişkin Esas ve Usuller Hakkında Yönetmelik ile finansman ihtiyacının iç ve dış piyasa koşulları ile maliyet unsurunun göz önüne alınarak uygun risk düzeyinde yapılması amaçlanmıştır. Bu kapsamda borç yönetiminde, risk/maliyet hedeflerini ifade eden gösterge ve kriterler niteliğinde stratejik ölçütler belirlenmiş ve stratejik ölçütler uygulaması çerçevesinde borçlanmanın ağırlıklı olarak sabit faizli enstrümanlarla yapılarak borç portföyünün faize karşı duyarlılığı minimum seviyeye çekilmek istenmiştir (Hazine Müsteşarlığı Kamu Borç Yönetim Raporu, 2011: 11). Stratejik ölçüt uygulaması kapsamında kamu dış borç stoku faiz yapısının yıllar itibarıyla gelişimi aşağıda yer alan tabloda verilmiştir.

Tablo 2.22: 2003-2017 Arası Dönemde Kamu Dış Borç Stokunun Faiz Yapısı (Milyon TL-%)

Yıllar	Sabit Faizli Dış Borç/Toplam Dış Borç (%)	Değişken Faizli Dış Borç/Toplam Dış Borç (%)	Toplam Dış Borç Stoku (Milyon Dolar)
2003	60.24	39.76	88.842
2004	59.62	40.38	92.489
2005	63.64	36.35	87.157
2006	69.76	30.24	94.032
2007	74.02	25.97	78.552
2008	72.15	27.84	106.002
2009	72.55	27.45	112.004
2010	74.14	25.85	121.305
2011	76.63	23.36	150.292
2012	79.77	20.23	146.359
2013	81.05	18.95	183.185
2014	83.24	16.76	197.868
2015	84.93	15.07	238.121
2016	86.33	13.67	291.306
2017	87.47	12.53	341.045

Kaynak: Hazine ve Maliye Bakanlığı, Kamu Finansman İstatistikleri, Merkezi Yönetim Borç İstatistikleri

Tablo 2.22 incelendiğinde, stratejik ölçüt uygulamaları çerçevesinde dış borçlanmada sabit faizli borçların, toplam kamu dış borç stoku içindeki payının istikrarlı bir şekilde arttığı görülmüştür. 2003 yılında % 60 seviyesinde olan sabit faizli dış borçların toplam kamu dış borç stoku içindeki payı 2017’de % 87’ye yükselirken, aynı dönemde % 40 gibi yüksek bir seviyede olan değişken faizli dış borçların toplam dış borç stoku içindeki payı ise % 12’lere kadar düşmüştür. Bu anlamda 2003 sonrası dönemde uygulanan stratejik ölçütler çerçevesinde sabit faizli-değişken faizli dış borç hedeflemesi yapılarak, dış borçlanmada faiz riski azaltılmış ve faiz dalgalanmaları karşısında kamunun mevcut faiz yükümlülüklerindeki artış önlenmiştir. Ayrıca sabit faizli borçlanma ile kamunun katlanacağı yükümlülüklerin önceden biliniyor olması, gelecekte yaşanabilecek iktisadi istikrarsızlıklara karşı daha rasyonel politikaların kurgulanmasını ve kamu borç yöneticilerinin daha rasyonel politikalarla pozisyon almalarını sağlamıştır.

Sermaye piyasalarının gelişmiş olduğu ülkelerde finansman ihtiyacı daha çok iç borçlanma ile karşılanırken, sermaye piyasalarının yeterli derinliğe ve etkinliğe ulaşmadığı özellikle gelişmekte olan ülkelerde ise finansman ihtiyacı daha çok dış borçlanma ve genellikle yabancı para cinsinden yapılmaktadır. Ancak ekonominin

finansman ihtiyacını karşılamakta önemli bir kaynak olan dış borçlanma, zaman zaman krizlerin çıkmasına, mevcut krizlerin derinleşmesine ve ülke kalkınmalarının sekteye uğramasına neden olabilmektedir (Yavuz, 2009b: 277). Burada döviz kuru dalgalanmaları ile spekülasyon sermaye hareketlerinden kaynaklı olarak ortaya çıkan kur riski, ülke ekonomisini ani şoklara karşı savunmasız bırakabilmektedir (Cassard ve Folkerts Landau, 1997a: 12). Söz konusu yabancı para cinsinden yapılan borçlanma her zaman bir risk kaynağı oluşturduğundan, dış borç sepeti içerisinde farklı para birimlerinin bulundurulması dış borç yönetiminde etkinliğin sağlanması adına önemli bir strateji olabilmektedir.

Tablo 2.23: 2000-2017 Arası Dönemde Türkiye’de Toplam Dış Borç Stokunun Döviz Yapısı (Milyon Dolar-%)

Yıllar	ABD Doları/ Dış Borç (%)	Euro/ Dış Borç (%)	Japon Yeni/ Dış Borç (%)	SDR/ Dış Borç (%)	TL/ Dış Borç (%)	Diğer/ Dış Borç (%)	Toplam Borç Stoku (Milyon Dolar)
2000	53.48	13.88	6.27	3.52	0.10	22.71	118.601
2001	49.69	30.11	4.55	12.41	0.14	3.06	113.592
2002	46.19	30.50	4.09	17.00	0.11	2.10	129.601
2003	45.11	33.21	3.12	16.65	0.09	1.78	144.173
2004	48.12	33.72	2.12	13.30	1.11	1.60	161.154
2005	53.78	31.67	1.64	8.58	2.94	1.37	170.775
2006	54.34	32.07	1.31	5.17	5.95	1.14	208.002
2007	54.78	34.71	1.16	2.86	5.50	0.97	249.925
2008	54.13	34.73	1.39	3.05	5.86	0.80	280.835
2009	52.32	35.91	1.40	3.51	6.05	0.78	268.784
2010	50.82	34.47	1.68	2.44	9.69	0.87	291.718
2011	53.69	35.97	2.44	1.43	5.58	0.86	305.328
2012	54.32	34.93	2.41	0.69	6.74	0.87	341.956
2013	53.78	36.00	1.81	0.38	6.78	1.23	392.270
2014	56.94	32.36	1.91	0.34	7.12	1.28	405.305
2015	57.77	32.59	2.13	0.33	5.98	1.18	399.715
2016	58.74	31.90	2.12	0.32	5.90	1.00	408.704
2017	57.72	32.74	2.04	0.30	6.15	1.01	454.284

Kaynak: Hazine ve Maliye Bakanlığı, Ekonomik Göstergeler ve Hazine İstatistik Yıllığı, Kamu Borç Yönetim Verileri

Toplam dış borç stoku döviz yapısının yer aldığı Tablo 2.23 incelendiğinde, dönem boyunca toplam dış borç sepeti içerisinde ABD Doları’nın en yüksek paya sahip olduğu, 2001-2004 dönemi hariç tutulduğunda bu oranın sürekli % 50’nin üzerinde seyrettiği görülmüştür. Dönem başında % 13 seviyelerinde olan Euro’nun dış borç sepeti içindeki payı, Euro’ya geçiş ile birlikte 2001 yılından itibaren % 30’un üzerinde gerçekleşmiştir. 2000’li yılların başında % 6 seviyelerinde olan Japon Yeni’nin dış borç

sepeti içindeki payı dönem sonunda % 1-2 seviyelerine kadar gerilemiştir. Benzer şekilde 2000 ve 2001 krizinden sonra IMF kaynaklarının yoğun olarak kullanıldığı, ancak ilerleyen yıllarda SDR'nin toplam dış borç stoku içindeki payının azaldığı ve % 0.3'e kadar gerilediği görülmüştür. Tabloda dikkat edilmesi gereken diğer önemli bir husus, son dönemlerde TL'nin dış borç sepeti içindeki artışı olmuştur.

Son dönemlerde az da olsa TL'ye doğru bir dönüşün yaşanması önemli bir gelişme olarak görülse de Japon Yeni ve IMF kaynaklarının dış borç sepeti içindeki payının azalması döviz kuru risk yönetimi açısından olumsuz bir gelişme olmuştur. Bu bağlamda, 2000-2017 arası dönemde Dolar ve Euro cinsinden borçların toplam borç sepeti içindeki payının ortalama % 85 seviyesinde olması, ekonominin spekülatif sermaye akımlarına ve döviz kuru riskine karşı savunmasız kaldığını göstermiştir.

2.3. OECD ÜLKELERİNDE KAMU BORÇ YÖNETİMİ

1929 krizi sonrasında ekonomik anlamda tarafsız devlet anlayışında yaşanan değişim, devletin iktisadi faaliyetlere daha aktif bir şekilde katılmasına ve devletin genel ekonomik yapı içinde iktisadi, mali ve sosyal işlevleri ile fonksiyonelliğinin giderek artmasına neden olmuş, bu durum da vergi gelirleri üzerinde büyük baskıların oluşmasına sebebiyet vermiştir. Sonuç olarak, birçok ülke ilgili hizmetleri mevcut vergi gelirleri ile finanse edemez duruma düşmüş ve ihtiyaç duyduğu kaynağı kamu borçlanması yoluyla sağlamak zorunda kalmıştır (Demir, 2009: 24). Borçlanmanın olağanüstü bir kamu finansman aracı olma özelliğinin kaybolarak gelişmiş ve gelişmekte olan ülkeler tarafından sürekli başvurulanan bir gelir kaynağına dönüşmesine neden olan bu gelişme (Bülbul, 2003: 123), 1970'li yıllarda yaşanan petrol şoklarının da etkisiyle kamu mali yönetiminde mali disiplin sorunu yaratmıştır.

1980'li yıllara gelindiğinde, dünyada yaşanan küreselleşme eğilimine paralel olarak etkin kamu mali yönetimi, iktisadi istikrarın işleyişi için bir koşul olmuştur. Bu bakımdan kamu borç ve bütçe yönetimi, kamu mali yönetimi kapsamında disipline edilmesi gereken önemli birer konu haline gelmiştir (Golebiowski ve Marchewka-Bartkowiak, 2010: 1). Burada bir yandan bütçe disiplininin sağlanarak borç birikiminin önlenmesi, diğer yandan da kamu borç yönetiminde etkinlik sağlanarak bütçe üzerindeki yükün azaltılması amaçlanmıştır. Bu kapsamda borç yönetiminde birçok hedef konulmakla birlikte kamu finansman ihtiyacının karşılanması, borç servis

maliyetlerinin düşürülmesi, risklerin kabul edilebilir seviyede tutulması ve iç mali piyasaların desteklenmesi temel hedefler olarak belirlenmiştir (Kreiner, 2002: 51).

Belirlenen hedefler, kamu borç yönetiminin idari yapılanmasında değişimi zorunlu kılmış ve borç yönetim ofisi yapılanmasına doğru bir geçişi tetiklemiştir. Ayrıca kamu borç yönetiminin, geleneksel kamu mali yönetimi ve aşırı bürokrasiden uzak tutulması (Tandircioğlu, 2004: 174) ile birlikte borç yönetim işlemlerinin siyaset dışı teknik bir konu olarak konumlandırılması gerekliliği de idari yapılanmadaki değişimi etkilemiştir.

2.3.1. Seçilmiş OECD Ülkelerinde Kamu Borç Yönetiminin İdari Yapısı ve Fiili Boyutu

Kamu borç stokunun yüksek boyutlara ulaşması borç servis ödemelerini, borç portföyü üzerindeki riskleri ve faiz oranları üzerindeki baskıyı arttırmıştır. Bununla birlikte yaşanan ekonomik krizler, kamu borç yönetiminde etkinlik arayışını hızlandırmış ve borç yönetim işlemlerinin etkin borç yönetim politikaları ile yürütülmesi hükümetler için hayati bir önem taşır hale gelmiştir (Akar, 2010: 1).

Kamu borç yönetiminde etkinlik arayışı kapsamında ülkeler; borç yönetiminde verimliliği arttırmak, borç portföyü üzerindeki riskleri minimum seviyede tutmak, modern risk yönetim tekniklerini kullanmak, borç yönetimi üzerindeki siyasi baskıları azaltmak, borç yönetim politikası ile para-maliye politikaları arasındaki ayrıma vurgu yapmak, borç yönetim işlemlerine şeffaflık kazandırmak ve kurumsal yapıyı yeniden belirleyerek borç yönetim birimlerinin sorumluluklarını açığa kavuşturmak amacıyla borç yönetim ofisi yapılanmasına gitmişlerdir (Williams, 2010: 4-5; Akar, 2010). Belirtilen amaçlar doğrultusunda borç yönetim işlemlerine ilişkin finansal kararlar alan ve etkin borç yönetim stratejisi geliştiren seçilmiş OECD ülkelerinin borç yönetimlerinin idari yapılanması ve fiili boyutu değerlendirilmiştir.

2.3.1.1. İsveç

Kamu borç yönetim ofisinin ilk örneği olan İsveç Ulusal Borç Yönetim Ofisi, 1789 yılında kurulmuş ve 200 yıl boyunca parlamentonun kontrolü altında devlet borçlanma faaliyetlerini yürütmüştür. 1989 yılında İsveç Anayasası ve kamu borç

yasasında yapılan değişikliğin ardından parlamento, borçlanma faaliyetlerine ilişkin yetkisini hükümete ve hükümet ise bu yetkiyi aynı şekilde İsveç Ulusal Borç Yönetim Ofisi'ne devretmiştir (United Nations, 2006: 29).

Genel kurul niteliğinde yapılan borç yönetim ofisi, hükümete rapor veren bir genel direktör tarafından yönetilmektedir. Kurul üyelerinin tamamı hükümet tarafından atanmakta ve kurul, biri genel direktör, yedisi ise üye olmak üzere toplam sekiz kişiden oluşmaktadır. Üyelerden dördü İsveç yasama organından, diğerleri ise biri İsveç Maliye Bakanlığının üst yöneticilerinden olmak üzere üç ekonomi profesöründen oluşmaktadır (Magnusson, 1999: 14).

Ofisin temel amacı, para politikasının belirlediği sınırlar dâhilinde borçlanmak ve hükümetin bütçe açığını uzun vadede en düşük maliyetle karşılamaktır. Ofis, yerli ve yabancı para cinsinden borçlanmalar için ayrı ölçüt portföyler oluşturmakta ve ölçütlerden yapılan sapmaları belirlemektedir. Bu yönergeler kapsamında borç ofisi, borç portföyünün vade ve döviz yapısını kontrol ederek piyasa riskini yönetebilmektedir (Cassard ve Folkerts-Landau, 1997b: 14). Para politikasının getirdiği sınırlar dâhilinde borçlanan İsveç Borç Ofisi, borç yönetimiyle ilgili operasyonel kısıtlamalara tabi değildir.

Borç yönetimine odaklı profesyonel bir yapı oluşturma, maliyet ve riskler arasında denge analizi yapma ve borçların nasıl finanse edileceği konularında bağımsız karar veren borç yönetim ofisi (Hörngren, 2014: 7), bütçe yasasını takiben aşağıdaki durumlarda devlet adına borçlanmaktadır (Magnusson, 1999: 10).

- Cari açıkları kapatma ve ulusal bütçeden yapılan diğer harcamaların finansmanını sağlamak.
- Kredi vermek ve kamunun verdiği garantileri belirlenen şekilde yerine getirmek.
- Devlet borçlarını vadesinden önce ödemek, vadesi dolan devlet borçlarının itfasını sağlamak ve borçlanma araçlarını yeniden satın almak.
- Merkez bankasının, döviz rezervlerine ilişkin taleplerini yerine getirmek.

İsveç Borç Ofisi'nin kurumsal yapısı ve fonksiyonlarına bakıldığında, borç yönetim faaliyetlerinin dokuz farklı birim aracılığıyla yürütüldüğü görülmektedir. Finansal istikrar, garantiler, borç yönetimi ve nakit yönetimi birimleri operasyonel faaliyetleri; ekonomik analiz, hukuk müşavirliği, personel işleri, bilgi servisi ve destek

birimleri ise operasyonel birimlerin çalışmalarını destekleyen diğer faaliyetleri yürütmektedir. İlgili tüm birimlerin görev, sorumluluk ve fonksiyonları aşağıdaki tabloda yer almaktadır.

Tablo 2.24: İsveç Ulusal Borç Yönetim Ofisi'nin Yapısı ve Fonksiyonları

Birimler	Görev, Sorumluluk ve Fonksiyonlar
Finansal İstikrar Birimi	Kredi kurumlarına yönelik devlet desteklerinden, finansal istikrara zarar verebilecek faaliyetlerin önlenmesinden ve finansal istikrar fonundan sorumludur.
Garanti ve Finansman Birimi	Garanti ve finansman birimi, garanti ve kredi dairesi ile nükleer atık finansman dairesinden oluşmaktadır. Garanti ve kredi birimi, İsveç Parlamentosu ve hükümet tarafından hem devlet hem de özel kuruluşlar için onaylanan garanti ve kredilerin sağlanması, yönetilmesi ve ilgili finansal risklerin değerlendirilmesinden sorumludur. Nükleer atık finansman birimi ise nükleer atıkların bertaraf edilmesinde gerekli finansmanı sağlamak ve nükleer endüstrinin finansman yükümlülüğünü yerine getirmek ile yükümlüdür.
Borç Yönetim Birimi	Bu birimin en temel amacı, kabul edilebilir risk düzeyinde devletin minimum maliyetle borçlanması sağlamaktır. Geniş anlamda devlet borç yönetiminden sorumlu bu birim, yurtiçi ve yurtdışı bankalara, sigorta şirketlerine, fon sahiplerine ve diğer yatırımcılara devlet borçlanma araçlarını ihraç etmektedir. Yatırımcılarla iyi ilişkiler kurarak geniş bir yatırımcı tabanı oluşturmak ve devletin düşük maliyetle borçlanmasını sağlamakla yükümlü olan birim, AB, OECD, IMF ve Dünya Bankası gibi uluslararası kuruluşlarla da çalışarak tecrübe paylaşımında bulunmaktadır.
Nakit Yönetim Birimi	Nakit yönetim biriminin ana hedefi, etkin nakit yönetimi ile hükümetin mali yönetimine katkıda bulunmak ve hükümetin nakit ödemelerini gerçekleştirmektir. Tüm kamu kurumlarının nakit paralarını bünyesinde toplayan bu birim, ödeme hizmetleri için çerçeve anlaşmaları yapmak, nakit yönetimi için düzenleme talimatları vermek, ödenek ve nakit para sağlamakla yükümlüdür.
Diğer Birimler	Bu birimler, medya, yatırımcılar, kamu otoriteleri ve halkla iletişim kurmak gibi temel görevler üstlenmekte ve tahmini devlet borç servis maliyetleri ve borçların istatistiksel analizini yapmaktadırlar. Öte yandan borç kayıt işlemleri dâhil olmak üzere borç yönetim ofisinin faaliyetleri için yasak işlemleri yürüten bu birimler, riskleri tanımlamak, yönetmek ve risk analizini gerçekleştirmek için kapasite geliştirme sorumluluğunu da üstlenmektedirler.

Kaynak: United Nations, 2006: 30; SNDO, <https://www.riksgalden.se/en/aboutsndo/About-the-Debt-Office/>, (Erişim Tarihi: 08.07.2018).

Etkin ve profesyonel bir yapıya sahip olan İsveç Ulusal Borç Yönetim Ofisi'nin kamu borç yönetiminde ne düzeyde bir performans gösterdiği aşağıda yer alan tabloda gösterilmiştir.

Tablo 2.25: İsveç'te Kamu Borç Yönetiminin Filli Boyutu

Yıllar	Gen. Yön. Borç Stoku/GSYH	Uzun Vadeli Faiz Oranları	Kısa Vadeli Faiz Oranları	Gen. Yön. Faiz Ödemeleri/GSYH
1995	68.37	10.24	8.76	2.34
2000	50.57	5.37	3.95	2.05
2005	48.3	3.38	1.71	0.93
2010	38.64	2.89	0.50	0.24
2015	44.17	0.72	-0.28	-0.10
2017	40.94	0.66	-0.69	-0.16

Kaynak: OECD Statistics, IMF World Economic Outlook.

Çeşitli borç yönetim göstergelerinin yer aldığı Tablo 2.25'e bakıldığında, 1995-2017 arası dönemde İsveç'te borç yönetiminde önemli bir iyileşmenin olduğu ve borç yönetim ofisinin başarılı bir performans gösterdiği görülmüştür. İlgili dönemde genel yönetim borç stoku/GSYH oranındaki düşüş, kamu borçlanmasında kısa ve uzun dönem faiz oranlarını düşürerek borç faiz ödemelerini sıfırın altına kadar indirmiştir. İsveç Ulusal Borç Yönetim Ofisi'nin siyasi etkilere maruz kalmaması, bünyesinde profesyonel ekiplerle çalışan farklı birimler barındırması, para politikası yöneticileri ile eşgüdüm içerisinde çalışması ve ekonomi yönetiminde yer alan diğer kurumlarla tam bir koordinasyon içerisinde olması borç yönetiminde etkinliğin sağlanmasında belirleyici olmuştur.

2.3.1.2. Yeni Zelanda

Kamu borç yönetiminde profesyonelliğin sağlanmasına yönelik olarak 1988 yılında kurulan Yeni Zelanda Borç Yönetim Ofisi, modern anlamda kurulan ilk borç yönetim ofisidir (Wheeler, 2004: 1). Borç yönetim ofisinin kurulmasıyla birlikte borç yönetim politikası, para politikası hedeflerinden ayrılmış ve ülkenin borç yönetim stratejisi, Yeni Zelanda Borç Yönetim Ofisi aracılığıyla uygulanmaya başlanmıştır (Cassard ve Folkerts-Landau, 1997b: 16). Ancak borç yönetim ofisi kurulmadan önce borç yönetim araçlarını para politikası hedefleri doğrultusunda kullanan Merkez Bankası, 1994 tarihli Mali Sorumluluk Yasası çıkarılıncaya kadar borç yönetimine kısmen de olsa müdahale etmeye devam etmiştir (Wheeler, 1996: 6; Currie vd., 2003: 12).

Yeni Zelanda Borç Yönetim Ofisi, Hazine bünyesinde kurulmuş bir birimdir. Ancak ofis, Hazine bünyesinde yapılanmasına rağmen politik alandan bir dereceye

kadar özerk olup danışma kuruluna sahiptir. Hazinesinin kıdemli üyelerinden ve risk yönetimi alanında teorik ve pratik bilgilere sahip uzman kişilerden oluşan kurul yılda dört kez toplanmaktadır. Kurulun rolü, stratejik ve operasyonel risk yönetim konularında denetim ve danışmanlık faaliyetlerini yürütmek ve borç yönetim ofisinin karar alma ve denetleme faaliyetlerine şeffaflık kazandırmaktır. Bu süreçte borç yönetim ofisi başkanı, farklı para birimi karmasından oluşan bir döviz sepeti ve faiz duyarlılığı açısından stratejik ölçütler belirlemektedir. Döviz sepeti ve faiz oranı parametrelerine ilişkin ölçüt ve öneriler, maliye bakanlığının onayını almak zorundadır (Cassard ve Folkerts-Landau, 1997b: 16).

Borç ofisinin amacı, mali stratejiler bağlamında beklenen maliyetleri göz önünde bulundurarak, hükümetin risk hedefleri ile tutarlı düşük riskli bir portföy elde etmek ve yükümlülüklerin vade ve döviz yapısını, varlıkların vade ve döviz yapısıyla eşleştirmektir. Bu doğrultuda borç ofisi, 1996'dan itibaren kamunun döviz cinsinden olan borçlarını azaltma ve kademeli olarak kaldırma stratejisi içerisine girmiştir. Yeni Zelanda Borç Ofisi'nin getirdiği bir diğer strateji ise tüm finansal yükümlülüklerin günlük olarak takip edilmesi ve özel sektör risk yönetim uygulamalarının borç yönetim faaliyetlerine dâhil edilmesi olmuştur (Cassard ve Folkerts-Landau, 1997b: 17). Borç ofisinin borç portföyünü yönetmede risklere daha çok eğilmesi, risklerin maliyetlerden daha öncelikli konumlandırılmasından kaynaklanmaktadır.

Yeni Zelanda Borç Yönetim Ofisi'nin yapısı, özel sektör finansal kuruluşlarının ön, orta ve arka ofis şeklinde yapılanmasının bir sonucudur. Bunlar; portföy yönetim ekibi, risk ve teknoloji ekibi ile muhasebe ve işlem ekibi olarak çalışmaktadırlar.

Tablo 2.26: Yeni Zelanda Borç Yönetim Ofisi'nin Yapısı ve Fonksiyonları

Birimler	Görev, Sorumluluk ve Fonksiyonlar
Portföy Yönetim Ekibi	Portföy yönetim ekibi, borç ofisinin ve devletin tüm borçlanma işlemlerini yürütmekte, yerel para birimi cinsinden devletin yatırım portföyünü ve nakit ihtiyaçlarını yönetmektedir. Rezerv bankasının döviz müdahalesi için gerekli finansmanı sağlayan bu birim, kamu borçlanma araçlarına yatırım yapmayı teşvik etmektedir. Sermaye piyasası hakkında diğer kamu kurumlarına çeşitli tavsiyelerde bulunan portföy yönetim ekibi, yatırımcı ve derecelendirme kuruluşları ile ilişkilerin yürütülmesi sorumluluğunu da üstlenmektedir.
Risk ve Teknoloji Ekibi	Bu birim, risk yönetim çerçevesinin sürekli geliştirilmesi ve iyileştirilmesi için tavsiyelerde bulunmaktadır. Borç yönetim ofisinin performansını ölçme sorumluluğuna sahip risk ekibi, kamu borç portföyünü onaylanan politikalarla yönetmek için risk ölçüm ve uygulamaların izlenmesi faaliyetlerini yürütmektedir. Bununla birlikte bilgi teknoloji sistemlerinin korunması ve geliştirilmesi işlemleri de bu birimin faaliyetleri kapsamında yer almaktadır.
Muhasebe ve İşlem Ekibi	Kamu borçlanma işlemlerine ilişkin muhasebe faaliyetlerini yürüten bu birim, kamunun borç ve kredilerinin hesaplanması, borç servis tahminlerinin hazırlanması ve borç servis ödemelerinin zamanında yapılmasından sorumludur. Ancak muhasebe işlemlerine ilişkin kayıt ve hesaplamalarda, güvenlik ihlalleri ve hataların olmaması elzemdir.

Kaynak: United Nations, 2006: 28-29

Alanında uzmanlaşmış üç farklı birim ile mali strateji ve riskten kaçınma kriterleri dâhilinde kamu borcunun uzun vadeli yönetimine odaklanan Yeni Zelanda Ulusal Borç Yönetim Ofisi'nin başarı performansı aşağıda yer alan tabloda gösterilmiştir.

Tablo 2.27: Yeni Zelanda'da Kamu Borç Yönetiminin Filli Boyutu

Yıllar	Gen. Yön. Borç Stoku/GSYH	Uzun Vadeli Faiz Oranları	Kısa Vadeli Faiz Oranları	Gen. Yön. Faiz Ödemeleri/GSYH
1995	37.70	7.78	9.00	3.03
2000	26.01	6.85	6.25	1.45
2005	18.02	5.88	7.12	0.67
2010	26.01	5.60	3.00	0.82
2015	28.42	3.42	3.24	0.79
2017	26.42	2.99	1.95	0.63

Kaynak: OECD Statistics, IMF World Economic Outlook.

Yeni Zelanda'da dönem boyunca genel yönetim borç stoku/GSYH oranı ile faiz ödemeleri/GSYH oranı düşük düzeyde kalırken, kamu borçlanmasında uzun ve kısa vadeli faiz oranlarının 2000'li yılların ortalarına kadar yüksek düzeyde kaldığı gözlemlenmiştir. Bu anlamda genel yönetim borç stoku/GSYH oranının düşük düzeyde kalmasında, maliye politikası kurallarını içeren 1994 tarihli Mali Sorumluluk Yasası'nın etkili olduğunu belirtmek mümkündür. Nitekim bu yasa, normal ekonomik koşullar

altında kamu borçlarının ihtiyatlı bir seviyeye (GSYH'nın % 20'si) gelene kadar hükümetin mali fazla vermesini şart koşturmuştur (Tanzi ve Schuknecht, 1997: 405).

Yeni Zelanda Ulusal Borç Yönetim Ofisi, borçlanmada maliyet unsurunu dikkate almakla birlikte borç yönetiminde risk faktörlerine daha çok eğilmiş ve özellikle dış borçların azaltılmasına odaklanmıştır (Bal, 2001: 191). Bu durumda finansman ihtiyacının daha çok iç piyasadan karşılanması faiz oranlarının yüksek kalmasında etkili olmuştur. 2000'li yılların ortalarına kadar faiz oranları yüksek olmasına rağmen faiz ödemeleri/GSYH oranının düşük düzeyde seyretmesi borçlanma kaynaklarının verimli kullanıldığına işaret etmektedir.

2.3.1.3. İrlanda

İrlanda'da Ulusal Hazine Yönetim Ajansı Yasası çıkmadan önce kamu borç yönetim işlemleri maliye bakanlığı ve merkez bankası tarafından yürütülmüştür (United Nations, 2006: 32). Ancak hükümet, 1990 yılında maliye bakanlığının borçlanma ve borç yönetim işlemleri ile merkez bankasının yerel tahvil piyasası işlemlerini, özerk bir borç yönetim kuruluşu olan Ulusal Hazine Yönetim Ajansı'na devretmiştir. Ulusal Hazine Yönetim Ajansı'nın kurulma fikri; kuruluşun politik etkilerden uzaklaşacağı, açıkça belirlenmiş performans hedeflerine sahip olacağı, uzmanlık yoğunluğunun daha iyi risk yönetimi ve daha düşük borçlanma maliyeti ile sonuçlanacağı gerekçesiyle haklı gösterilmiştir. Ajansın temel amacı, düşük riskli orta vadeli bir referans portföyüne atıfta bulunarak yıllık borç servis maliyetlerindeki değişiklikleri de içerecek şekilde kamunun yıllık borçlanma ihtiyacını, referans portföyden daha düşük maliyetle finanse etmektir (Cassard ve Folkerts-Landau, 2000: 33).

İrlanda Ulusal Hazine Yönetim Ajansı Yönetim Kurulu, dokuz üyeden oluşmaktadır. Başkan dâhil olmak üzere altı üye maliye bakanı tarafından atanmaktadır. Ajansın icra kurulu başkanı, maliye ve kamu harcamaları ile reform dairelerinin genel sekreterleri ise ajansın daimi üyeleridir olup resen atanmaktadırlar (National Treasury Management Agency, 2018). Kamunun varlık ve yükümlülüklerini ihtiyatlı bir şekilde yönetmekle mükellef olan ajans, üst düzeyde bir özerkliğe sahip olmayıp maliye bakanlığının belirlediği sınırlar dâhilinde faaliyetlerini yürütmektedir. Ancak İrlanda borç yönetim ofisinde yönetim kurulunun aksine çoğunluğu özel sektör temsilcilerinden

oluşan danışma kurulu, kendisine icra eden konularda ve icra makamının tayini hakkında bakana tavsiyelerde bulunabilmektedir (United Nations, 2006: 32).

İrlanda’da kamu borç yönetim faaliyetleri ‘Fonlama, Borç Yönetimi ve Finans Ofisi’ ile ‘Teknoloji ve Risk Yönetim Ofisi’ olmak üzere iki farklı birim tarafından yerine getirilmektedir. Kamu borç ve risk yönetimine ilişkin temel faaliyetleri yerine getiren ajansın rolü, 2000’den itibaren varlık ve yükümlülük yönetimini de kapsayacak şekilde genişletilmiştir. Bu kapsamda ajans, ulusal emeklilik rezerv fon yönetiminden sorumlu tutulmuştur. Ulusal Hazine Yönetim Ajansı aracılığıyla faaliyet gösteren Ulusal Kalkınma Finans Ajansı, finansal danışmanlık yapmakta ve gerektiğinde büyük kamu yatırım projeleri için Ulusal Hazine Yönetim Ajansı’ndan finansman ve garantiler elde etmektedir. Ayrıca ofis, Konut Finansman Birimi adına da borçlanabilmektedir (United Nations, 2006: 33).

Tablo 2.28: İrlanda’da Kamu Borç Yönetiminin Filli Boyutu

Yıllar	Gen. Yön. Borç Stoku/GSYH	Uzun Vadeli Faiz Oranları	Kısa Vadeli Faiz Oranları	Gen. Yön. Faiz Ödemeleri/GSYH
1995	78.62	8.23	6.24	4.74
2000	36.08	5.48	4.39	1.61
2005	26.07	3.32	2.18	0.85
2010	86.07	5.99	0.81	2.31
2015	77.05	1.1	-0.91	2.36
2017	68.52	0.79	-0.32	1.99

Kaynak: OECD Statistics, IMF World Economic Outlook.

Kamu borç yönetiminin fiili boyutunun yer aldığı Tablo 2.28 incelendiğinde 1995-2005 arası dönemde İrlanda’da borç yönetim göstergelerinde önemli iyileşmelerin olduğu ve Ulusal Hazine Yönetim Ajansı’nın başarılı bir performans gösterdiği görülmüştür. Bu süreçte genel yönetim borç stoku/GSYH oranı % 78’den % 26’ya, uzun vadeli faiz oranları % 8.23’ten % 3.2’ye, kısa vadeli faiz oranları % 6.24’ten % 2.18’e ve genel yönetim faiz ödemelerinin GSYH içindeki payı ise % 4.74’ten % 0.85’e kadar gerilemiştir. 2008 krizinin yarattığı etki borç yönetim göstergelerinde ciddi bozulmalara neden olsa da sonraki yıllarda genel yönetim borç stoku hariç diğer göstergelerin hızlı bir şekilde düzeldiği görülmüştür.

2.3.1.4. Avustralya

Avustralya Finansal Yönetim Ofisi, 1999 yılında borç yönetim faaliyetlerinden sorumlu bir birim olarak hazine bünyesinde kurulmuştur. Bu kurum ile Avustralya, borç yönetimi için kapsamlı bir finansal risk yönetim yaklaşımını benimsemiştir. Hazine bünyesinde kurulan Finansal Yönetim Ofisi; ofisin kendi ödeneklerinin olması, finansal hesaplar ve faaliyet raporları alanında uzman olması ve uzman kadroları bünyesinde barındırması gibi önemli kaynak ve avantajlar elde etmiştir (Currie vd., 2003: 26).

Avustralya Finansal Yönetim Ofisi'nin başkanı, hazine müsteşarlığı tarafından atanır. Böylece ofis hazine müsteşarlığına, hazine müsteşarlığı hükümete, hükümet parlamento ve parlamento ise Avustralya toplumuna karşı sorumludur. Bunun dışında Finansal Yönetim Ofisi'nin danışma kurulu vardır. Bu kurul, Finansal Yönetim Ofisi'nin faaliyetlerini gözetmekte, ayrıca portföy yönetimi ve finansal risk stratejileri hakkında ofise tavsiyelerde bulunmaktadır. Mali piyasa ve kamu politikaları üzerinde deneyime sahip danışma kuruluna hazine müsteşarı başkanlık yapmaktadır (Australian Office of Financial Management, 2018).

Finansal yönetim ofisinin amacı, kabul edilebilir risk düzeyinde kamunun borçlanma maliyetlerini uzun vadede en aza indirmek ve kamu borç geri ödeme işlemlerini zamanında yerine getirmektir (Storkey, 2001: 9). Finansal sistemin verimli çalışmasını sağlamak, etkin bir varlık ve yükümlülük yönetimi gerçekleştirmek de yine ofisin öncelikli amaçları olarak gösterilmektedir (Australian Office of Financial Management 2009-2010 Annual Report, 2010: 7).

Avustralya Finansal Yönetim Ofisi; 'Kaynak Sağlama, Piyasalar ve Strateji Birimi', 'Ticari İşlemler Birimi' ile 'Kurumsal Güvence ve Performans Birimi' olmak üzere temel operasyonel faaliyetleri yürüten üç farklı ofisten oluşmaktadır.

Tablo 2.29: Avustralya’da Borç Yönetim Ofisi’nin Yapısı ve Fonksiyonları

Birimler	Görev, Sorumluluk ve Fonksiyonlar
Kaynak Sağlama, Piyasalar ve Strateji Birimi	Ön büro olarak çalışan bu birim, portföy ve küresel piyasa araştırmalarına ilişkin faaliyetleri ve borçlanma işlemlerini yürütmektedir. Bu faaliyetler ile kamu kesimi borçlanma gereksinimi karşılanmakta ve kamunun günlük nakit dengesi yönetilmektedir.
Ticari İşlemler Birimi	Finans sektöründe arka ofis olarak adlandırılan ve muhasebe hizmetlerini yürüten bu birim, ilgili tüm ödeme yükümlülüklerini yerine getirmektedir. Ayrıca hükümet adına yapılan borçlanma işlemlerinin izlenmesi ve bunlara ilişkin finansal tabloların yayınlanması da bu birimin sorumluluğundadır.
Kurumsal Güvence ve Performans Birimi	Orta ofis olarak yapılan bu birim, kurumsal risk için tamamlayıcı çerçevenin oluşturulması, güvence ve koordinasyon amaçlı hukuksal işlemlerin yürütülmesi ve borç ofisinin yükümlülüklerini yerine getirmesini sağlayacak düzenleyici faaliyetlerin yönetilmesinden sorumludur. Burada temel amaç, yasal ve kurumsal düzenlemeler ve etkin stratejiler ile portföyün riske maruz kalmasını engelleyecek politikalar geliştirmektir.

Kaynak: Australian Office of Financial Management, <https://aofm.gov.au/about/>, (Erişim Tarihi: 08.12.2018).

Avustralya’da borç yönetiminden sorumlu Finansal Yönetim Ofisi, kurulduktan sonra risk ve maliyet azaltma teknikleri üzerinde yoğunlaşmış ve önemli başarılar elde etmiştir. Bu anlamda 1996 yılında % 20 seviyelerinde olan genel yönetim net borç yükü, 2003 yılında %4’ün altına inmiştir. Benzer şekilde aynı dönem içerisinde % 15 düzeyinde olan bonoların GSYH içindeki payı % 7’ye kadar düşmüştür. Bu süreçte borç yükü azalırken, borçlanma vadeleri uzamıştır. İlgili dönemde sıkı maliye politikası kapsamında alınan güçlü mali pozisyon ve faiz dışı bütçe fazlası, borç yönetiminde sağlanan başarıda belirleyici olmuştur (Comley ve Turvey, 2004: 783).

Tablo 2.30: Avustralya’da Kamu Borç Yönetiminin Fiili Boyutu

Yıllar	Gen. Yön. Borç Stoku/GSYH	Uzun Vadeli Faiz Oranları	Kısa Vadeli Faiz Oranları	Gen. Yön. Faiz Ödemeleri/GSYH
1995	31.13	9.21	7.72	1.96
2000	19.56	6.31	6.17	0.75
2005	10.89	5.34	5.64	0.13
2010	20.47	5.37	4.68	0.02
2015	37.79	2.71	2.25	0.25
2017	41.59	2.64	1.74	0.32

Kaynak: OECD Statistics, IMF World Economic Outlook.

Avustralya’da kamu borç yönetiminin gelişiminin yer aldığı Tablo 2.30’a bakıldığında, 1995-2017 döneminde genel yönetim borç yükü hariç, diğer borç yönetim göstergelerinde istikrarlı bir düşüş gözlemlenmiştir. 1995-2005 arası dönemde %

31.13'ten % 10.89'a kadar gerileyen genel yönetim borç yükü, 2008 krizinin etkisi ile tekrar bir yükseliş eğilimine girmiş ve % 41 seviyelerine kadar çıkmıştır.

2.3.1.5. İngiltere

İngiltere'de kamu borç yönetim faaliyetleri 1998 yılına kadar merkez bankası tarafından yürütülmüştür. 1998 yılında kamu borç yönetim ofisinin kurulması ile borç yönetim faaliyetleri, merkez bankasından Borç Yönetim Ofisi'ne devredilmiştir. Hazine bünyesinde kurulan ofis, riskleri göz önünde bulundurarak hükümetin uzun vadede finansman maliyetini en aza indirmek ve nakit akış hareketlerini yönetmekle sorumlu tutulmuştur (UK Debt Management Office, 2018). Hazinesin belirlediği sınırlar dâhilinde operasyonel işlemlerini yürüten ofisin kurulma amacı ise para politikasının borç yönetim politikası üzerindeki baskısını azaltmak ve para politikası ile borç yönetim politikası arasındaki görev dağılımını netleştirmektir (Currie vd., 2002: 10; aktaran, Tandırcıoğlu, 2004: 189). İngiltere'de Borç Yönetim Ofisi maliye bakanına, maliye bakanı ise parlamentoya karşı sorumludur.

Hazine adına borç yönetimi, nakit yönetimi ve risk yönetimi gibi temel operasyonel işlemleri yürüten ofis; sağlam mali yönetimin şeffaflık, tutarlılık, sorumluluk, tarafsızlık ve verimlilik prensiplerini benimsemektedir (UK Debt Management Office Executive Agency Framework Document, 2005: 1). Bu doğrultuda çalışan İngiltere borç yönetim ofisi; şeffaf ve öngörülebilir bir ihraç politikası izlemek, borç portföyünün döviz ve faiz yapısını istenilen düzeyde tutmak, etkin bir borçlanma piyasası oluşturmak ve halkı tasarrufa yönlendirecek ihraç politikaları geliştirmek gibi ilkeleri gözetmektedir (United Kingdom Debt Management Office DMO Annual Review, 2009: 12; aktaran, İsmayılov, 2012: 20).

İngiltere Borç Yönetim Ofisi, borçlanma işlemlerinde etkinliği sağlamak amacıyla stratejik hedefler belirlemiştir. Bu hedefler (UK Debt Management Office Business Plan, 2015: 6);

- Kamu nakit ve kamu borç yönetimi stratejisine ilişkin tavsiyelerde bulunmak, geliştirmek ve uygulamak,
- Kamu bilançosunun yönetimi ile ilgili konularda hazineye tavsiyelerde bulunmak ve operasyonel hizmetler sağlamak,

- Toptan satış piyasasıyla ilgili konularda ve faaliyetler hakkında kamu idarelerine tavsiyelerde bulunmak ve operasyonel hizmetler sağlamak,
- Yatırımcılar için uygun maliyetli hizmetler sağlamak,
- Kamu İşleri Kurulu aracılığıyla yerel yönetim birimlerine uygun maliyetli borç verme hizmeti sağlamak,
- Kamu borç yönetim ofisinin etkin ve uygun maliyetle yönetilmesine ilişkin sorumlulukları yerine getirmek,
- Uygun bir risk ve kontrol çerçevesi geliştirmek ve yönetmek, olarak açıklanmıştır.

İngiltere’de yıllar itibariyle borç yönetiminin fiili boyutuna ilişkin gelişmeler aşağıda yer alan tabloda gösterilmiştir.

Tablo 2.31: İngiltere’de Kamu Borç Yönetiminin Fiili Boyutu

Yıllar	Gen. Yön. Borç Stoku/GSYH	Uzun Vadeli Faiz Oranları	Kısa Vadeli Faiz Oranları	Gen. Yön. Faiz Ödemeleri/GSYH
1995	43.94	8.20	6.61	2.65
2000	37.01	5.33	6.06	2.13
2005	39.85	4.41	4.69	1.74
2010	75.59	3.62	0.69	2.56
2015	88.20	1.90	0.55	2.00
2017	87.02	1.24	0.35	2.39

Kaynak: OECD Statistics, IMF World Economic Outlook.

İngiltere’de kamu borç yönetiminin fiili boyutunun yer aldığı Tablo 2.31 incelendiğinde, kamu borçlanmasında kısa ve uzun vadeli faiz oranlarında dönem boyunca istikrarlı bir düşüş yaşanmıştır. 1995’te % 43.94 düzeyinde olan genel yönetim borç yükü, 2000’de % 37.01’e kadar gerilemiştir. 2005’te % 40 seviyelerine yaklaşan bu oran, 2008 krizi sonrasında sürekli olarak artmış, 2010’da % 75.59’a ve 2017’de ise % 87.02’ye çıkmıştır. Borç faiz servisi yükünde önemli bir değişiklik olmamakla birlikte 2000’li yılların ortalarında % 1.74 olarak gerçekleşen faiz ödemeleri/GSYH oranı, sonraki yıllarda borç yükünde yaşanan artışa paralel olarak tekrar % 2’nin üzerine çıkmıştır.

1992 tarihli Maastricht Kriterleri kapsamında kamu borç yönetimine ilişkin mali kural uygulamalarının başladığı İngiltere’de, ulusal düzeyde borç yönetimine ilişkin mali kural düzenlemeleri 1997’de yapılmış ve çıkarılan Mali İstikrar Kanunu çerçevesinde altın kural ve sürdürülebilir yatırım kuralı hayata geçirilmiştir (Kell, 2001:

3). Altın kural ile sadece sermaye yatırımları için borçlanmaya gidileceği, sürdürülebilir yatırım kuralı kapsamında ise borçlanmanın konjoktüre göre yapılacağı ve kamu net borç stoku/GSYH oranının % 40'ın altında tutulacağı hedeflenmiştir (Emmerson, 2006: 2). Belirlenen hedeflerin, 2000'li yılların ortalarına kadar gerçekleştiği, ancak 2008 krizinden sonra bu hedeflerin tutturulmadığı görülmüştür. Bu anlamda İngiltere'nin 2008-2009 yılları arasında geçici olarak mali kural uygulamalarından vazgeçmesi ve ekonomik krizden çıkıncaya kadar dönemsel kural uygulamasına gitmesi (Lledo vd., 2017: 75) borç yükünün artışı tetikleyen önemli bir unsur olmuştur.

2.3.2. OECD Ülkelerinde Kamu Borç Yönetiminin Fiili Boyutu

Kamu borç yönetiminin fiili boyutu, teknik boyutta borç yönetiminde etkinliğin ölçümünü ifade etmektedir. Bu anlamda kamu borç yükü ve kamu borçlanmasında faiz oranları ise kamu borç yönetiminde fiili boyutu gösteren temel göstergeleri oluşturmaktadır. Kamu borçlarının analizini sağlayabilen bu göstergeler, borç yönetiminin ve hükümetlerin borç yönetiminde başarı performansını göstermektedir. Çalışmanın bu kısmında, genel yönetim borç stoku/GSYH oranı ile iç ve dış borçlanmada kısa ve uzun vadeli faiz oranlarının ortalama değerleri dikkate alınarak OECD ülkelerinde kamu borç yönetiminin fiili boyutu değerlendirilecektir.

Merkezi yönetim, mahalli idareler, sosyal güvenlik kurumu, bütçe dışı fonlar ile döner sermayeli kuruluşlardan oluşan ve ülkelerin kamu borç yükünün karşılaştırılmasında kullanılan genel yönetim borç stoku/GSYH oranının yıllar itibariyle gelişimi, aşağıda oluşturulan tabloda gösterilmiştir.

Tablo 2.32: OECD Ülkelerinde Genel Yönetim Borç Stoku/GSYH Gelişimi (%)

Ülkeler/Yıllar	1995	2000	2005	2010	2015	2017
A.B.D	68	53	65	95	105	107
Almanya	54	58	66	80	71	68
Avustralya	64	19	10	20	37	41
Avusturya	67	65	68	82	84	78
Belçika	130	108	94	99	105	103
Birleşik Krallık	43	37	39	75	88	87
Çek Cumhuriyeti	13	17	27	37	39	34
Danimarka	71	52	37	42	39	36
Estonya	8	5	4	6	10	8
Finlandiya	55	42	39	47	63	61
Fransa	55	58	67	85	95	96
Hollanda	73	51	48	59	64	56
İrlanda	78	36	26	86	77	68
İspanya	63	57	42	60	99	98
İsrail	97	79	88	70	64	60
İsveç	68	50	48	38	44	40
İsviçre	52	54	56	43	43	42
İtalya	116	105	101	115	131	131
İzlanda	58	37	24	87	67	40
Japonya	95	137	176	207	231	236
Kanada	100	80	70	81	90	89
Kore	8	17	26	30	39	39
Letonya	13	12	11	40	34	34
Lüksemburg	8	6	7	19	21	23
Macaristan	84	54	60	80	73	69
Meksika	-	40	38	41	52	54
Norveç	32	28	42	42	33	36
Polonya	48	36	46	53	51	51
Portekiz	58	50	67	96	128	125
Slovakya	21	49	33	40	52	50
Slovenya	16	29	26	38	82	75
Şili	17	13	7	8	17	23
Türkiye	43	51	50	40	31	33
Yeni Zelanda	37	26	18	26	28	26
Yunanistan	98	104	107	146	178	181
Ortalama	56	49	49	63	78	68

Kaynak: OECD Statistics; IMF World Economic Outlook; Chile Ministry of Finance, Public Debt Office; Bank of Israel; Hazine ve Maliye Bakanlığı, Kamu Finansmanı İstatistikleri.

AB ülkeleri için Ekonomik ve Parasal Birliğin aşamaları içerisinde yer alan genel yönetim borç stoku/GSYH oranı, günümüzde uluslararası düzeyde ülkelerin kamu borcunun karşılaştırılmasında önemli bir kriter olarak kabul edilmektedir. Kamu borç yönetiminde bir mali kural olarak da ifade edilebilen bu kritere göre, kamu kesimi borcunun GSYH içindeki payı % 60'ı geçmemelidir.

Tablo 2.32 incelendiğinde, AB'nin sorunlu ülkeleri olarak bilinen PIIGS ülkeleri (Portekiz, İtalya, İrlanda, Yunanistan, İspanya) ve AB'nin diğer ülkeleri olan Avusturya, Belçika, İngiltere, Fransa, Macaristan ve Slovenya en yüksek kamu borcuna sahip ülkeler olmuştur. AB üyesi dışındaki OECD ülkeleri içerisinde ise ABD, Kanada ve Japonya'nın en yüksek kamu borcuna sahip ülkeler olduğu görülmüştür. Avustralya, Danimarka, Hollanda, İsrail, İsveç, İsviçre, İzlanda, Macaristan, Yeni Zelanda ve Türkiye ise incelenen dönem içerisinde kamu borç yükünü önemli oranda azaltmışlardır.

OECD ülkelerinde 2010'dan itibaren genel olarak kamu borç yükünde bir artışın görüldüğü ve bu artışta 2008 krizinin etkili olduğu gözlemlenmiştir. Özellikle OECD ülkelerinin önemli bir kısmını oluşturan sorunlu borç yapılarına sahip AB ülkelerinin varlığı, küresel kriz sonrasında OECD ülkelerinin ortalama borç yükünü artırmıştır. 2000'li yılların başından itibaren bütçelerini sağlam vergi gelirleri ile finanse etmek yerine, Euro şemsiyesi altında düşük faizle borçlanmayı tercih eden AB parasal birlik üyesi OECD ülkeleri, ABD kaynaklı 2008 krizinin AB'ye sıçramasında en temel faktör olmuştur.

Türkiye'de genel yönetim borç yükü, AB tanımlı kamu borç yükü kriteri kapsamında değerlendirildiğinde, 1995'te % 43 seviyesinde olan ve 2001 krizi sonrasına % 70'i aşan bu oranın, 2005'ten itibaren % 60 olan eşik değerin altına indiği ve 2017'de % 30'lara kadar gerilediği görülmüştür. Türkiye'de 2000 sonrası dönemde uygulanan sıkı maliye politikaları ile sağlanan mali disiplin ve kamu borç yönetiminde yeniden yapılanmalar, kamu borcunun kontrol edilebilir seviyeye gelmesinde ve kamu borç yönetiminde arzulanan başarının elde edilmesinde etkili olmuştur.

İç ve dış borçlanmada kısa ve uzun vadeli faiz oranları, borçlanmanın maliyetini belirleyen en temel faktör olup, borçlanmanın düşük maliyet ile gerçekleştirmesi açısından önemli bir performans göstergesi olarak kabul edilmektedir. Bu bağlamda aşağıda oluşturulan tabloda, OECD ülkelerinde 1995-2017 dönemine ilişkin kamu iç ve dış borçlanmasında ortalama faiz oranları verilmiştir.

Tablo 2.33: OECD Ülkelerinde Kamu Borçlanmasında Ortalama Faiz Oranlarının Gelişimi

Ülkeler/Yıllar	1995	2000	2005	2010	2015	2017
A.B.D	6.25	6.24	3.90	1.76	1.18	1.78
Almanya	5.70	4.83	2.77	1.78	0.24	-0.01
Avustralya	8.47	6.25	5.49	5.02	2.48	2.19
Avusturya	5.85	4.97	2.79	2.02	0.36	0.13
Belçika	6.13	4.99	2.81	2.14	0.41	0.20
Birleşik Krallık	7.41	5.70	4.55	2.16	1.23	0.80
Çek Cumhuriyeti	10.92	5.37	2.78	2.60	0.44	0.69
Danimarka	7.24	5.33	2.81	2.09	0.28	0.11
Estonya	-	5.68	2.38	1.57	0.03	0.79
Finlandiya	7.27	4.94	2.77	1.91	0.35	0.11
Fransa	7.06	4.48	2.80	1.96	0.41	0.24
Hollanda	5.64	4.90	2.78	1.90	0.34	0.10
İrlanda	7.24	4.95	2.75	3.40	0.55	0.23
İspanya	10.31	4.96	2.79	2.53	0.86	0.61
İsrail	-	7.26	5.12	3.16	1.10	1.01
İsveç	9.50	4.66	2.55	1.70	0.22	-0.02
İsviçre	3.73	3.55	1.45	0.91	-0.43	-0.40
İtalya	11.33	4.98	2.87	2.42	0.85	0.89
İzlanda	8.33	11.20	9.00	6.44	6.08	4.97
Japonya	2.34	1.01	0.72	0.77	0.26	0.05
Kanada	7.65	5.81	3.44	2.01	1.17	1.42
Kore	13.22	7.81	4.30	3.72	2.04	1.86
Letonya	-	-	3.47	6.17	0.47	0.25
Lüksemburg	6.01	4.96	2.30	1.88	0.17	0.99
Macaristan	32.04	9.97	6.80	6.73	2.46	1.59
Meksika	44.08	16.52	9.52	5.95	4.64	7.18
Norveç	6.45	6.48	2.98	3.02	1.43	1.26
Polonya	25.28	15.33	5.21	4.86	2.22	2.57
Portekiz	13.63	4.99	2.81	3.10	1.20	1.36
Slovakya	9.23	8.99	3.08	2.34	0.34	0.29
Slovenya	-	8.95	3.77	2.20	0.82	0.30
Şili	-	-	4.95	4.03	4.02	3.57
Türkiye	123.89	38.25	16.52	8.54	10.13	11.99
Yeni Zelanda	8.39	6.69	6.94	4.30	3.33	2.47
Yunanistan	16.71	7.00	2.88	4.95	4.82	2.82
Ortalama	14.57	7.51	4.13	3.90	1.76	1.55

Kaynak: OECD Statistics; IMF World Economic Outlook, IMF International Financial Statistics; Central Bank of Chile.

Kamu iç ve dış borçlanmasında kısa ve uzun vadeli faiz oranlarının ortalama değerlerinin yer aldığı Tablo 2.33 incelendiğinde, 1995-2017 arası dönemde borçlanma faiz oranlarının önemli bir düşüş trendine girdiği görülmüştür. Özellikle Çek Cumhuriyeti, İspanya, İtalya, İsveç, Macaristan, Meksika, Polonya, Portekiz, Türkiye ve Yunanistan'da borçlanma faiz oranlarındaki düşüşler daha net bir şekilde gözlemlenmiştir. OECD ülkeleri ortalaması olarak 1995 yılında % 14.57 olan

borçlanma faiz oranı, 2000 yılında % 7.51'e, 2015'te % 1.76'ye ve 2017'de % 1.55'e kadar inmiştir. OECD ülkelerinde kamu borçlanma faiz oranlarının genel görünümüne bakıldığında, en yüksek borçlanma maliyetlerine katlanan veya en yüksek faiz oranları ile borçlanan ülkenin Türkiye olduğu anlaşılmaktadır. 1995'te % 123 seviyelerinde olan ortalama borçlanma faiz oranı, 2000'de % 38.25, 2010'da % 8.54 ve 2017'de % 11.99 olarak gerçekleşmiştir. Türkiye'de kamu mali ve borç yönetim alanlarında yaşanan önemli yenilikler, mali disiplin uygulamalarının gerek kamuoyu tarafından benimsenmesi ve gerekse siyasi iktidar tarafından kararlılıkla uygulanması, ortalama faiz oranlarının % 10 seviyelerinin altına kadar inmesinde belirleyici olmuştur.

OECD ülkelerinde kamu borç yükündeki artışa rağmen borçlanma faiz oranlarındaki düşüş, birkaç nedenle açıklanabilmektedir. Bu süreçte kamu tasarruflarının azalması ve kamu kesimi finansman ihtiyacının artması borçlanmayı besleyen bir unsur olurken, diğer taraftan artan özel kesim tasarruflarındaki yükseliş ise ödünç verilebilir fonları arttırmıştır. Ödünç verilebilir fonlardaki artışın faizleri düşürme yönünde olumlu etkisi ile birlikte gelişmiş OECD ülkelerinde sermaye piyasalarının gelişmesi ve finansal piyasalarda derinleşmenin sağlanması da faizleri düşürerek mali sektörü rahatlamıştır. İncelenen dönem boyunca Euro, Dolar ve Pound cinsinden LIBOR faiz oranındaki istikrarlı düşüşte borçlanma faiz oranlarını aşağı doğru çekmiştir. Nitekim 1995 yılında Dolar cinsinden % 6.23 olan LIBOR faiz oranı, 2005'te % 4.03 ve 2017'de ise % 1.78'e kadar gerilemiştir (Global Rates, 2019). Ayrıca 2008 krizi sonrasında genişletici para politikası uygulamaları sonucunda piyasada artan para hacmi de faizlerin düşüşünde belirleyici olmuştur. Tüm bu gelişmeler, borçlanma maliyetlerini düşürerek kredi talebi ve borçlanma eğilimi arttırmıştır.



ÜÇÜNCÜ BÖLÜM

**KAMU BORÇ YÖNETİMİNDE ETKİNLİĞİN OECD ÜLKELERİNİN
MAKROEKONOMİK PERFORMANSI ÜZERİNDEKİ ETKİSİNE İLİŞKİN
AMPİRİK BİR ANALİZ**

Bu bölümde, öncelikle kamu borç yönetiminde etkinlik kriterlerinin makroekonomik etkilerine ilişkin literatür taraması yapılmıştır. Devamında, araştırma kapsamında kullanılacak değişkenlere ilişkin tanımlamalara ve veri kaynaklarına yer verilmiş, oluşturulan veri setleri ile OECD ülkeleri için 1995-2017 ve 2004-2017 dönemleri baz alınarak kamu borç yönetiminde etkinlik kriterlerinin makroekonomik performans üzerindeki etkisi panel veri analizi ile incelenmiştir. Çalışmada, ampirik analize ilişkin teorik açıklamalar, ampirik analizde kullanılan testler ve elde edilen bulgular bir arada verilmiştir.

3.1. LİTERATÜR TARAMASI

Bir ülkenin en büyük finansal portföyü olan kamu borç portföyü, kamu mali dengesi ve makroekonomik istikrar için risk yaratabilmektedir. Artan borç stoku, borç servis ödemelerinin bütçe giderleri içindeki payını arttırmakta ve kamunun diğer amaçları için kullanılabilir kaynak miktarını azaltmaktadır. Bütçe faiz ödemelerine paralel olarak artan kamu kesimi finansman ihtiyacı, borçlanma faiz oranlarını yükseltebilmektedir. Ekonomilerde borç kısır döngüsüne neden olan bu gelişme, borç yönetiminde etkinlik kaybına yol açtığı ölçüde makroekonomik göstergeleri olumsuz etkilemektedir. Literatürde, kamu borç yönetiminde etkinliğin makroekonomik performans üzerindeki etkisini inceleyen çalışmalar da bu teorik temellere dayandırılarak yapılmıştır.

Kamu borç yönetiminde etkinlik veya diğer bir ifade ile borç yönetim performansı; toplam kamu borcu, toplam kamu dış borcu ve borç faiz ödemelerinin GSYH içindeki payı ve kamu borçlanmasında ortalama faiz oranları ile ölçülmektedir. Kamu borç yönetiminde etkinliğin makroekonomik performans üzerindeki etkisi ise borç yönetim göstergelerinin; büyüme, işsizlik, enflasyon ve bütçe dengesi gibi makroekonomik değişkenler ile olan ilişkisine bakılarak ölçülmektedir.

Literatür araştırmasına bakıldığında, borç yönetim göstergelerinin makroekonomik performans üzerindeki etkisini analiz eden çalışmaların çok sayıda olduğu, panel veri analizi ve zaman serileri analizi ile yapılan çalışmalarda farklı model ve testlerin kullanıldığı görülmektedir. Literatür incelemesi sonuçları; ekonomik büyümenin sağlanması, işsizliğin azaltılması, fiyatlar genel seviyesinde istikrarın sağlanması, bütçe açığının düşürülmesi ve bir bütün olarak iyi bir ekonomik

performansın sağlanması için gelişmiş ve özellikle gelişmekte olan ülkelerde borç yönetim göstergelerinin iyileştirilmesi gerektiğini göstermiştir.

3.1.1. Kamu Borç Yönetimi Etkinlik Kriterleri - Ekonomik Büyüme İlişkisi

Metwally ve Tamaschke (1994), 1975-1992 dönemine ilişkin verileri kullanarak Kuzey Afrika Ülkelerinden Cezayir, Mısır ve Fas'ta borç servis ödemeleri ve ekonomik büyüme ilişkisini incelemişlerdir. En küçük kareler (OLS) yöntemiyle yapılan regresyon analizi sonuçları, artan borç servis ödemelerinin ekonomik büyümeyi olumsuz etkilediğini göstermiştir. Ayrıca ekonomik büyüme potansiyelini azaltan borç servis ödemelerinin, ağır borçlanmalara ve borç kısır döngüsüne neden olduğu da belirtilmiştir.

Chowdhury (1994) tarafından, 1970-1988 dönemi baz alınarak seçilmiş Asya ve Pasifik ülkelerinde (Bangladeş, Endonezya, Malezya, Filipinler, Güney Kore, Sri Lanka, Tayland) dış borç stoku ve ekonomik büyüme arasındaki ilişki, panel veri analizi ile incelenmiştir. Yapılan analiz sonuçlarına göre GSYH'da meydana gelen bir artışın daha yüksek dış borç seviyesine yol açtığı ancak dış borcun, ekonomik büyüme üzerinde olumsuz bir etkisinin olmadığı sonucuna ulaşılmıştır.

Al-Khedair (1996), 1964-1993 dönemini baz alarak G7 ülkelerinde bütçe açığı ve ekonomik büyüme ilişkisini, panel veri analizi ile incelemiştir. Vektör otoregresif modeli (VAR) ile yapılan çalışma sonucuna göre, G7 ülkelerinde bütçe açığının ekonomik büyüme üzerindeki etkisinin pozitif ve anlamlı olduğu tespit edilmiştir.

D'Adda ve Scorcu (1997) tarafından yapılan çalışmada, 1960-1994 dönemi baz alınarak 20 sanayileşmiş ülkede faiz oranları ile ekonomik büyüme ilişkisi, panel veri analizi ile test edilmiştir. Yapılan analizin ampirik bulguları, faiz oranları ve ekonomik büyüme arasında negatif ve anlamlı bir ilişkinin olduğunu göstermiştir.

Taghavi (2000), Almanya, Fransa, İtalya ve İngiltere'nin 1970-1997 dönemini baz alarak Hibrit eşbütünleşme ve VAR analizini kullanarak yapmış olduğu çalışma sonucuna göre borçlanmanın yatırımlar üzerindeki etkisinin anlamlı ve negatif olduğu, ancak büyüme üzerindeki etkisinin net olmadığı tespit edilmiştir.

Karagöl (2002a), 1960-1996 dönemini baz alarak Türkiye'de borç servis ödemeleri ve ekonomik büyüme arasındaki ilişkiyi, zaman serileri analizi ile

araştırmıştır. Eş zamanlı denklem tahmin yöntemi ve OLS yönteminin kullanıldığı analizde borç servis ödemeleri ile ekonomik büyüme arasında çift yönlü bir ilişkinin olduğu ve borç servis ödemelerindeki artışın ekonomik büyümeyi olumsuz etkilediği tespit edilmiştir.

Karagöl (2002b), 1956-1996 dönemini kapsayan verilerle Türkiye’de dış borç servis ödemeleri ile ekonomik büyüme ilişkisini incelemiştir. VAR analizi ve Johansen-Juselious eşbütünleşme analizi ile yapılan çalışma sonucuna göre dış borç servis ödemelerinin, kısa ve uzun vadede ekonomik büyümeyi olumsuz etkilediği tespit edilmiştir. Ayrıca yapılan Granger nedensellik testine göre, borç servis ödemelerinden ekonomik büyümeye doğru tek yönlü bir nedensellik ilişkisi bulunmuştur.

Pattillo vd. (2002), 1969-1998 yıllarını baz alarak 93 gelişmekte olan ülkeye ait verileri kullanarak yapmış oldukları dinamik panel veri analizine göre, dış borçlanma ile kişi başı GSYH artışı arasında negatif bir ilişkinin olduğu, dolayısıyla dış borç stokundaki artışın ekonomik büyüme üzerinde olumsuz etki yarattığı tespit edilmiştir. Dış borcun olumsuz etkisinin ise özellikle dış borç/GSYH oranının % 35-40’lik eşik değerini aşması durumunda ortaya çıktığı belirtilmiştir.

Clements vd. (2003) tarafından, 55 düşük gelirli ülkenin 1970-1999 dönemine ait verileri kullanılarak yapılan çalışmada dış borcun ekonomik büyüme üzerindeki etkisi araştırılmıştır. Yapılan çalışma sonucuna göre, borcun belirli bir eşik değerinin üzerinde olması durumunda borç stoku-büyüme arasında negatif bir ilişkinin ortaya çıktığı belirtilmiştir. İlgili çalışmada borç yatırım ilişkisine bakıldığında ise borç servis ödemelerinin GSYH içindeki payında meydana gelen 1 puanlık artışın, kamu yatırımlarında yaklaşık olarak 0.2 puanlık bir azalışa neden olduğu ve bunun da aynı şekilde ekonomik büyümeyi negatif etkilediği tespit edilmiştir.

Schclarek (2004) tarafından, 1970-2002 dönemine ait 59 gelişmekte olan ve 24 sanayileşmiş ülke verileri kullanılarak yapılan panel veri çalışmasına göre, gelişmekte olan ülkelerde toplam dış borç stokundaki artışın ekonomik büyümeyi olumsuz etkilediği tespit edilmiştir. Gelişmiş ülkeler açısından yapılan analizde ise brüt kamu borcu stoku ile ekonomik büyüme arasında anlamlı bir ilişkinin olmadığına işaret edilmiştir. Düşük dış borç stokunun yüksek büyüme oranı ile ilişkilendirildiği çalışmada

borcun olumsuz etkisinin özel sektör dış borcu nedeniyle değil, kamunun dış borcu nedeniyle gerçekleştiği belirtilmiştir.

Fresbitero (2005), 1977-2002 dönemini baz alarak 152 ülkeye ait dış borç stoku ve ekonomik büyüme ile borç servis maliyetleri ve yatırım ilişkisini dinamik panel regresyon analizi ile test etmiştir. Farklılaştırılmış ve genelleştirilmiş momentler yönteminin (GMM) kullanıldığı çalışmada elde edilen panel regresyon analizi sonuçları, dış borç ve ekonomik büyüme ile borç servis maliyetleri ve yatırımlar arasında negatif bir ilişkinin varlığını desteklemektedir. Genel örnekleme göre negatif ilişkinin düşük gelirli ülkelerde daha güçlü olduğu sonucuna ulaşılmıştır.

Barışık ve Kesikoğlu (2006), 1987:Q1-2003:Q4 dönemini baz alarak yapmış oldukları araştırmada, Türkiye’de bütçe açığı ve ekonomik büyüme ilişkisini incelemişlerdir. Yapılan VAR analizi sonuçlarına göre kısa dönemde bütçe açıklarının ekonomik büyümeyi negatif etkilediği ve uzun vadede ise bütçe açıklarının ekonomik büyüme üzerinde pozitif bir etki yarattığı tespit edilmiştir.

Bose vd. (2007), 1970-1990 dönemine ait verileri kullanarak gelişmekte olan 30 ülkede bütçe açığı ve ekonomik büyüme ilişkisini incelemişlerdir. Farklı harcama değişkenlerinin kullanıldığı çalışmada yapılan panel veri analizi sonuçları; sermaye harcamalarının neden olduğu bütçe açığının ekonomik büyümeyi pozitif etkilediğini, diğer taraftan toplam harcamaların neden olduğu bütçe açığının ise büyümeyi negatif yönde etkilediğini göstermiştir.

Sen vd. (2007), 5 Latin Amerika ülkesi (Venezuela, Kolombiya, Arjantin, Brezilya, Meksika) için 1970-2000 dönemini ve 6 Asya ülkesi (Çin, Hindistan, Endonezya, Filipinler, Güney Kore, Tayland) için ise 1982-2002 dönemini baz alarak dinamik panel veri analizine dayalı GMM yöntemi ve OLS yöntemi ile borç stoku ekonomik büyüme ilişkisini incelemişlerdir. Yapılan analizin ampirik bulguları, borç stokundaki artışın Latin Amerika ve Asya ülkelerinde ekonomik büyüme üzerinde negatif bir etki yarattığını göstermiştir.

Bilginoğlu ve Aysu (2008), Türkiye’de 1968-2005 dönemine ait yıllık verileri kullanarak OLS yöntemiyle yapmış oldukları regresyon analizi sonuçlarına göre, dış borcun ekonomik büyüme üzerindeki etkisinin negatif olduğunu ve dolayısıyla dış borç fazlasının ekonomik büyüme için bir sorun yarattığını tespit etmişlerdir.

Hameed vd. (2008), 1970-2003 dönemine ilişkin verileri kullanarak Pakistan'da dış borç servis ödemelerinin, ekonomik büyüme üzerindeki etkisini araştırmışlardır. Zaman serileri analizine dayanan ampirik çalışmanın bulguları, dış borç servis ödemelerinin istihdam ve sermaye verimliliği üzerinde olumsuz etki yaratarak ekonomik büyümeyi negatif etkilediğini göstermiştir.

Roy ve Berg (2009) tarafından yapılan çalışmada, 1973-2004 dönemine ait veriler baz alınarak ABD'de bütçe açığı ve ekonomik büyüme ilişkisi, zaman serileri analizi ile incelenmiştir. İki aşamalı ve üç aşamalı en küçük kareler tahmin yönteminin kullanıldığı çalışmanın bulguları, bütçe açığındaki artışların ekonomik büyümeyi yavaşlattığını göstermiştir.

Çiçek vd. (2010), Türkiye'de 1990:Q1-2009:Q3 dönemine ilişkin verileri kullanarak, iç ve dış borçlanma ile ekonomik büyüme arasındaki ilişkiyi, yapısal kırılmalı test ve regresyon analizi yardımıyla incelemişlerdir. Elde edilen sonuçlara göre iç borç stokundaki artışın GSYH'da pozitif bir etki yarattığı, ancak dış borç stokunda meydana gelen bir artışın GSYH'yı negatif yönde etkilediği sonucuna varılmıştır.

Malik vd. (2010) çalışmalarında, zaman serileri analizini kullanarak Pakistan'da 1972-2005 dönemi için dış borç, borç servis ödemeleri ve ekonomik büyüme ilişkisini araştırmışlardır. OLS yönteminin kullanıldığı araştırma sonuçları, dış borç ve borç servis ödemelerinin ekonomik büyüme ile negatif bir ilişki içinde olduğunu ve artan dış borç stoku ve borç servis ödemelerinin ekonomik büyümede düşüşe yol açtığını göstermiştir.

Misztal (2010), AB'ye üye ülkelerin 2000-2010 dönemine ilişkin kamu borcu ve ekonomi büyüme verilerini kullanarak bu iki değişken arasındaki ilişkiyi, panel veri analizi ile test etmiştir. VAR analizinin kullanıldığı çalışmada, kamu borç stoku ve ekonomik büyüme arasında negatif bir ilişkinin olduğu tespit edilmiştir. Bu ülkelerde kamu borç stokunda meydana gelen % 1'lik bir artış, ortalama olarak GSYH'yı % 0.3 oranında düşürmüştür.

Caner vd. (2010) tarafından, 1980-2008 dönemine ilişkin 101 ülkeye ait (75 gelişmekte olan ülke ve 26 gelişmiş ülke) genel yönetim borcu ve reel GSYH büyüme verileri kullanılarak bu iki değişken arasındaki ilişki, panel veri analizi ile incelenmiştir. Eşik değer regresyon modeli ve OLS yönteminin kullanıldığı çalışmada, genel yönetim

borç stoku/GSYH eşik seviyesi temel örneklem için % 77 ve gelişmekte olan ülke örneklemini için ise % 64 olarak tahmin edilmiştir. Temel örneklemede genel yönetim borç stoku/GSYH için tahmin edilen eşik değerin üzerindeki % 1 puanlık artış, yıllık reel büyümede 0.017 düzeyinde bir düşüşe yol açmıştır. Gelişmekte olan ülke örnekleminde ise genel yönetim borç stoku/GSYH eşik seviyesi üzerinde meydana gelen % 1'lik artış, reel GSYH'da 0.02'lik bir kayıp ile sonuçlanmıştır.

Adak (2010), 1972-2006 dönemine ilişkin yıllık verileri kullanarak yaptığı çalışmada, Türkiye'de bütçe açığının ekonomik büyüme üzerindeki etkisini zaman serileri analizi ile test etmiştir. OLS yöntemi ile yapılan analiz sonuçlarına göre yıllık bütçe açıklarının, söz konusu o yılın ekonomik büyümesi üzerinde olumsuz etki yarattığı sonucuna ulaşılmıştır.

Rainhart ve Rogoff (2010) tarafından, 1790-2009 dönemi baz alınarak 20 gelişmiş OECD ülkesi için basit korelasyon istatistikleri aracılığıyla yapılan çalışma ile kamu borcu ve ekonomik büyüme ilişkisi incelenmiştir. Yapılan çalışmadan elde edilen bulgulara göre kamu borç stoku/GSYH oranının % 90 ve üzerine çıktığı durumda ekonomik büyümenin düşük düzeyde kaldığı tespit edilmiştir.

Checherita-Westphal ve Rother (2011), 1970-2011 yıllarını baz alarak 12 Avrupa Birliği ülkesinde (Avusturya, Belçika, Finlandiya, Fransa, Almanya, Yunanistan, İrlanda, İtalya, Lüksemburg, Hollanda, Portekiz ve İspanya) sabit etkiler modeli ile kamu borcunun kişi başı GSYH, dolayısıyla ekonomik büyümeye olan etkisini analiz etmişlerdir. Ekonomik büyümenin bağımlı değişken olarak kullanıldığı analiz sonucuna göre kamu borç stoku/GSYH oranındaki artışın, ekonomik büyümeyi negatif yönde etkilediği tespit edilmiştir.

Çöğür ve Çoban (2011) yapmış oldukları çalışmada, Türkiye ekonomisine ait 1980-2009 yılları arası veriler kullanılarak OLS yöntemiyle regresyon analizi yapılmıştır. Reel GSYH'nın bağımlı değişken olarak yer aldığı analiz sonuçlarına göre, Türkiye'de dış borçların ekonomik büyüme üzerinde negatif bir etkiye sahip olduğu sonucuna varılmıştır.

Cecchetti vd., (2011), 1980-2010 dönemini baz alarak 18 OECD ülkesinde kamu, finansal olmayan kurumsal şirketler ve hane halkı borcu ile ekonomik büyüme arasındaki ilişkiyi, panel regresyon analizi ile test etmişlerdir. Yapılan analiz sonucuna

göre belli bir seviyeyi geçen borçların, ekonomik büyüme üzerinde negatif etki yarattığı tespit edilmiştir. Borç stoku/GSYH eşik seviyesi kamu için % 85, kurumsal şirketler için % 90 ve hane halkı için % 85 olarak belirtilmiştir.

Taylor vd. (2012) tarafından ABD’de 1960-2010 dönemi baz alınarak yapılan çalışmada, mali açık ve büyüme ilişkisi incelenmiştir. Yapılan VAR analizi sonuçlarına göre mali açıklar ile ekonomik büyüme arasında güçlü bir pozitif ilişkinin olduğu, artan mali açıkların ekonomik büyümeyi olumlu etkilediği sonucuna varılmıştır.

Mohanty (2012), 1970-2012 dönemine ilişkin verileri kullanarak Hindistan’da mali açık ve ekonomik büyüme ilişkisini incelemiştir. Johansen eşbütünleşme ve vektör hata düzeltme modelinin (VECM) kullanıldığı çalışma sonuçları, bütçe açığı ve ekonomik büyüme arasında negatif ve anlamlı bir ilişkinin olduğu tespit edilmiştir.

Fatima vd. (2012), 1978-2009 dönemine ait verileri kullanarak Pakistan’da bütçe açığı ve ekonomik büyüme arasındaki ilişkiyi incelemiştir. Zaman serileri analizi ile yapılan çalışmada kullanılan OLS yönteminin sonuçları, bütçe açığının ekonomik büyüme üzerindeki etkisinin negatif olduğunu göstermiştir.

Baum vd. (2012), Euro Bölgesi’ndeki 12 ülke için 1990-2010 dönemine ait verileri kullanarak kamu borcunun, ekonomik büyüme üzerindeki etkisini araştırmışlardır. Dinamik panel veri analizinin kullanıldığı çalışmada elde edilen ampirik sonuçlar, kamu borç stoku/GSYH oranında meydana gelen artışın kısa vadede ekonomik büyüme üzerinde olumlu etki yarattığını, ancak kamu borç stoku/GSYH oranının % 95 ve üzerine çıktığı durumda ekonomik büyümenin olumsuz etkilendiğini göstermiştir.

Ribeiro vd. (2012) tarafından, 2000:Q1-2011:Q3 dönemine ilişkin 13 Avrupa ülkesi verileri kullanılarak yapılan çoklu doğrusal regresyon modeli ile 43 çeyrek dönem ampirik olarak incelenmiştir. Yapılan ampirik analiz sonucuna göre, İsveç, Almanya, Macaristan ve Portekiz’de kamu borcunun ekonomik büyümeyi olumlu etkilediği, Belçika ve Estonya’da ise kamu borcunun ekonomik büyümeyi olumsuz etkilediği sonucuna varılmıştır. İlgili çalışmada kamu ve özel sektör borç ayırımına gidildiğinde, özel sektöre ait borçların kamu borcuna göre ülke ekonomileri üzerinde daha fazla olumlu etki yarattığı tespit edilmiştir.

Kumar ve Woo (2010), gelişmiş ve gelişmekte olan 38 ülkeye ait 1970-2007 verilerini panel regresyon analizi ile test etmiş ve borç stoku/GSYH oranındaki % 10'luk bir artışın, kişi başı reel GSYH büyümesini yaklaşık 0.2 puan düşürdüğü, yanı sıra bu düşüşün gelişmiş ülkelerde nispeten daha düşük (0.15) olduğu sonucuna varmışlardır.

Anaripour (2011) tarafından yapılan çalışmada, 2004-2010 yılları arası 6 aylık veriler kullanılarak gelişmiş ve gelişmekte olan 22 ülkede faiz oranı ile ekonomik büyüme arasındaki ilişki incelenmiştir. Panel veri analizi ile yapılan araştırmanın sonuçlarına göre faiz oranı ile ekonomik büyüme arasında negatif bir ilişkinin olduğu tespit edilmiştir.

Shah ve Pervin (2012), 1974-2010 dönemini baz alarak Bangladeş'te uzun ve kısa vadede dış borç servis ödemelerinin ekonomik büyüme üzerindeki etkisini araştırmışlardır. Zaman serileri analizi ile dış borç göstergeleri ve ekonomik büyüme ilişkisinin incelendiği bu çalışmada, dış borç servis ödemelerinin kısa ve uzun vadede ekonomik büyümeyi negatif etkilediği tespit edilmiştir.

Muinga (2012), 1970-2010 dönemine ait verileri OLS yöntemi ile analiz ederek Kenya'da borç faiz ödemeleri ile ekonomik büyüme arasındaki ilişkiyi açıklamıştır. Yapılan analiz sonuçları, dış borç faiz ödemelerinin ekonomik büyüme üzerinde negatif bir etki yarattığını göstermiştir.

Simic ve Mustra (2012), 1990-2010 dönemini baz alarak Rusya dahil olmak üzere Ortadoğu ve Güneydoğu Avrupa'dan toplam 18 ülkede kamu borcu ve ekonomik büyüme arasındaki ilişkiyi incelemişlerdir. Dinamik panel veri analizinin kullanıldığı çalışma sonuçları, kamu borçları ile ekonomik büyüme arasında istatistiksel olarak anlamlı bir ilişkinin varlığına işaret etmiş ve ekonomik büyümenin, yüksek borçluluk düzeyinde tehlikeye gireceğini göstermiştir.

Shabbir (2013), gelişmekte olan 70 ülkenin 1976-2011 yılları arası verilerini kullanarak dış borç stoku, dış borç servis ödemeleri ve ekonomik büyüme ilişkisini, panel veri analizi ile test etmiştir. Yapılan araştırmanın bulguları, artan borç stokunun borç servis ödemelerini arttırdığını, bunun mali gelirleri eriterek ekonomik büyümeyi negatif etkilediğini göstermiştir. Dış borç servis ödemeleri ile ekonomik büyüme

arasında ters yönlü bir ilişkinin bulunduğu çalışmada, dış borç servis ödemelerinde meydana gelen % 10'luk bir artışın, kişi başı GSMH'yı % 5.2 azalttığı tespit edilmiştir.

Calderon ve Fuentes (2013) tarafından yapılan çalışmada, 1970-2010 dönemi için 136 ülkede kamu borcu ve ekonomik büyüme ilişkisi, panel regresyon analizi ile test edilmiştir. Yapılan çalışmanın ampirik bulguları, kamu borcunun ekonomik büyüme üzerinde olumsuz etki yarattığını göstermiştir.

Chudik vd. (2013) tarafından, 1965-2010 yılları arasında Avrupa, Ortadoğu ve Kuzey Afrika, Kuzey Amerika, Asya Pasifik, Latin Amerika ve Afrika'nın diğer ülkeleri içinden seçilmiş toplam 40 ülkeye ait veriler baz alınarak yapılan panel veri analizi ile borç-ekonomik büyüme ilişkisi incelenmiştir. Yapılan analiz sonucuna göre, kamu borcunun ekonomik büyüme üzerinde uzun vadede olumsuz etki yarattığı tespit edilmiştir.

Afonso ve Jalles (2013), gelişmiş ve gelişmekte olan 155 ülkenin 1970-2008 dönemine ilişkin büyüme ve kamu borçları verilerini kullanarak bu değişkenler arasındaki ilişkiyi incelemişlerdir. Panel veri analizine dayanan çalışmada GMM ve OLS yöntemleri kullanılmıştır. Araştırmanın sonucunda elde edilen bulgular, kamu borç stoku/GSYH oranında meydana gelen artışın ekonomik büyümeye zarar verdiğini göstermiştir.

Ejigayehu (2013) tarafından, en fakir ve aynı zamanda çok borçlu 8 Afrika ülkesine ait 1991-2010 arası veriler kullanılarak dış borçların ekonomik büyüme üzerindeki etkisi panel veri analizi ile test edilmiştir. Yapılan analiz sonucuna bakıldığında, dış borcun ekonomik büyümeyi negatif etkilediği tespit edilmiştir.

Hye ve Wizarat (2013) yaptıkları çalışmada, 1971-2007 dönemine ait yıllık verileri kullanarak Pakistan'da reel faiz oranları ile ekonomik büyüme ilişkisini araştırmışlardır. ARDL yöntemi ile yapılan çalışmanın ampirik bulguları, faiz oranının ekonomik büyüme üzerindeki etkisinin anlamlı ve negatif olduğunu göstermiştir.

Afonso ve Alves (2014), 1970-2012 dönemine ilişkin yıllık ve 5 yıllık ortalama büyüme oranlarını baz alarak 14 Avrupa ülkesi için borç-ekonomik büyüme ilişkisini incelemişlerdir. Panel veri analizinin kullanıldığı çalışma sonucuna göre, borcun kısa ve uzun dönemde ekonomik büyüme üzerinde olumsuz bir etki yarattığı belirtilmiştir.

Bal ve Rath (2014), 1980-2012 dönemine ilişkin veriler ile Hindistan’da kamu borcunun ekonomik büyüme üzerindeki etkisini; VAR analizi, ARDL tahmin yöntemi ve VECM yardımıyla incelemişlerdir. Yapılan çalışmanın ampirik bulgularından elde edilen sonuçlar, merkezi yönetim borçları ve borç servis maliyetlerinin kısa ve uzun vadede ekonomik büyümeyi olumsuz etkilediğini göstermiştir.

Zouhaier ve Fatma (2014) tarafından, 1990-2011 dönemine ilişkin veriler kullanılarak gelişmekte olan 19 ülkede toplam borç stoku, dış borç stoku ve ekonomik büyüme ilişkisi, dinamik panel veri analizi ile incelenmiştir. Arellano-Bond dinamik panel veri tahmincisi modelinin kullanıldığı çalışmanın ampirik bulguları, toplam borç stoku ve dış borç stokunun incelenen ülkelerde ekonomik büyüme üzerinde negatif bir etki yarattığını göstermiştir.

Hidayat ve Suman (2014), Endonezya’da 33 eyaletin 2005-2012 dönemine ait verilerini kullanarak faiz oranı ve ekonomik büyüme ilişkisini, panel veri analizi ile incelemişlerdir. Yapılan analiz sonucunda elde edilen bulgular, faiz oranlarının ekonomik büyüme ile negatif bir ilişki içinde olduğunu göstermiş ve faiz oranlarındaki düşüşlerin yatırımları ve ekonomik büyümeyi arttıracakları belirtilmiştir.

Gomez-Puig ve Sosvilla-Rivero (2015) tarafından, 1980-2013 dönemine ait veriler kullanılarak Euro Bölgesi içerisinde bulunan 11 ülkede (Yunanistan, İrlanda, İtalya, Portekiz, İspanya, Almanya, Fransa, Hollanda, Belçika, Finlandiya, Avusturya) kamu borcu ve ekonomik büyüme ilişkisi, panel veri analizi yardımıyla incelenmiştir. Çalışmanın ampirik bulgularına göre, kamu borç stoku/GSYH oranının eşik değerin üzerine çıkması durumunda borçlanmanın, ekonomik büyümeyi olumsuz etkilediği tespit edilmiştir.

Spilioti (2015), 1981-2014 dönemine ait verileri baz alarak Euro Bölgesi içerisinde bulunan 14 ülkede, kamu borcu ile GSYH büyümesi arasındaki ilişkiyi panel veri analizi yardımıyla test etmiştir. Analiz sonuçları, borçların ekonomik büyüme üzerindeki etkisinin olumlu ve aralarındaki ilişkinin ise istatistiksel olarak anlamlı olduğunu göstermiştir.

Siddique vd.(2015), 1970-2007 dönemini baz alarak aşırı borçlu yoksul 40 ülke (HIPC) verileri ile uzun ve kısa vadede dış borç ve ekonomik büyüme ilişkisini

incelemişlerdir. Panel veri analizinin kullanıldığı çalışma sonuçları, kısa ve uzun vadede dış borcun ekonomik büyüme üzerinde negatif bir etki yarattığını göstermiştir.

Miynat ve Bostan (2015), 24 gelişmiş ülke ekonomisinin 1985-2012 dönemine ait kamu borcu ve ekonomik büyüme verilerini kullanarak bu değişkenler arasındaki ilişkiyi dengesiz panel yöntemiyle analiz etmişlerdir. Yapılan analiz sonucuna göre kamu borç stoku/GSYH ile ekonomik büyüme arasında negatif ve istatistiksel olarak anlamlı bir ilişki tespit edilmiştir.

Semuel ve Nurina (2015), Haziran 2005-Aralık 2013 dönemine ait aylık veriler ile yaptıkları çalışmada Endonezya'da faiz oranlarının ekonomik büyüme üzerindeki etkisini, zaman serileri analizi ile araştırmışlardır. Kısmi en küçük kareler regresyon yönteminin kullanıldığı çalışmanın sonuçlarına göre faiz oranları ile ekonomik büyüme arasında negatif ve anlamlı bir ilişkinin varlığı tespit edilmiştir.

Babalola vd. (2015), yaptıkları çalışmada 1981-2014 dönemine ilişkin faiz oranı ve büyüme verilerini kullanarak Nijerya'da bu iki değişken arasındaki ilişkiyi OLS yöntemi ve Johansen eşbütünleşme testi ile analiz etmişlerdir. Yapılan çalışma sonucunda elde edilen bulgular, faiz oranları ile ekonomik büyüme arasında negatif bir ilişkinin olduğunu ve artan faiz oranlarının ekonomik büyümeyi olumsuz etkilediğini göstermiştir.

Puente-Ajovin ve Sanso-Navarro (2015) tarafından, 1980-2009 yıllarına ait veriler kullanılarak 16 OECD ülkesinde kamu borç stoku ve ekonomik büyüme ilişkisi incelenmiştir. Panel veri analizinin kullanıldığı çalışmada yapılan Granger nedensellik testi, kamu borcunun ekonomik büyümenin Granger nedeni olmadığını, ancak büyümeden borca doğru bir nedensellik ilişkisinin olduğunu göstermiştir.

Swamy (2015) tarafından, 1960-2009 dönemi baz alınarak gelişmiş ve gelişmekte olan 122 ülkede borç ve büyüme arasındaki ilişki, panel regresyon analizi ve etki-tepki fonksiyonları ile test edilmiştir. Yapılan çalışmanın ampirik bulgularına göre, genel olarak kamu borcu ile ekonomik büyüme arasında negatif bir ilişkinin olduğu sonucuna ulaşılmıştır.

M R ve Gayithri (2016) tarafından yapılan çalışmada, 1980-2012 dönemine ilişkin yıllık veriler kullanılarak Hindistan'da bütçe açığının ekonomik büyüme üzerindeki etkisi, zaman serileri analizi ile test edilmiştir. VECM yardımıyla yapılan

çalışmanın ampirik bulguları, bütçe açığının ekonomik büyümeyi olumsuz etkilediğini göstermiştir.

Çetin ve Aksoy (2016) yaptıkları çalışmada, 2000-2011 dönemine ait yıllık veriler ile OECD ve yükselen piyasa ekonomileri olmak üzere toplam 34 ülkede faiz oranları ve ekonomik büyüme ilişkisini incelemişlerdir. Panel veri analizi ile yapılan araştırma sonuçlarına göre; yükselen piyasa ekonomilerinde faiz oranları ile ekonomik büyüme arasındaki ilişkinin negatif, OECD ülkelerinde faiz oranları ve ekonomik büyüme arasındaki ilişkinin pozitif olduğu tespit edilmiştir.

Hayaloğlu vd. (2017), yaptıkları çalışmada 2000-2015 dönemi için 12 AB ülkesinde kamu borçlanmasının ekonomik büyüme üzerindeki etkisini, panel veri analizi yöntemini kullanarak incelemişlerdir. Araştırma bulguları, kamu borçlanması ile ekonomik büyüme arasında pozitif yönlü bir ilişkinin olduğunu, ancak kamu borcunun belirli bir eşik seviyesini geçtikten sonra artan borcun ekonomik büyümeyi negatif etkilediğini göstermiştir.

Chen vd. (2017) çalışmalarında, gelişmiş ve gelişmekte olan 65 ülkeye ait 1991-2014 dönemine ilişkin verileri kullanarak yatırım ve kamu borçları ile ekonomik büyüme ilişkisini incelemişlerdir. Panel regresyon analizi ile yapılan araştırmanın bulguları, kamu borç stokunun belirli bir eşik seviyesine ulaştığında, borcun ekonomik büyüme üzerindeki pozitif etkisinin negatife dönüştüğünü göstermiştir.

Maiga (2017) tarafından yapılan çalışmada, 1990-2013 dönemine ait veriler kullanılarak Nijerya'da faiz oranı ve ekonomik büyüme ilişkisi zaman serileri analizi ile incelenmiştir. OLS yöntemi ile yapılan çalışmanın sonuçları, faiz oranlarının ekonomik büyüme üzerindeki etkisinin düşük olduğunu ancak ekonomik büyümenin, faiz oranlarının düşürülmesi ile gerçekleştirilebileceğini göstermiştir.

Afiq ve Hamza (2017) tarafından yapılan çalışmada, 2006-2015 dönemi baz alınarak 20 Asya ülkesinde faiz oranlarının ekonomik büyüme üzerindeki etkisi, panel regresyon analizi ile incelenmiştir. Faiz oranlarının bağımsız değişken olarak kullanıldığı araştırmanın ampirik sonuçları, faiz oranının ekonomik büyüme üzerindeki etkisinin negatif ve anlamlı olduğunu göstermiştir.

Şanlı vd. (2018), 1960-2010 dönemine ilişkin verileri kullanarak 15 AB ülkesinde kamu borcunun ekonomik büyüme üzerindeki etkisini panel veri analizi ile

incelemişlerdir. Genişletilmiş ortalama grup tahmincisi (AMG), ortak bağıntılı etkiler ortalama grup (CCEMG) tahmincisi, ortalama grup (MG) tahmincisi ve panel düzeltilmiş standart hata (PCSE) yönteminin kullanıldığı çalışmada, kamu borcundaki artışın ekonomik büyümeyi negatif etkilediği sonucuna ulaşılmıştır.

Kamu borç yönetim göstergeleri ve ekonomik büyüme ilişkisini inceleyen ampirik çalışmalara bakıldığında; faiz ödemeleri/GSYH oranlarındaki artışlar ile faiz oranlarındaki yükselişlerin ekonomik büyüme üzerinde genel olarak olumsuz etki yarattığı tespit edilmiştir. Borç stoku/GSYH oranındaki artışın büyüme üzerinde yarattığı etki genellikle negatif olmakla birlikte, gelişmiş ülkelerde bu negatif etkinin borç stoku/GSYH oranının belirli bir eşik değeri aştığı durumlarda ortaya çıktığı görülmüştür. Literatürde, bütçe dengesi büyüme ilişkisine bakıldığında ise bütçe açığının ekonomik büyüme üzerinde negatif bir etki yarattığı ancak bu etkinin, ülkelere ve bütçe açığının nedenine bağlı olarak değiştiği ve pozitif değer aldığı da görülmüştür.

3.1.2. Kamu Borç Yönetimi Etkinlik Kriterleri - İşsizlik İlişkisi

Bierens ve Broersma (1993), 1960-1987 dönemine ait aylık verilerle yaptıkları çalışmada Kanada, Fransa, Almanya, Japonya, Hollanda, İngiltere ve ABD’de faiz ile işsizlik ilişkisini incelemişlerdir. Yapılan ekonometrik çalışmadan elde edilen bulgulara göre faiz oranlarının, işsizliğin Granger nedeni olduğu sonucuna ulaşılmıştır.

Fitoussi vd. (2000) yaptıkları çalışmada, 1960-1998 dönemini baz alarak sanayileşmiş 19 OECD ülkelerinde faiz oranları ile işsizlik ilişkisini incelemişlerdir. Yapılan regresyon analizi sonuçlarına göre daha yüksek işsizlik oranları, daha yüksek uzun vadeli faiz oranları ile ilişkilendirilmiş ve artan işsizliğin nedeninin artan faiz oranları olduğu belirtilmiştir.

Basu vd. (2001), 1947-1993 örneklem dönemini baz alarak yaptıkları çalışmada, ABD’de faiz oranı riski, işgücü arzı ve işsizlik ilişkisini zaman serileri analizi ile incelemişlerdir. Genelleştirilmiş koşullu değişen varyans modeli ile yapılan çalışmanın ampirik bulgularına göre işsizlik oranının, uzun vadeli devlet tahvil faiz oranı riskindeki artışa pozitif yanıt verdiği tespit edilmiştir.

Bassanini ve Davul (2006) yaptıkları çalışmada, 20 OECD ülkesine ait 1982-2003 dönemini baz alarak faiz oranının işsizlik üzerindeki etkisini incelemişlerdir. Panel

veri analizi ile yapılan araştırmanın ampirik bulguları, reel faiz oranının işsizlik üzerinde güçlü bir negatif etki yarattığını göstermiştir.

Hameed vd. (2008), 1970-2003 dönemine ilişkin verileri kullanarak Pakistan'da dış borç servis ödemelerinin, sermaye stoku ve işgücü üzerindeki etkisini araştırmışlardır. Zaman serileri analizi için üretim fonksiyonu modeli kullanılarak yapılan ampirik çalışmadan elde edilen bulgular, dış borç servis ödemelerinin istihdam ve sermaye verimliliği üzerinde olumsuz etki yarattığını göstermiştir.

Garcia-Jimenez ve Mishra (2010) tarafından, ABD'de 1980-2008 dönemine ait veriler kullanılarak yapılan ekonometrik çalışmada, kamu borcu ve istihdam arasındaki ilişki araştırılmıştır. Yapılan araştırma sonuçlarına göre kısa vadede artan borcun istihdamı olumsuz etkilediği, olumlu etkisinin ise ancak uzun vadede (dört yıldan sonra) ortaya çıktığı tespit edilmiştir.

Fedeli ve Forte (2012), 1981-2009 dönemine ilişkin veriler ile 19 OECD ve 13 OECD-AB ülkesinde borç faiz ödemelerinin dâhil olduğu mali açıklar ile işsizlik arasındaki uzun vadeli ilişkiyi panel veri analizi ile test etmişlerdir. Eşbütünleşme testi ve Granger nedensellik analizi sonuçlarına göre borç faiz ödemelerinin dâhil olduğu mali açıkların, işsizlik üzerinde negatif bir etki yarattığı, ayrıca mali açıkların işsizliğin Granger nedeni olduğu tespit edilmiştir.

Feldmann (2013), 1979-2008 dönemini baz alarak 91 ülke verileri ile yaptığı çalışmada, faiz oranlarının işgücü piyasası üzerindeki etkisini araştırmıştır. Panel regresyon analizi sonuçlarına göre faiz oranlarındaki artışın, işsizlik oranını arttırdığı ve dolayısıyla istihdamı düşürdüğü tespit edilmiştir. Kısa vadede düşük olan bu etkinin, uzun vadede daha belirginleştiği ifade edilmiştir.

Coccia (2013), 1995-2009 dönemini baz alarak 27 AB ülkesi için çoklu regresyon analizi ile borç ve istihdam arasındaki ilişkiyi incelemiştir. Yapılan analiz sonuçlarına göre genel yönetim brüt borç stoku artışının, istihdam oranı üzerinde negatif bir etki yarattığı ve dolayısıyla işsizliği arttırdığı tespit edilmiştir.

Miynat ve Bostan (2015), 24 gelişmiş ülke ekonomisinin 1985-2012 dönemine ait kamu borcu ve işsizlik verilerini kullanarak bu değişkenler arasındaki ilişkiyi, dengesiz panel veri analizi ile incelemiştir. Yapılan analiz sonucuna göre borç stoku/GSYH oranı ile işsizlik arasında pozitif ve anlamlı bir ilişki tespit edilmiştir.

Korol ve Cherkas (2015) çalışmalarında, 2001-2014 yıllarına ilişkin çeyrek dönemlik verileri kullanarak Yunanistan'da kamu dış borcun, işsizlik üzerindeki etkisini araştırmışlardır. VAR analizi ve Granger nedensellik testinin kullanıldığı çalışma sonuçlarına göre, dış borç ile işsizlik arasında bir nedensellik ilişkisi tespit edilmiştir. Yapılan regresyon analizinden elde edilen bulgular, kamu borcunda meydana gelen % 1'lik artışın, işsizlik oranını % 0.46 düzeyinde arttırdığını göstermiştir.

Arshad ve Ali (2016), 1974-2013 dönemine ilişkin yıllık verileri baz alarak Pakistan'da dış borç ve işsizlik arasındaki ilişkiyi incelemiştir. Zaman serileri analizine dayalı ARDL, VECM ve VAR analizi yöntemlerinin kullanıldığı çalışmada elde edilen ampirik bulgular, dış borç stokunun işsizlik oranı ile pozitif ve anlamlı bir ilişki içinde olduğunu, artan dış borcun işsizliği arttırdığını göstermiştir.

Ogonna vd. (2016), 1980-2015 yıllarını baz alarak Nijerya için yaptıkları çalışmada ARDL modeli ve regresyon analizini kullanarak; işsizlik ve kamu borcu ilişkisini analiz etmişlerdir. Yapılan çalışma sonucuna göre kamu borcundaki % 1'lik bir artışın işsizliği yaklaşık % 1.6 oranında arttırdığı sonucuna varılmıştır. Aynı zamanda ilgili çalışmada, borç servisinin hızla artan yükümlülüğünün, kalkınma odaklı yeni projeleri engellediği, kamu borçlanmasının ekonomide istenilen etkiyi yaratmadığı ve dolayısıyla kamu borçlanmasının işsizliğin azaltılmasına katkı sağlamadığı sonucuna varılmıştır.

Kokotovic (2016) yaptığı araştırmada, 1995:Q1-2016:Q1 ve 2000:Q1-2016:Q1 dönemlerini baz alarak en yüksek (Yunanistan, Hırvatistan, İspanya) ve en düşük (Almanya, Danimarka, Çek Cumhuriyeti) genç işsizlik oranlarına sahip AB ülkelerinde toplam kamu borçlarının genç işsizlik ve toplam işsizlik üzerindeki etkisini incelemiştir. Yapılan ARDL tahmin sonuçları, Yunanistan ve İspanya'da artan borç stoku/GSYH oranının toplam işsizliği arttırdığını, ancak Çek Cumhuriyeti'nde kamu borç stoku/GSYH oranında meydana gelen artışın, işsizliği düşürdüğünü göstermiştir. Almanya ve Danimarka için borç stoku-işsizlik arasında anlamlı bir ilişkinin bulunmadığı çalışmada, genç işsizliğin Hırvatistan ve İspanya'da toplam işsizliğe kıyasla kamu borcundan daha fazla etkilendiği sonucuna ulaşılmıştır.

Kurecic ve Kokotovic (2016) çalışmalarında, 1995-2014 dönemi verilerini baz alarak kamu borcunun işsizlik üzerindeki etkisini araştırmışlardır. AB ülkelerinden en

yüksek kamu borcuna sahip beş ülke için (Belçika, İrlanda, Portekiz, İtalya, Yunanistan) yapılan doğrusal regresyon analizi, değişkenler arasında istatistiksel olarak anlamlı ve güçlü bir nedensellik ilişkisinin olduğunu kanıtlamış ve artan borçların işsizlik oranlarını yükselttiğini göstermiştir.

Sam ve Pokhariyal (2016) yaptıkları çalışmada, Kenya'da 1979-2012 dönemini baz alarak genç işsizliğin ekonomik belirleyicilerini araştırmak için ARDL tahmin yöntemini kullanmışlardır. Zaman serileri analizi ile yapılan araştırmanın bulgularına göre, dış borcun uzun vadede işsizlik üzerinde anlamlı ve negatif etkiye sahip olduğu sonucuna varılmıştır.

Ayoguze ve Anidiobu (2017), 1986-2015 dönemini baz alarak yaptıkları çalışmada, Nijerya'da bütçe açığı ve işsizlik arasındaki ilişkiyi, zaman serileri analizi ile incelemişlerdir. OLS yöntemi ile yapılan çalışmanın bulgularında, bütçe açığı ile işsizlik oranı arasındaki ilişkinin pozitif ancak istatistiksel olarak anlamsız olduğu görülmüştür.

Topal ve Bostan (2017), 1932-2016 dönemine ilişkin Türkiye'ye ait dış borç stoku ve işsizlik verilerini kullanarak bu iki değişken arasındaki ilişkiyi incelemişlerdir. Johansen eşbütünleşme testine göre işsizlik ve dış borç stoku arasında anlamlı bir ilişki bulunmuş ve yapılan nedensellik testi sonuçlarına göre ise iki değişken arasında çift yönlü bir ilişki tespit edilmiştir. OLS, dinamik en küçük kareler (DOLS), tam değiştirilmiş en küçük kareler (FMOLS) ve ARDL tahmin sonuçlarına göre dış borç stokundaki % 1'lik artış, işsizlik oranını % 0.24 düzeyinde arttırmıştır. Kısa dönem ilişkinin analizi için yapılan VECM yöntemine göre ise dış borç stokundaki % 1'lik artış, kısa dönemde işsizlik oranını % 0.14 düzeyinde arttırmıştır.

Dalmar vd. (2017) tarafından, Somali'de işsizliğin belirleyicilerini araştırmaya yönelik yapılan çalışmada 1995-2014 arası döneme ilişkin veriler kullanılarak zaman serileri analizi ile değişkenler arasındaki uzun dönem ilişki araştırılmıştır. Johansen eşbütünleşme testinin uygulandığı çalışmanın ampirik bulguları, dış borç stoku ve işsizlik arasında pozitif bir ilişkinin olduğunu göstermiştir.

Topal vd. (2018) tarafından yapılan çalışmada, 1990-2015 dönemi boyunca Portekiz, İrlanda, İtalya, Yunanistan, İspanya ve Türkiye'de kamu borcu, işsizlik ve genç işsizlik arasındaki ilişki, panel veri analizi ile incelenmiştir. Panel Granger

nedensellik testine göre elde edilen bulgular, Portekiz dışındaki beş ülkede borç stoku-işsizlik arasında bir nedensellik ilişkisi bulunmuştur. Artan kamu borçları, Türkiye, Yunanistan ve İtalya'da hem toplam işsizliği hem de genç işsizliği arttırmıştır. Ayrıca Türkiye, İrlanda ve İspanya'da işsizliğin kamu borçlarını arttırdığı ve Türkiye'de kamu borcu ile işsizlik arasında çift yönlü bir nedensellik ilişkisinin olduğu tespit edilmiştir.

Literatürde, kamu borç yönetim göstergeleri ile işsizlik ilişkisini inceleyen çalışmalara bakıldığında, borç stoku/GSYH oranındaki artışın genel olarak istihdam üzerinde olumsuz etki yarattığı sonucuna ulaşılmıştır. İstihdamın, faiz ödemeleri/GSYH artışından olumsuz etkilendiği literatürde; faiz oranlarındaki artışın istihdamı negatif etkilediğine ve bütçe açığındaki artışların ise işsizliği arttırdığına ilişkin kanıtlar elde edilmiştir.

3.1.3. Kamu Borç Yönetimi Etkinlik Kriterleri - Enflasyon İlişkisi

Ulusoy ve Küçükkale (1996), Türkiye'ye ait 1965-1994 yılları arası verilerini kullanarak yapmış oldukları Granger nedensellik testi ile dış borçların enflasyon üzerindeki etkisini analiz etmişlerdir. Yapılan analiz sonuçları, dış borçların enflasyonun Granger nedeni olduğunu göstermiştir.

Hondroyannis ve Papepetrou (1997) tarafından yapılan çalışmada, 1957-1993 yılları arası veriler kullanılarak Yunanistan'da bütçe açığının enflasyon üzerindeki etkisi analiz edilmiştir. Johansen ve Juselius eşbütünleşme analiz sonuçlarına göre bütçe açığındaki artışın enflasyonist olduğu, ancak bu etkinin dolaylı olduğu sonucuna varılmıştır.

Metin (1998), 1950-1987 dönemine ilişkin yıllık veriler ile yaptığı çalışmada, Türkiye'de bütçe açığı ve enflasyon ilişkisini incelemiştir. Zaman serileri analizine dayanan Johansen eşbütünleşme test sonuçları, bütçe açıklarının büyük ölçüde enflasyonist olduğunu göstermiştir.

Taghavi (2000) tarafından, Almanya, Fransa, İtalya ve İngiltere'nin 1970-1997 dönemi baz alınarak yapılan VAR analizi sonucuna göre borcun, enflasyon üzerindeki etkisinin kısa vadede belirgin bir şekilde değişmediği, fakat uzun dönemde enflasyonist etki yarattığı tespit edilmiştir.

Berument ve Jelassi (2002) tarafından yapılan çalışmada, 1957-1998 dönemi baz alınmış, 12 gelişmiş ve 14 gelişmekte olan ülkede aylık veriler kullanılarak enflasyon ile faiz oranları arasındaki ilişki analiz edilmiştir. Genel örneklem dönemi 1957-1998 olmakla birlikte bazı ülke verilerinin başlangıç yılı değişiklik göstermiş; faiz oranları ise hazine bonosu ve borç verme faiz oranları olarak kullanılmıştır. Yapılan ampirik analiz sonuçları; 9 gelişmiş ve 7 gelişmekte olan ülke olmak üzere toplam 16 ülkede enflasyon ile faiz oranları arasındaki ilişkinin pozitif olduğunu göstermiştir.

Janssen vd. (2002) tarafından yapılan çalışmada, 1705-1996 dönemine ait veriler kullanılarak İngiltere’de kamu borçları ve enflasyon arasındaki ilişki zaman serileri analizi ile test edilmiştir. VAR analizi ile yapılan çalışmanın sonuçları, enflasyonun açıklanmasında kamu borunun önemsiz olduğunu göstermiştir.

Atkins ve Coe (2002), 1953-1999 dönemine ait verileri kullanarak ABD ve Kanada’da faiz oranı ile enflasyon arasındaki ilişkiyi, zaman serileri analizi ile test etmişlerdir. ARDL sınır testi ile yapılan analiz, enflasyondaki değişime karşı faiz oranındaki değişimin aynı yönde olduğu, dolayısıyla Fisher etkisinin geçerli olduğu sonucunu vermiştir.

Catao ve Tarrones (2003) tarafından yapılan çalışmada, 1960-2001 arası yıllar baz alınarak gelişmiş ve gelişmekte olan 107 ülkede bütçe açığı ve enflasyon ilişkisi incelenmiştir. Yapılan panel regresyon analizi sonuçlarına göre gelişmekte olan ülkelerde bütçe açığı ve enflasyon arasında güçlü bir ilişkinin olduğu, gelişmiş ülkelerde ise bu ilişkinin zayıf olduğu tespit edilmiştir.

Kwon vd. (2006) tarafından, gelişmiş ve gelişmekte olan 71 ülkeye ait veriler kullanılarak yapılan VAR analizi sonuçlarına göre kamu borcundaki artışın, düşük borçlu ülkelere nazaran yüksek borçlu ülkelerde daha fazla enflasyonist olduğu tespit edilmiştir.

Herwartz ve Reimers (2006) yaptıkları çalışmada, Ocak 1960-Haziran 2004 dönemine ait aylık veriler ile 114 ülkede faiz oranı ve enflasyon ilişkisini incelemişlerdir. Dengesiz panel veri analizine göre değişkenler arasında uzun dönemde bir ilişkinin olduğu ve örneklem ülkelerde genel olarak Fisher hipotezinin geçerli olduğu sonucuna ulaşılmıştır.

Sever ve Mızrak (2007) tarafından yapılan çalışmada, Ocak 1987-Haziran 2006 dönemine ait aylık veriler kullanılarak zaman serileri analizi ile Türkiye’de faiz oranı ve enflasyon ilişkisi incelenmiştir. VAR analizine bağlı yapılan etki-tepki fonksiyonu sonucuna göre enflasyonun, faiz oranlarında meydana gelen artışlara pozitif tepki gösterdiği tespit edilmiştir.

Macri (2006), 1979:Q1-2005:Q2 yıllarına ilişkin verileri kullanarak Avusturalya’da faiz oranı ve enflasyon ilişkisini, zaman serileri analizi yardımıyla incelemiştir. Yapılan analizin ampirik bulguları; faiz oranları-enflasyon arasındaki ilişkinin pozitif ve bu iki değişken arasında uzun dönemde ise bir eşbütünleşme ilişkisinin olduğunu göstermiştir.

Demir ve Sever (2008), 1987-2007 yıllarını baz alarak Türkiye’de kamu iç borçlanmasının enflasyon üzerindeki etkilerini, VAR analizi ile araştırmışlardır. Yapılan araştırmaya göre iç borçlanma miktarı ve fiyatlar genel düzeyi arasında pozitif bir ilişkinin olduğu sonucuna varılmış ve kamu kesimi iç borçlarındaki bir birimlik artışın, tüketici fiyat endeksinde 0.26 birimlik bir artışa neden olduğu tespit edilmiştir.

Gainnitsarou ve Scott (2008), 1960-2005 dönemine ilişkin verileri baz alarak G7 ülkelerinde (ABD, Kanada, Almanya, Japonya, İngiltere, İtalya, Fransa) enflasyon ve borç ilişkisini araştırmışlardır. VAR analizinin kullanıldığı araştırmada elde edilen sonuçlar, artan kamu borcunun enflasyondaki yükselişin belirleyicisi olmadığını göstermiştir.

Karakaplan (2009) tarafından, 1960-2004 dönemi baz alınarak gelişmiş, gelişmekte olan ve az gelişmiş 121 ülkede dış borç ve enflasyon arasındaki ilişki, dengesiz panel veri analizi ve GMM ile analiz edilmiştir. Yapılan regresyon analizi sonucunda elde edilen ampirik bulgular, finansal piyasaların gelişmiş olduğu ülkelerde dış borcun enflasyona daha az sebep olduğu, diğer ülkelerde ise dış borcun enflasyonist etkilerinin daha fazla olduğu görülmüştür.

Ahmad vd. (2012) tarafından yapılan araştırmada, 1972-2009 dönemi baz alınarak Pakistan’da borç servis ödemelerinin enflasyon üzerindeki etkisi araştırılmıştır. Yapılan araştırmanın ampirik bulguları, borç servis ödemelerinin enflasyon ile pozitif bir ilişki içinde olduğunu göstermiştir.

Khumalo (2013), 1980-2012 yılları arası çeyrek dönemlik verileri kullanarak Güney Afrika'da bütçe açığının enflasyon üzerindeki etkisini araştırmıştır. VAR analizi ile yapılan çalışmanın bulguları, bütçe açıkları ile enflasyon oranı arasında pozitif bir ilişkinin olduğunu göstermiştir.

Lin ve Chu (2013) tarafından yapılan çalışmada, 1960-2006 dönemi baz alınarak 24 OECD üyesi ve 67 diğer ülkeler olmak üzere toplam 91 ülkede bütçe açığı ve enflasyon ilişkisi incelenmiştir. Yapılan dinamik panel regresyon analizi sonuçlarına göre bütçe açığı ile enflasyon arasında pozitif bir ilişkinin olduğu ve bütçe açığındaki artışın enflasyonu arttırdığı tespit edilmiştir.

Mah vd. (2013) çalışmalarında, 1976-2011 dönemini baz alarak Yunanistan'da brüt kamu borcu ve enflasyon oranı arasındaki ilişkiyi, zaman serileri analizi ile incelemişlerdir. VAR analizi ve Granger nedensellik testinin kullanıldığı çalışmada, brüt kamu borçları ve enflasyon arasında pozitif ve anlamlı bir ilişkinin olduğu ve kamu borcundan enflasyona doğru bir nedensellik ilişkisinin olduğu sonucuna varılmıştır.

Nastansky vd., (2014), 1991-2010 yılları arasında çeyrek dönemlik verileri kullanarak Almanya'da kamu borcu ve enflasyon arasındaki ilişkiyi, zaman serileri analizi ile incelemişlerdir. Yapılan VAR analizi sonuçlarına göre kamu borcunun uzun vadede enflasyonu arttırdığı görülmüştür.

Nguyen (2015a), 1990-2014 dönemini baz alarak 60 gelişmekte olan ülkede kamu borcu ve enflasyon arasındaki ilişkiyi panel veri analizi ile test etmiştir. Yapılan analiz sonuçlarına göre, kamu borcunun enflasyon üzerinde pozitif bir etkiye sahip olduğu ve kamu borç stokundaki artışın enflasyonu arttırdığı tespit edilmiştir.

Nguyen (2015b), gelişmekte olan 15 Aysa ülkesine ait ve 1990-2012 dönemine ilişkin verilerle kamu borcunun enflasyon üzerindeki etkisini test etmiştir. Panel veri analizinin kullanıldığı çalışmada elde edilen ampirik bulgular, kamu borcu ile enflasyon arasında istatistiksel olarak anlamlı bir ilişkinin olduğunu ve artan kamu borcunun enflasyonist etkiler yarattığını göstermiştir.

Akan ve Kanca (2015) yaptıkları çalışmada, 1980-2013 dönemi için Türkiye'de dış borçlanma ve enflasyon arasındaki ilişkiyi VAR analizi kapsamında incelemişlerdir. Varyans ayrıştırması sonuçlarına göre dış borçlarda meydana gelen bir

değişimin, enflasyon oranı üzerinde anlamlı bir etki yarattığına ve ilgili dönemde enflasyondaki artışın, dış borç stokundaki artıştan kaynaklandığına işaret edilmiştir.

Doğan vd. (2015) yaptıkları araştırmada, 2003-2015 dönemine ait aylık verileri kullanarak Türkiye’de devlet iç borçlanma faiz oranları ile enflasyon arasındaki ilişkiyi analiz etmişlerdir. Granger nedensellik analiz sonuçlarına göre değişkenler arasında tek yönlü bir ilişkinin olduğu ve nedensellik ilişkisinin enflasyondan faiz oranına doğru olduğu sonucuna varılmıştır.

Mweni vd. (2016) tarafından, 1972-2012 dönemine ilişkin veriler baz alınarak Kenya’da dış borç ve enflasyon ilişkisi zaman serileri analizi ile test edilmiştir. Dış borç-enflasyon arasındaki ilişkiyi açıklayan regresyon analizi sonuçları, dış borcun enflasyon üzerinde pozitif ve anlamlı bir etkiye sahip olduğunu göstermiştir.

Ekinci (2016), basit doğrusal regresyon analizi ile Türkiye’de dış borçlanma ve enflasyon arasındaki ilişkiyi 2003-2015 dönemine ait verileri kullanarak incelemiştir. Yapılan inceleme sonuçlarına göre dış borç ile enflasyon arasında pozitif bir ilişkinin olduğu, artan borç stokunun enflasyonist etki yarattığı tespit edilmiştir.

Yien vd.(2017), 1960-2014 dönemine ilişkin verileri baz alarak Malezya’da iç borç, dış borç ve enflasyon arasındaki ilişkiyi Johansen eşbütünleşme analizi ile incelemiştir. Yapılan çalışmanın ampirik bulgularına göre, iç ve dış borçların enflasyon ile güçlü bir pozitif ilişki içinde olduğu görülmüştür.

Afiq ve Hamza (2017), 2006-2015 dönemini baz alarak 20 Asya ülkesinde faiz oranlarının enflasyon üzerindeki etkisini panel veri analizi ile test etmişlerdir. Yapılan araştırmanın ampirik sonuçları; faiz oranı ve enflasyon arasında negatif bir ilişkinin olduğunu, faizlerdeki bir birimlik artışın enflasyonda 0.86 düzeyinde bir düşüşe yol açtığını göstermiştir.

Afonso ve Ibraimo (2018), 2000:Q1-2016:Q4 dönemine ilişkin verileri kullanarak Mozambik’te kamu borç servis ödemelerinin makroekonomik etkilerini analiz etmişlerdir. Borç servis maliyetlerinin iç borç, dış borç ve toplam borç servis ödemeleri olarak kategorize edildiği bu çalışmada yapılan VAR analizi sonuçları, borç servis ödemelerinin enflasyon oranını yükselttiği tespit edilmiştir.

Demirgil ve Türkay (2018) tarafından yapılan çalışmada, 2003-2017 dönemine ait aylık veriler baz alınarak Türkiye’de faiz oranları ve enflasyon ilişkisi, zaman serileri analizi ile test edilmiştir. ARDL sınır testi yaklaşımı ile yapılan analiz sonuçları, enflasyonun faiz oranları üzerindeki etkisinin pozitif olduğunu, enflasyon oranında meydana gelen % 1’lik artışın faiz oranlarını % 0.48 düzeyinde arttırdığını göstermiştir.

Literatürde, kamu borç yönetim göstergeleri ve enflasyon ilişkisini inceleyen çalışmalara bakıldığında; borç stoku/GSYH oranı, faiz ödemeleri/GSYH oranı ve faiz oranlarının, enflasyon değişkeni ile pozitif ilişki içinde olduğu ve borç stoku, faiz ödemeleri ile faiz oranlarındaki artışların genel olarak enflasyonist etki yarattığı görülmüştür. Ancak gelişmiş ekonomilerde ve dolayısıyla gelişmiş finansal piyasalara sahip ülkelerde bu etkinin olmadığı veya düşük olduğu sonucuna ulaşılmıştır. Yapılan çalışmalarda bütçe dengesi ve enflasyon ilişkisine bakıldığında, bütçe açığının genel olarak enflasyonist etkisi olduğu sonucu elde edilmiştir.

3.1.4. Kamu Borç Yönetimi Etkinlik Kriterleri - Bütçe Dengesi İlişkisi

Hoelscher (1986) tarafından yapılan çalışmada, 1953-1984 arası yıllık veriler kullanılarak ABD’de bütçe açığı ve faiz oranı ilişkisi incelenmiştir. Araştırmanın ampirik bulguları, bütçe açığı ile kısa vadeli faiz oranları arasındaki ilişkinin zayıf; yüksek bütçe açığı ile uzun vadeli faiz oranları arasındaki ilişkinin ise daha güçlü olduğunu ve artan açıkların uzun vadeli faiz oranlarını arttırdığını desteklemiştir.

Cebula (1988), 1955-1984 dönemine ait yıllık verileri kullanarak ABD’de federal bütçe açığı ve faiz oranları ilişkisini incelemiştir. Zaman serileri analizi ile yapılan araştırmanın ampirik bulguları, bütçe açığı ve faiz oranları arasındaki ilişkinin pozitif olduğunu ve artan açıkların faiz oranlarının yükselmesine neden olduğunu göstermiştir.

Knot ve De Haan (1995), 1960-1998 dönemini baz alarak Almanya, Fransa, İngiltere, İtalya ve Hollanda’da bütçe açığı ve faiz oranları ilişkisini incelemiştir. OLS yöntemi ve regresyon analizinden elde edilen bulgular, kamu açıklarının daha yüksek faiz oranlarına neden olduğunu desteklemiştir.

Nunes-Correia ve Stemitsiotis (1995), 1970-1993 dönemini baz alarak 10 OECD ülkesinde (ABD, Japonya, Hollanda, Danimarka, Almanya, Fransa, İngiltere,

Kanada, Belçika, İrlanda) bütçe açığı ve faiz oranları ilişkisini araştırmışlardır. Regresyon analizinden elde edilen bulgular; uzun vadeli faiz oranlarındaki artışın, bütçe açıklarında meydana gelen artışın bir sonucu olduğunu doğrulamıştır.

Miller ve Russek (1996) yaptıkları çalışmada, 1947-1989 yıllarını baz alarak ABD’de bütçe dengesi/GSYH ve uzun dönem faiz oranları arasındaki ilişkiyi incelemişlerdir. Çalışmada kullanılan VAR analizi sonuçları, mali açık ve uzun vadeli faiz oranları arasında pozitif bir ilişkinin olduğunu, artan açıkların borçlanma gereksinimini arttırdığını ve dolayısıyla faiz oranlarını yükselttiğini göstermiştir.

Bohn (1998) tarafından, 1916-1995 dönemi baz alınarak ABD’de kamu borcu-bütçe dengesi arasındaki ilişki analiz edilmiştir. OLS yönteminin kullanıldığı çalışma sonuçları; bütçe açığının, borç stoku/GSYH oranı üzerinde olumsuz etki yarattığını ve artan açıkların daha yüksek borç stoku ile sonuçlandığını göstermiştir.

Garcia ve Ramajo (2004) yaptıkları çalışmada, 1964-2000 dönemine ilişkin verileri kullanarak İspanya’da bütçe açığı ve uzun vadeli faiz oranları arasındaki ilişkiyi zaman serileri analizi ile incelemişlerdir. Yapılan ARDL tahmin yöntemi sonuçlarına göre örneklem döneminde bütçe açıklarının, uzun vadeli faiz oranlarını yükseltmediği görülmüştür.

Vamvoukas (2000) yaptığı çalışmada, 1949-1994, 1953-1994 ve 1957-1994 dönemlerini baz alarak Yunanistan’da bütçe açığı ve faiz oranları arasındaki ilişkiyi, zaman serileri analizi ile test etmiştir. Değişkenler arasındaki uzun ve kısa dönem ilişkinin analizi için yapılan eşbütünleşme analizi ve VECM yöntemi, bütçe açığı ve faiz oranları arasındaki ilişkinin anlamlı ve pozitif olduğunu göstermiştir.

Janssen vd. (2002), 1705-1996 dönemini baz alarak İngiltere’de kamu borçları ve bütçe açıkları arasındaki ilişkiyi zaman serileri analizi ile test etmişler. VAR analizi ile yapılan çalışmanın ampirik bulgularına göre; bütçe fazlanın, borçların azaltılmasında olumlu bir etki yarattığı görülmüştür.

Caporale vd. (2004) tarafından yapılan çalışmada, 1947-1994 yıllarına ilişkin çeyrek dönemlik ve yıllık veriler kullanılarak ABD’de bütçe açığı ve faiz oranı ilişkisi incelenmiştir. VAR analizi ile yapılan çalışmanın bulguları, ABD ekonomisinde uzun ve kısa vadede bütçe açığı ile faiz oranları arasında pozitif bir ilişkinin olduğunu doğrulamıştır.

Dai ve Philippon (2004) yaptıkları çalışmada, 1970:Q1-2003:Q3 dönemini baz alarak ABD’de bütçe açığı ve faiz oranları arasındaki ilişkiyi araştırmışlardır. Yapısal VAR analizi ile yapılan araştırmanın ampirik bulguları; bütçe açığında meydana gelen artışın faiz oranlarındaki artışı etkilediğini ve bütçe açığında meydana gelen % 1’lik artışın 10 yıllık tahvil faizlerini 41 baz puan arttırdığını göstermiştir.

Afonso (2005), 15 AB ülkesi için 1970-2003 dönemini baz alarak yapmış olduğu çalışmada bütçe fazlası/GSYH ve kamu borç stoku/GSYH arasındaki ilişkiyi panel veri analizi ile incelemiştir. OLS yöntemi ile yapılan analiz sonucunda elde edilen ampirik bulgular, bütçe dengesinin kamu borç stoku üzerinde etkili olduğunu ve analize dahil edilen ülkelerin borç stoku/GSYH oranını azaltmak için birincil bütçe fazlasını kullanma eğiliminde olduklarını göstermiştir.

Gül ve Ünlü (2006), 1990-2004 arası yıllara ait çeyrek dönemlik verileri kullanarak Türkiye’de bütçe açığı ve borçlanma arasındaki ilişkiyi, zaman serileri analizi ile test etmişlerdir. Granger nedensellik testinin kullanıldığı çalışma sonuçları, bütçe açıklarının hem iç hem de dış borçların Granger nedeni olduğunu göstermiştir.

Prohl ve Schneider (2006) tarafından yapılan çalışmada, 1970-2004 dönemi baz alınarak İskandinav ve Doğu Avrupa’dan olmak üzere 15 AB ülkesinde bütçe açığı ve kamu borç stoku ilişkisi incelenmiştir. Yapılan Granger nedensellik testi bulguları, bütçe dengesi ve kamu borç stoku arasında çift yönlü bir nedensellik ilişkisinin varlığını desteklemiştir.

Campos vd. (2006) tarafından yapılan çalışmada, 24 yüksek gelirli, 59 orta gelirli ve 34 düşük gelirli ülke olmak üzere toplam 117 ülke için 1972-2003 dönemi baz alınarak bütçe açığı ve borçlanma ilişkisi incelenmiştir. Bazı ülke verilerinin eksikliği nedeniyle yapılan dengesiz panel veri analiz sonuçları, borç stokunun artışında bütçe açığının önemli bir paya sahip olduğunu göstermiştir.

Aisen ve Hauner (2006) yaptıkları çalışmada, gelişmiş ve gelişmekte olan 60 ülkeye ait 1970-2006 yılları arası verilerini kullanarak bütçe açıklarının faiz oranları üzerindeki etkisini araştırmışlardır. Yapılan panel veri analizi sonuçları, bu iki değişken arasında anlamlı ve pozitif bir ilişkinin olduğunu ve bütçe açıklarında meydana gelen artışların faiz oranlarında artışa yol açtığını göstermiştir.

Güngör ve Karaca (2007) tarafından yapılan çalışmada, 1990:1Ç-2006:3Ç dönemine ait çeyrek dönemlik veriler kullanılarak Türkiye’de reel faiz oranlarını belirleyen faktörler incelenmiştir. ARDL tahmin yöntemi ve VECM yönteminin kullanıldığı araştırmadan elde edilen bulgular, Türkiye’de genişletici maliye politikalarının bir sonucu olarak oluşan açıklar ve açıkların sebep olduğu kamu borçlanma ihtiyacının, reel faiz hadlerinin yükselmesine yol açtığını göstermiştir.

Desroches ve Francis (2007), 1970-2004 dönemini baz alarak sanayileşmiş ve gelişmekte olan 35 ülke için yaptıkları panel çalışması ile faiz oranları ve bütçe açığı ilişkisini incelemişlerdir. Yapılan çalışmanın ampirik bulguları, bütçe açığındaki azalmanın reel faiz oranlarının düşmesine katkıda bulunduğunu göstermiştir.

Kameda (2008) tarafından yapılan çalışmada, 1981-2007 yılları baz alınarak Japonya’da bütçe açığı ve uzun vadeli faiz oranları arasındaki ilişki incelenmiştir. Yapılan analiz sonuçlarına göre, öngörülen bütçe açığı/GSYH oranındaki % 1’lik bir artışın, 10 ve 5 yıllık tahvillerin reel faiz oranlarını sırasıyla 35 ve 42 baz puan arttırdığını göstermiştir.

Laubach (2009), 1976-2006 arası yıllık ve altı aylık verileri kullanarak ABD’de mali değişkenler ve faiz oranları arasındaki ilişkiyi zaman serileri analizi ile test etmiştir. Maliye politikasına ilişkin beklenti verilerinin kullanıldığı çalışmada öngörülen bütçe açığı/GSYH oranında meydana gelen 1 puanlık artışın, ileriye dönük faiz oranlarında 20-30 baz puan arttırdığını göstermiştir.

Mukhtar ve Zakaria (2008) tarafından yapılan çalışmada, 1960-2005 yıllarına ilişkin çeyrek dönemlik veriler kullanılarak Pakistan’da bütçe açığı ile faiz oranları arasındaki ilişki analiz edilmiştir. Zaman serileri analizine dayanan Granger nedensellik analizi ve VECM yöntemi sonuçlarına göre, bütçe açığı/GSYH ve faiz oranları arasındaki ilişkinin pozitif olduğu tespit edilmiştir. Bu sonuçlar ayrıca Granger nedensellik testi ile desteklenmiştir.

Obi ve Nurudeen (2009), 1981-2009 dönemini baz alarak Nijerya’da bütçe açıklarının faiz oranları üzerindeki etkisini araştırmışlardır. VAR analizinin kullanıldığı çalışmada faiz oranı içsel bir değişken olarak mali açıkların bir fonksiyonu şeklinde çalıştırılmıştır. Yapılan çalışmanın sonuçları, bütçe açığı ile faiz oranları arasında pozitif

bir ilişkinin olduğunu, diğer bir ifade ile artan açıkların faiz oranlarını yükselttiğini göstermiştir.

Izak (2009) tarafından, 1995-2009 arası döneme ilişkin 10 Post-Sosyalist ülkeye ait veriler kullanılarak yapılan çalışmada, birincil açığı olan devletlerin daha fazla borçlanma maliyetlerine katlandıkları sonucuna varılmıştır. Faiz dışı açıktaki % 1’lik bir artışın, borç servis birim maliyetlerinde 20 baz puan artışa neden olduğu belirtilmiştir.

Baldacci ve Kumar (2010), gelişmiş ve gelişmekte olan 31 ülkenin 1980-2008 dönemine ait yıllık verilerini kullanarak mali açıkların, uzun vadeli faiz oranları üzerindeki etkisini, panel regresyon analizi ile test etmişlerdir. Yapılan analiz sonucuna göre yüksek düzeyde mali açıkların, uzun vadeli faiz oranlarında önemli bir artışa yol açtığı tespit edilmiştir.

Sinha vd. (2011), yüksek gelirli 19 ülke için 1993-2008 dönemini ve orta gelirli 12 ülke için ise 1980-2008 dönemini baz alarak panel regresyon analizi ile kamu borcunu etkileyen faktörleri belirlemişlerdir. Araştırma bulguları, merkezi yönetim harcamalarının, eğitim harcamalarının ve dolayısıyla bütçe dengesinin, her iki ülke grubunda kamu borcunun belirleyicisi olduğunu göstermiştir.

Chen (2011), 1972:Q1-2010:Q3 dönemine ilişkin verileri kullanarak Japonya’da bütçe açığı ve uzun vadeli faiz oranlarını arasındaki ilişkiyi incelemiştir. Zaman serileri analizine dayanan çalışmanın ampirik bulgularına göre, artan kamu açıklarının daha düşük faiz oranlarına neden olduğu sonucuna ulaşılmıştır.

Noula (2012), 1974-2009 dönemini baz alarak Kamerun’da bütçe açığı ve iç borçlanma faiz oranları arasındaki ilişkiyi zaman serileri analizi ile test etmiştir. Yapılan regresyon analizi sonuçlarına göre bütçe açığı ve faiz oranları arasındaki ilişkinin anlamlı ve pozitif olduğu tespit edilmiştir. Ayrıca yapılan Granger nedensellik testine göre bütçe açığı ve faiz oranları arasında çift yönlü bir nedensellik ilişkisinin olduğu sonucuna ulaşılmıştır.

Cebula (2014) çalışmasında, 1960-2013, 1971-2013, 1980-2013 için yıllık ve 1960:Q1-2013:Q4 için ise çeyrek dönemlik verileri kullanarak ABD’de bütçe açığı ve uzun vadeli faiz oranları arasındaki ilişkiyi incelemiştir. İki aşamalı en küçük kareler regresyon analizi sonucuna göre bütçe açığının 10 yıllık hazine tahvil faiz oranı

üzerindeki etkisinin pozitif ve anlamlı olduğunu, artan açıkların 10 yıllık hazine tahvil getirilerini arttırdığını göstermiştir.

Hassan ve Nassar (2015), 1970 ve sonraki dönem için 40 yılı aşkın bir zaman periyodunu dikkate alarak ABD, İngiltere, Almanya, Fransa ve Japonya’da bütçe açığı ve faiz oranları arasındaki ilişkiyi araştırmışlardır. Her ülke için ayrı yapılan ve zaman serileri analizine dayanan araştırma sonuçları, analizde dâhil edilen ülkelerde açıkların faiz oranlarını arttırmadığını göstermiştir.

Sağlam Çeliköz ve Yukacı (2016), 1983-2013 dönemine ait yıllık verileri kullanarak bütçe açıkları ile iç ve dış borç ilişkisini incelemişlerdir. VAR analizi, Granger nedensellik analizi ve Engle Granger eşbütünleşme yöntemi kullanılarak yapılan analizde dış borcun, bütçe açıklarının nedeni olduğu ve bütçe açıklarının ise iç borçlanmanın nedeni olduğu sonucuna varılmıştır. Dış borçlanmanın bütçe giderlerinin nedeni olması ve bütçe giderlerinin ise iç borcun nedeni olması, iç ve dış borç arasında bir nedensellik ilişkisini de ortaya koymuştur.

Rus vd. (2016) yaptıkları çalışmada, 1965-2005 dönemini baz alarak Malezya’da bütçe açığı ve faiz oranı ilişkisini, zaman serileri analizi ile incelemişlerdir. Eşbütünleşme analizi ve VECM yönteminin kullanıldığı çalışma sonucuna göre, bütçe açığı ve faiz oranı arasında kısa vadede anlamlı bir ilişkinin olmadığı tespit edilmiştir. Ancak araştırmada, uzun vadede ilgili değişkenler arasında anlamlı bir ilişkinin olduğunu ve artan açıkların daha yüksek faiz oranlarına yol açtığını göstermiştir.

Topal ve Keyifli (2016) tarafından yapılan çalışmada, 1998-2014 dönemine ilişkin 34 OECD ülkesine ait veriler kullanarak kamu borç yükü ile bütçe dengesi ilişkisi, panel veri analiziyle incelemiştir. GMM tahmin sonuçlarına göre % 1 anlamlılık düzeyinde bütçe açıklarında meydana gelen % 1’lik artışın, borç yükünü % 0.90 arttırdığı tespit edilmiştir.

Shareef ve Shijin (2017) tarafından yapılan çalışmada, Nisan 1998-Mayıs 2016 arası aylık veriler kullanılarak Hindistan’da faiz oranı ve bütçe açığı ilişkisi incelenmiştir. Yapısal VAR analizi ile yapılan araştırmanın bulguları, kısa vadeli faiz oranlarının mali açıklardan etkilendiğini göstermiştir. Buna ek olarak kısa ve uzun vadeli faiz oranlarındaki dalgalanmaların, ülkenin mali açıkları üzerinde önemli düzeyde bir etki yarattığı da tespit edilmiştir.

Perovic (2018) tarafından yapılan çalışmada, 2006-2015 dönemi baz alınarak 11 Orta ve Doğu Avrupa ülkesinde faiz oranı ve bütçe açığı ilişkisi incelenmiştir. Yapılan panel veri analizi sonuçlarına göre; bütçe açığı ile kamu borçlanma faiz oranları arasında oldukça anlamlı ve pozitif bir ilişkinin olduğu, artan açıkların kamu borçlanma faiz oranlarını arttırdığı sonucuna ulaşılmıştır.

Literatürde, borç yönetim göstergeleri ve bütçe dengesi ilişkisini inceleyen ampirik araştırma sonuçları; borç stoku/GSYH oranı, faiz ödemeleri/GSYH oranı ve faiz oranlarındaki artışların, genel olarak bütçe dengesi üzerinde negatif bir etki yarattığını göstermiştir. Diğer taraftan bütçe dengesinden borç yönetim göstergelerine doğru ilişkiye bakıldığında ise; artan bütçe açıklarının, genel olarak borç stoku ile borç faiz ödemelerini arttırdığı ve faiz oranlarını yükselttiği görülmüştür.

3.2. VERİ SETİ

Bu çalışmada; OECD ülkelerinde kamu borç yönetiminde etkinlik göstergelerinin makroekonomik performans üzerindeki etkilerini araştırmak üzere yıllık verilerden oluşan iki farklı veri seti oluşturulmuştur.

3.2.1. Veri Seti 1

Veri Seti 1’de 35 OECD ülkesinin yıllık verilerden oluşan 1995-2017 dönemine ait 4’ü bağımlı ve 4’ü bağımsız olmak üzere toplam 8 değişken kullanılmıştır. Makroekonomik performans göstergeleri olarak kullanılan bağımlı değişkenler; ekonomik büyüme (BUYUME), işsizlik (ISSIZLIK), enflasyon (ENF) ve genel yönetim bütçe dengesi/GSYH (BTCDNG) şeklindedir.

Kamu borç yönetiminde etkinlik kriterleri arasında yer alıp, makroekonomik performansını açıklamada kullanılan bağımsız değişkenler ise; genel yönetim toplam borç stoku/GSYH (BORCSTK), genel yönetim faiz ödemeleri/GSYH (FAIZOD), kamu borçlanmasında uzun vadeli faiz oranları (UZVFO) ve kamu borçlanmasında kısa vadeli faiz oranları (KSVFO) şeklindedir. Veri Seti 1’e ait değişkenler tablo 3.1’de verilmiştir.

Tablo 3.1: Veri Seti 1'e Ait Değişkenler

Bağımlı Değişkenler		
Kısaltmalar	Değişkenler	Kaynak
BUYUME	Ekonomik Büyüme Oranı	OECD
ISSIZLIK	İşsizlik Oranı	OECD
ENF	Enflasyon Oranı	WB/WDI
BTCNDG	Genel Yönetim Bütçe Dengesi/GSYH	OECD/IMF/Eurostat
Bağımsız Değişkenler		
Kısaltmalar	Değişkenler	Kaynak
BORCSTK	Genel Yönetim Toplam Borç Stoku/GSYH	IMF/OECD/Eurostat
FAIZOD	Genel Yönetim Faiz Ödemeleri/GSYH	OECD/Eurostat/IMF/WB
UZVFO	Kamu Borçlanmasında Uzun Vadeli Faiz Oranları	OECD/IMF
KSVFO	Kamu Borçlanmasında Kısa Vadeli Faiz Oranları	OECD/IMF
Ülkelere	A.B.D, Almanya, Avustralya, Avusturya, Belçika, Birleşik Krallık, Çek Cumhuriyeti, Danimarka, Estonya, Finlandiya, Fransa, Hollanda, İrlanda, İspanya, İsrail, İsveç, İsviçre, İtalya, İzlanda, Japonya, Kanada, Kore, Letonya, Lüksemburg, Macaristan, Meksika, Norveç, Polonya, Portekiz, Slovakya, Slovenya, Şili, Türkiye, Yeni Zelanda, Yunanistan.	

Not: Yukarıda yer alan verilerin büyük bir çoğunluğu uluslararası kuruluşların (OECD, IMF, WB, Euro Stat) veri tabanlarından alınmıştır. Ancak belirtilen dönem için bazı yıllara ait eksik veriler, ilgili ülkelerin merkez bankaları ve istatistik ofislerinden alınmıştır. Şili'ye ait kısa ve uzun vadeli faiz oranları, borç ve bütçe verileri sırası ile Şili Merkez Bankası, Şili Borç Ofisi ve Şili Bütçe Ofisi'nden alınmıştır. Türkiye'ye ait genel yönetim bütçe faiz ödemeleri verileri, Hazine ve Maliye Bakanlığı'ndan alınmıştır. İsrail borç stoku verileri ile bütçe dengesi verileri sırası ile İsrail Merkez Bankası ve İsrail Maliye Bakanlığı'ndan alınmıştır. Uzun vadeli faiz oranları, 5-10 yıllık devlet tahvillerine uygulanan faiz oranlarını; kısa vadeli faiz oranları ise para piyasası veya hazine bonosu faiz oranlarını ifade etmektedir.

3.2.1.1. Veri Seti 1'e Ait Tanımlayıcı İstatistikler

Çalışmada ortalama, medyan, maksimum, minimum, standart sapma değerleri ile hata teriminin çarpıklık ve basıklık katsayılarını kullanarak, hata teriminin normal dağıldığı hipotezini test etmede kullanılan Jarque-Bera testi ve olasılık değerleri verilmiştir. Jarque-Bera testi normallik sınaması sonuçlarına göre değişkenlere ait hata terimlerinin normal dağıldığını ileri süren H_0 hipotezi olasılık değeri %5'ten küçük olduğundan, H_0 hipotezi reddedilmektedir. Bu sebeple tüm değişkenlere ait hata terimleri, normal dağılıma sahip değildir. Veri Seti 1'e ait tanımlayıcı istatistikler, Tablo 3.2'de verilmiştir.

Tablo 3.2: Veri Seti 1'e Ait Tanımlayıcı İstatistikler

	BUYUME	ISSIZLIK	ENF	BTCNDG	BORCSTK	FAIZOD	UZVFO	KSVFO
Ortalama	2.686841	7.648077	3.555928	-2.015483	59.15896	2.079936	8.681402	4.881075
Medyan	2.676500	6.897500	2.200000	-2.221000	51.99600	1.812000	4.710000	3.319000
Maksimum	25.48500	27.46600	89.10000	18.67100	236.3880	17.09000	1.915000	95.47000
Minimum	-14.40200	1.989000	-4.500000	-32.05000	3.664000	-3.207000	-0.360000	-0.784000
Std. Sapma	3.097003	3.981898	7.765117	4.303104	38.08714	2.273234	69.29668	8.452094
Çarpıklık	-0.173312	1.675326	7.823482	0.216685	1.549868	1.495263	26.90528	6.339926
Basıklık	9.812980	7.013437	74.72394	8.646035	6.901925	8.312523	739.9671	54.03665
Jarque-Bera	1504.691	883.817	174249.2	1036.785	802.9459	1201.706	1765452	89418.42
Olasılık	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000
Gözlem Sayısı	776	776	776	776	776	776	776	776

Tablo 3.2'de 1995-2017 dönemine ilişkin 35 OECD ülkesine ait veri setinin tanımlayıcı istatistiklerine bakıldığında; ekonomik büyüme değişkenine (BUYUME) ait ortalama değerin 2.68, en yüksek değerin 25.48 ve en düşük değerin -14.40 olduğu görülmektedir. İlgili değerlere bakıldığında en yüksek ekonomik büyüme oranının 2015 yılında İrlanda'da ve en düşük ekonomik büyüme oranının ise 2009 yılında Letonya'da gerçekleştiği görülmüştür.

İşsizlik değişkeninin (ISSIZLIK) örneklem ülkelerde ortalama değeri 7.64, en yüksek değeri 27.46 ve en düşük değeri 1.98 olarak gerçekleşmiştir. Yunanistan 2013 yılında en yüksek işsizlik oranına sahipken, İzlanda'nın 1999 yılında en düşük işsizlik oranına sahip olduğu görülmüştür.

İlgili dönemde enflasyon değişkeninin (ENF) örneklem ülkelere ait ortalama değeri 3.55, en yüksek değeri 89.10 ve en düşük değeri -4.50 seviyesinde gerçekleşmiştir. 1995 yılında Türkiye'de 89.10 olarak gerçekleşen enflasyon oranı, 2009 yılında İrlanda'da -4.50 seviyesinde gerçekleşmiştir.

Bütçe dengesi/GSYH değişkeninin (BTCNDG) örneklem ülkelerde ortalama değeri ilgili dönemde -2.05, en yüksek değeri 18.67 ve en düşük değeri -32.05 seviyesinde

gerçekleşmiştir. En yüksek değerin 2008 yılında Norveç'te ve en düşük değerin ise 2010'da İrlanda'da gerçekleştiği görülmüştür.

Örneklem ülkelerde belirtilen döneme ilişkin kamu borç stoku/GSYH değişkeninin (BORCSTK) ortalaması 59.15, en yüksek değeri 236,38 ve en düşük değeri ise 3.66 seviyesinde gerçekleşmiştir. En yüksek değer 2017 yılında Japonya'da ve en düşük değer ise 2007 yılında Estonya'da görülmüştür.

İlgili dönemde faiz ödemeleri/GSYH değişkenine (FAIZOD) ait ortalama değerin 2.07, en yüksek değerin 17.09 ve en düşük değerin -3.20 olduğu görülmüştür. Örneklem ülkelerde en yüksek değer 2001 yılında Türkiye'de ve en düşük değer ise 2008 yılında Norveç'te gerçekleşmiştir.

Örneklem ülkelerde uzun vadeli faiz oranlarına (UZVFO) ilişkin ortalama değer 8.68 olarak gerçekleşmişken, en yüksek değer 124.91 seviyesinde ve en düşük değer ise -0.36 düzeyinde gerçekleşmiştir. İlgili dönem içerisinde en yüksek değerin 1996'da Türkiye'de ve en düşük değerin 2016'da İsviçre'de gerçekleştiği görülmüştür.

Belirtilen dönemde kısa vadeli faiz oranları değişkenine (KSVFO) ait ortalama değerin 4.88, en yüksek değerin 95.47 ve en düşük değerin -0.78 olduğu görülmüştür. En yüksek değer 2001 yılında Türkiye'de ve en düşük değer ise 2015 yılında İsviçre'de gerçekleşmiştir.

3.2.1.2. Veri Seti 1'e Ait Korelasyon Matrisi

Korelasyon, iki değişken arasındaki ilişkinin ifadesidir. İki değişken arasındaki ilişkinin gücünü veya derecesini belirlemek için kullanılan yöntem ise korelasyon analizi olarak adlandırılmaktadır. Korelasyon analizinde korelasyon katsayısı, iki değişkenin değişimlerinde ne dereceye kadar uygunluk olduğunu belirlemektedir. Korelasyon kat sayısı (r) en düşük -1 ve en yüksek +1 olmak üzere $-1 \leq r \leq 1$ arasında değer almaktadır. Korelasyon katsayısı negatif ise değişkenler arasında ters yönlü bir ilişkiyi, pozitif ise değişkenler arasında aynı yönde doğrusal bir ilişkiyi göstermektedir (Sümbüloğlu ve Akdağ, 2007: 89). Korelasyon katsayısı +1 veya -1'e yaklaştıkça değişkenler arasındaki ilişki güçlenirken, 0'a yaklaştıkça ilişki zayıflamaktadır. Korelasyon katsayısı 0 olduğunda ise değişkenler arasında ilişki olmamaktadır. Korelasyon analizinde korelasyon katsayısı +1'e yaklaştıkça güçlü pozitif ilişki, -1'e

yaklaştıkça güçlü negatif ilişki ortaya çıkmaktadır. Analizde kullanılan değişkenlerin havuzlanmış gözlemlerine ait korelasyon matrisi Tablo 3.3'te özetlenmiştir.

Tablo 3.3: Veri Seti 1'e Ait Korelasyon Matrisi

	BUYUME	ISSIZLIK	ENF	BTCDNG	BORCSTK	FAIZOD	UZVFO	KSVFO
BUYUME	1							
ISSIZLIK	-0.10762	1						
ENF	0.11476	-0.00244	1					
BTCDNG	0.28873	-0.40415	-0.16367	1				
BORCSTK	-0.29695	0.23630	-0.11942	-0.41940	1			
FAIZOD	-0.01890	0.31381	0.34175	-0.41880	0.41303	1		
UZVFO	0.03210	-0.00849	0.13965	-0.01470	-0.05750	0.04180	1	
KSVFO	0.12233	-0.00259	0.29278	-0.14988	-0.14833	0.52171	0.11884	1

Değişkenlere ait korelasyon matrisine göre kamu borç stokunun büyüme ile negatif ve % 29, işsizlik ile pozitif ve % 23, enflasyon ile negatif ve % 11, bütçe dengesi ile negatif ve yaklaşık olarak % 41 düzeyinde bir korelasyona sahip olduğu görülmektedir.

Büyüme ve bütçe dengesi değişkenleri ile negatif korelasyona sahip faiz ödemelerinin, büyüme ile ilişkisi %1 ve bütçe dengesi ile ilişkisi ise % 41 düzeyindedir. Diğer taraftan faiz ödemeleri ile pozitif bir korelasyona sahip işsizlik ve enflasyon değişkenlerinin faiz ödemeleri arasındaki doğrusal ilişkinin ise sırasıyla % 31 ve % 34 seviyesinde olduğu görülmektedir.

Büyüme ve enflasyon ile pozitif korelasyona sahip uzun vadeli faiz oralarının, büyüme değişkeni ile olan ilişkisi % 3 ve enflasyon değişkeni ile olan ilişkisi ise yaklaşık olarak % 13 düzeyindedir. Tam tersine işsizlik ve bütçe dengesi ile negatif bir korelasyona sahip olan uzun vadeli faiz oranı değişkeninin işsizlik ile olan korelasyon gücü yaklaşık % 0.8 ve bütçe dengesi ile olan korelasyon gücü ise % 1 düzeyindedir.

Kısa vadeli faiz oranları ile pozitif ilişkiye sahip büyüme ve enflasyon değişkenlerinin kısa vadeli faiz oranları arasındaki korelasyon, büyüme için % 14 ve enflasyon için % 29 düzeyindedir. Diğer taraftan kısa vadeli faiz oranları ile negatif korelasyona sahip işsizlik ve bütçe dengesinin kısa vadeli faiz oranları ile ilişki gücü, işsizlik değişkeni için % 0.2 ve bütçe dengesi değişkeni için ise % 14 civarındadır. Analizde değişkenlerin havuzlanmış gözlemlerine ait korelasyon katsayılarının yer

aldığı tablo incelendiğinde, çoklu doğrusal bağlantı sorununun olmadığı belirlenmektedir.

3.2.2. Veri Seti 2

Genel yönetim toplam dış borç stoku/GSYH verisi bütün OECD ülkeleri için elde edilememiş ve bu veriye ancak 2004-2017 dönemi için ulaşılabilmiş olması nedeniyle, çalışmada farklı bir veri seti daha oluşturulmuştur. Veri Seti 2, 26 OECD ülkesinin 2004-2017 dönemine ait 3'ü bağımlı ve 2'si bağımsız olmak üzere yıllık verilerden oluşan toplam 5 değişkenden oluşmaktadır. Makroekonomik performans göstergeleri olarak kullanılan bağımlı değişkenler; ekonomik büyüme (BUYUME), işsizlik (ISSIZLIK) ve enflasyon (ENF) şeklindedir.

Kamu borç yönetiminde etkinlik kriterleri arasında yer alıp, makroekonomik performansı açıklamada kullanılan bağımsız değişkenler ise; genel yönetim toplam dış borç stoku/GSYH (GYDISBORCSTK) ve genel yönetim bütçe dengesi/GSYH (BTCNG) şeklindedir. Veri Seti 1'de bağımlı değişken olarak kullanılan genel yönetim bütçe dengesi değişkeni, Veri Seti 2'de bağımsız bir kontrol değişkeni olarak kullanılmıştır. Veri Seti 2'ye ait değişkenler, Tablo 3.4'te verilmiştir.

Tablo 3.4: Veri Seti 2'ye Ait Değişkenler

Bağımlı Değişkenler		
Kısaltmalar	Değişkenler	Kaynak
BUYUME	Ekonomik Büyüme Oranı	OECD
ISSIZLIK	İşsizlik Oranı	OECD
ENF	Enflasyon Oranı	WB
Bağımsız Değişkenler		
Kısaltmalar	Değişkenler	Kaynak
GYDISBORCSTK	Genel Yönetim Dış Borç Stoku/GSYH	Thomson Reuters Datastream
BTCNG	Genel Yönetim Bütçe Dengesi/GSYH	OECD/IMF/Eurostat
Ülkeler	A.B.D, Almanya, Avustralya, Avusturya, Birleşik Krallık, Çek Cumhuriyeti, Estonya, Hollanda, İrlanda, İspanya, İsrail, İsveç, İsviçre, İzlanda, Kanada, Kore, Letonya, Macaristan, Meksika, Polonya, Portekiz, Slovakya, Şili, Türkiye, Yeni Zelanda, Yunanistan.	

Not: ABD'ne ait genel yönetim dış borç stoku verileri, ABD Hazine Bakanlığından; Polonya'ya ait genel yönetim dış borç stoku verileri ise Narodowy Bank Polski'den alınmıştır. OECD ülkelerine ait genel yönetim dış borç stoku verileri, Hitit Üniversitesi Merkez Kütüphanesi'nin üye olmuş olduğu Thomson Reuters Datastream veri tabanından alınmıştır.

3.2.2.1. Veri Seti 2'ye Ait Tanımlayıcı İstatistikler

Çalışmada, hata teriminin normal dağıldığı hipotezini test etmede kullanılan Jarque-Bera testi ve olasılık değerleri verilmiştir. Jarque-Bera testi normallik sınaması sonuçlarına göre değişkenlere ait hata terimlerinin normal dağıldığını ileri süren H_0 hipotezi olasılık değeri % 5'ten küçük olduğundan, H_0 hipotezi reddedilmektedir. Bu sebeple tüm değişkenlere ait hata terimlerinin normal dağılıma sahip olmadığını belirtmek mümkündür. Veri Seti 2'ye ait tanımlayıcı istatistikler Tablo 3.5'te yer almaktadır.

Tablo 3.5: Veri Seti 2'ye Ait Tanımlayıcı İstatistikler

	BUYUME	ISSIZLIK	ENF	GYDISBORCSTK	BTCDNG
Ortalama	2.561626	8.022835	2.524451	33.04613	-2.411349
Medyan	2.647500	6.929000	2.200000	15.42000	-2.087500
Maksimum	25.48500	27.46600	15.40000	140.1300	12.57100
Minimum	-14.40200	2.285000	-4.500000	0.080000	-32.05000
Std. Sapma	3.526539	4.471664	2.418986	233.9825	4.022914
Çarpıklık	-0.123814	1.897271	1.528890	18.77251	-1.360764
Basıklık	10.52904	7.128344	7.194816	356.2215	11.29055
Jarque-Bera	860.6733	476.8669	408.6886	1913655	1154.789
Olasılık	0.000000	0.000000	0.000000	0.000000	0.000000
Gözlem Sayısı	364	364	364	364	364

Tablo 3.5'te 2004-2017 dönemine ilişkin 26 ülkeye ait veri setinin tanımlayıcı istatistiklerine bakıldığında; ekonomik büyüme değişkenine (BUYUME) ait ortalama değerin 2.56, en yüksek değerin 25.48 ve en düşük değerin -14.40 olduğu görülmektedir. İlgili ülkelere bakıldığında en yüksek ekonomik büyüme oranının 2015 yılında İrlanda'da ve en düşük ekonomik büyüme oranının ise 2009 yılında Letonya'da gerçekleştiği görülmüştür.

İşsizlik değişkeninin (ISSIZLIK) örneklem ülkelerde ortalama değeri 8.02, en yüksek değeri 27.46 ve en düşük değeri 2.28 olarak gerçekleşmiştir. Yunanistan 2013 yılında en yüksek işsizlik oranına sahipken, İzlanda'nın 2007 yılında en düşük işsizlik oranına sahip olduğu görülmüştür.

İlgili dönemde enflasyon değişkeninin (ENF) örneklem ülkelere ait ortalama değeri 2.52, en yüksek değeri 15.40 ve en düşük değeri -4.50 seviyesinde

gerçekleşmiştir. 2008 yılında Letonya’da 15.40 olarak gerçekleşen enflasyon oranı, 2009 yılında İrlanda’da -4.50 seviyesinde gerçekleşmiştir.

Genel yönetim toplam dış borç stoku/GSYH (GYDISBORCSTK) verisine bakıldığında ortalama değerin 33.04, en yüksek değerin 140.13 ve en düşük değerin 0.08 olduğu görülmektedir. En yüksek değerin 2016 yılında Yunanistan’da ve en düşük değerin ise 2007’de İsveç’te gerçekleştiği görülmüştür.

Bütçe dengesi/GSYH değişkeninin (BTCNDG) örneklem ülkelerdeki ortalama değeri ilgili dönemde -2.41, en yüksek değeri 12.57 ve en düşük değeri -32.05 seviyesinde gerçekleşmiştir. En yüksek değerin 2016 yılında İzlanda’da ve en düşük değerin ise 2010’da İrlanda’da gerçekleştiği görülmüştür.

3.2.2.2. Veri Seti 2’ye Ait Korelasyon Matrisi

Analiz 2’de kullanılan değişkenlerin havuzlanmış gözlemlerine ait korelasyon matrisi Tablo 3.6’da özetlenmiştir.

Tablo 3.6: Veri Seti 2’ye Ait Korelasyon Matrisi

	BUYUME	ISSIZLIK	ENF	GYDISBORCSTK	BTCNDG
BUYUME	1				
ISSIZLIK	-0.21265	1			
ENF	0.14746	-0.10144	1		
GYDISBORCSTK	-0.01063	0.18035	-0.08584	1	
BTCNDG	0.14340	-0.34223	0.02766	-0.05813	1

Tablo 3.6’daki değişkenlere ait korelasyon matrisine göre genel yönetim dış borç stoku; büyüme ile negatif ve % 1, işsizlik ile pozitif ve % 18, enflasyon ile negatif ve % 8.5 düzeyinde bir korelasyona sahiptir.

İlgili dönemde bağımsız bir kontrol değişkeni olarak modelde kullanılan bütçe dengesi değişkeninin büyüme ve enflasyon ile pozitif bir korelasyona sahip olduğu, korelasyon gücünün büyüme ile % 14 ve enflasyon ile % 2.7 düzeyinde olduğu görülmektedir. Diğer yandan işsizlik ile negatif korelasyona sahip bütçe dengesinin işsizlik ile olan korelasyon gücü ise % 34 seviyesindedir.

3.3. METODOLOJİ VE AMPİRİK ANALİZ

Ekonometrik çalışmalarda çözümlemeler, genel olarak üç farklı yolla yapılmaktadır. Bunlar; zaman serileri analizi, yatay kesit analizi ve panel veri analizi olarak adlandırılmaktadır. Zaman serileri analizine dayanan çalışmalar, belirli bir zaman aralığında değişkenlerin aldığı değerleri içerirken, yatay kesit analizine dayanan çalışmalar tek bir zamana ait farklı değişkenleri içermektedir. Panel veri analizine dayanan çalışmalar ise değişkenlerin hem zaman boyutunu hem de yatay kesit boyutunu kapsamaktadır. Diğer bir ifade ile panel veri analizi, zaman boyutuna sahip yatay kesit verilerini kullanarak değişkenler arasındaki ilişkiyi test etmektedir.

Panel veri analizi, yatay kesit veri ve zaman serisi gözlem büyüklüğüne göre farklı isimler almaktadır. Eğer yatay kesit veri zaman boyutundan daha büyükse kısa panel, tersi durumda ise uzun panel olarak adlandırılmaktadır. Bununla birlikte panel veri çalışmaları, dengeli ve dengesiz panel olarak da bir ayrıma tabi tutulmaktadır. Her bir yatay kesit biriminin aynı sayıda zaman serisi gözlemlerine sahip olması durumunda oluşan panel veri, dengeli panel olarak isimlendirilmektedir. Dengesiz panel ise, her bir yatay kesit biriminin farklı gözlem sayısına sahip olması durumunda söz konusu olmaktadır. Dengesiz panel veri analizi biraz daha karmaşık bir yapı arz ettiğinden, uygulamada daha çok dengeli panel veri analizine gidilmektedir (Tarı, 2014: 475).

Panel veri analizi, zaman serisi ve yatay kesit veri analizlerine özgü özellikleri taşımakla birlikte, bu analizlere ait dezavantajları ortadan kaldırmakta ve bu yönüyle önemli avantajlara sahip olmaktadır. Söz konusu bu avantajlar, aşağıda belirtildiği şekilde ifade edilebilir (Baltagi, 2005: 4-7; Tarı, 2014: 476).

- Panel veri analizi, kesit birimlere özgü farklılığı (bireyler, firmalar ve ülkelerin farklı eğilim ve davranışlara sahip olması) dikkate alarak, bu farklılığın model içinde kontrolüne ve ölçülebilmesine izin vermektedir.
- Daha çok bilgilendirici veri sağlayan panel veri, değişkenler arasında daha az doğrusal bağlantı sorunu yaratmaktadır. Yatay kesit verilerinin zaman boyutunu da ele alan panel veri, daha fazla değişken ve gözlem oluşturduğundan modellerin daha etkin olmasını sağlamaktadır.

- Panel veri, değişim dinamiklerinin incelenmesine daha fazla olanak tanımaktadır. Örneğin; işsizlik dönemleri, istihdam değişimleri, yoksulluk, işsizlik süresi ve işgücü hareketliliği panel veri ile daha iyi incelenmektedir.
- Yatay kesit veya zaman serisi verilerinde gözlemlenmeyen etkiler, panel veri ile daha iyi şekilde ölçülebilir.
- Panel veri analizi, kısa zaman veya yetersiz kesit gözlemin varlığı söz konusu olduğu durumlarda da analiz yapmaya olanak tanımaktadır.
- Panel veri analizi, daha karmaşık davranış modelleri ile çalışabilme imkânı sunması açısından, zaman serisi ve yatay kesit verisi modellerine göre üstünlük sağlamaktadır.

Bu doğrultuda araştırmada, OECD ülkelerinde kamu borç yönetiminde etkinliğin makroekonomik performans üzerindeki etkisi, panel veri analizi ile incelenmiştir. İki ayrı veri seti kullanılarak yapılan çalışmada, iki farklı analiz gerçekleştirilmiştir. Analiz 1’de Veri Seti 1 ve aşağıda yer alan ekonometrik modeller kullanılmıştır.

$$\text{Model 1: } BUYUME_{it} = \beta_0 + \beta_1 BORCSTK_{it} + \beta_2 FAIZOD_{it} + \beta_3 UZVFO_{it} + \beta_4 KSVFO_{it} + e_{it} \quad (1)$$

$$\text{Model 2: } ISSIZLIK_{it} = \alpha_0 + \alpha_1 BORCSTK_{it} + \alpha_2 FAIZOD_{it} + \alpha_3 UZVFO_{it} + \alpha_4 KSVFO_{it} + u_{it} \quad (2)$$

$$\text{Model 3: } ENF_{it} = \gamma_0 + \gamma_1 BORCSTK_{it} + \gamma_2 FAIZOD_{it} + \gamma_3 UZVFO_{it} + \gamma_4 KSVFO_{it} + v_{it} \quad (3)$$

$$\text{Model 4: } BTCDNG_{it} = \theta_0 + \theta_1 BORCSTK_{it} + \theta_2 FAIZOD_{it} + \theta_3 UZVFO_{it} + \theta_4 KSVFO_{it} + w_{it} \quad (4)$$

Bu analizde i ; yatay kesit (ülke) sayısı olup $i = 1, \dots, 35$, t ; veri setinin zaman boyutu olup, $t = 1, \dots, 23$ ’tür. e_{it} , u_{it} , v_{it} ve w_{it} ; varyansı sabit, ortalaması sıfır ve normal dağılıma sahip (White Noise (Beyaz Gürültü)) sürecine sahip, yani ekonometrik olarak sorunsuz) hata terimleridir.

Çalışmanın Analiz 2 kısmında, Veri Seti 2 ve aşağıda yer alan ekonometrik modeller kullanılmıştır.

$$Model\ 5: BUYUME_{it} = \varphi_0 + \varphi_1 GYDISBORCSTK_{it} + \varphi_2 BTCDNG_{it} + \omega_{it} \quad (5)$$

$$Model\ 6: ISSIZLIK_{it} = \delta_0 + \delta_1 GYDISBORCSTK_{it} + \delta_2 BTCDNG_{it} + \mu_{it} \quad (6)$$

$$Model\ 7: ENF_{it} = \rho_0 + \rho_1 GYDISBORCSTK_{it} + \rho_2 BTCDNG_{it} + \vartheta_{it} \quad (7)$$

Bu analizde de i ; yatay kesit (ülke) sayısı olup $i = 1, \dots, 26$, t ; veri setinin zaman boyutu olup, $t = 1, \dots, 14$ 'tür. ω_{it} , μ_{it} ve ϑ_{it} ; yine varyansı sabit, ortalaması sıfır ve normal dağılıma sahip hata terimleridir.

Analiz yöntemleri kapsamında, Analiz 1 ve Analiz 2 için öncelikle serilerin durağanlıkları; Levin, Lin & Chu (2002), Im, Pesaran & Shin (2003), Maddala ve Wu (1999) Fisher tipi Augmented Dickey ve Fuller (ADF- Fisher), Maddala ve Wu (1999) Fisher tipi Pihillips ve Peron (PP- Fisher) panel birim kök testleriyle incelenmiştir. Panel birim kök testlerinden sonra panel regresyon analizlerine geçilmiş ve bu işlem için Rassal Etkiler yöntemi ve Sabit Etkiler yöntemi kullanılmıştır. Seriler arasındaki nedensellik ilişkileri; Dumitrescu ve Hurlin (2012) panel Granger nedensellik testi yardımıyla analiz edilmiştir.

Çalışmanın analiz bölümünün daha kolay takip edilebilmesi ve kavram kargaşası yaşanmaması açısından, önce Veri Seti 1 ve bu verilerle kurulan Model (1) – Model (4) kullanılarak Analiz 1, sonra Veri Seti 2 ve bu verilerle kurulan Model (5) – Model (7) kullanılarak Analiz 2 gerçekleştirilmiştir.

Araştırmanın Analiz 1 kısmındaki bağımlı değişkenler; Model 1 ekonomik büyümeyi, Model 2 işsizliği, Model 3 enflasyonu ve Model 4 genel yönetim bütçe dengesi/GSYH'yı temsil etmektedir. Araştırmanın Analiz 2 kısmındaki bağımlı değişkenler ise; Model 5 ekonomik büyümeyi, Model 6 işsizliği ve Model 7 ise enflasyonu temsil etmektedir.

3.3.1. Analiz 1

3.3.1.1. Panel Birim Kök Testi

Bir serinin uzun dönemde sahip olduğu özellik, bir önceki dönemde değişkenin aldığı değerlerin, bir sonraki döneme ait değerini ne ölçüde etkilediğinin belirlenmesiyle ortaya çıkartılabilmektedir. Bu nedenle serinin nasıl bir süreçten geldiğini anlamak için,

serinin her dönemde aldığı değerin daha önceki döneme ait değerleriyle regresyonunun bulunması gerekmektedir. Bunun için değişik yöntemler geliştirilmiş ve ekonometride birim kök analizi olarak bilinen yöntemlerle, serilerin durağan olup olmadıkları belirlenmeye başlanmıştır (Tarı, 2014: 387). Genel olarak durağanlık; bir değişkenin ortalaması, varyansı ve kovaryansının zaman içerisinde sabit kalması veya seriye ait değerlerin, belli bir değere yaklaşması olarak ifade edilmektedir. Durağan serilerde; seri uzun dönemde, dalgalanmalar olsa bile aynı ortalamayı muhafaza eder ve zamana bağlı olarak değişmeyen bir sonlu varyasyona sahip olur (Kutlar, 2007: 324).

Yapılacak analizlerin güvenilir olabilmesi için öncelikle serilerin durağanlık derecelerinin belirlenmesi ve sonraki analizlerin, bu durum göz önünde bulundurularak yapılması gerekmektedir. Zaman serileri analizlerinde olduğu gibi panel veri analizi çalışmalarında da değişkenlerin durağan olması gerekmektedir (Sağdıç, 2015: 204). Durağan olmayan seriler, sahte regresyon veya anlamsız regresyon olgusuna yol açtığından (Gujarati, 2016: 320), sahte veya anlamsız regresyon sonuçlarının önlenmesi amacıyla panel birim kök testlerinden yararlanılmaktadır.

Panel birim kök analizleri, literatürde yaygın olarak kullanılan Levin, Lin & Chu, Im, Pesaran & Shin, Fisher tipi Augmented Dickey-Fuller (ADF- Fisher) ve Fisher tipi Pihillip Peron (PP- Fisher) modellerine dayanan birim kök testleri ile yapılabilmektedir (Çınar, 2011: 75; Sağdıç, 2015: 204). Bunlardan Levin, Lin & Chu panel birim kök testinde ortak bir birim kökün varlığı test edilirken, Im, Pesaran & Shin, ADF- Fisher ve PP- Fisher panel birim kök testlerinde, bireysel birim kökün varlığı sınanmaktadır. Panel birim kök testleri ile bireysel veya ortak birim kökün varlığının reddedilmesi durumunda yakınsamanın varlığından ve serinin durağan olduğundan söz edilebilmektedir (Abdioğlu ve Uysal, 2013: 135).

Yapılan birim kök analiz sonucunda düzey değerlerinde durağan olan serilere $I(0)$ serileri denir. Eğer seriler durağan değil, yani seriler birim kök içeriyorsa, serilerin birinci farkları alınarak seriler durağanlaştırılır ve böyle serilere $I(1)$ serileri adı verilir. Ancak birinci farka rağmen seri durağanlaşmıyorsa, bu kez serilerin ikinci farkları alınarak durağanlık sağlanır ve seriler $I(2)$ serileri adını alır. Serinin durağan olup olmadığını gösteren H_0 ve H_1 hipotezleri aşağıdaki gibidir.

H_0 : Seri durağan değildir. Yani seri birim kök içermektedir.

H_1 : Seri durağandır. Yani seri birim kök içermemektedir.

Levin, Lin & Chu; Im, Pesaran & Shin; ADF- Fisher ve PP- Fisher testlerinde, seriye ait olasılık değeri (prob.) 0.05'ten büyük olduğunda, serinin durağan olmadığı veya birim kök içerdiği anlaşılmaktadır. Bu durumda serinin durağan olmadığını ileri süren H_0 hipotezi kabul ve serinin durağan olduğunu ileri süren H_1 hipotezi reddedilir. Diğer taraftan olasılık değeri 0.05'ten küçük ise serinin durağan olduğunu ileri süren H_1 hipotezi kabul ve serinin durağan olmadığını ileri süren H_0 hipotezi reddedilir.

Çalışmada bağımlı değişkenler olarak büyüme, işsizlik, enflasyon, genel yönetim bütçe dengesi/GSYH ve bağımsız değişkenler olarak ise genel yönetim borç stoku/GSYH, genel yönetim faiz ödemeleri/GSYH, kamu borçlanması uzun ve kısa vadeli faiz oranları analize dâhil edilmiştir. Söz konusu değişkenlerin durağanlıkları, EViews 10 ekonometrik paket programı kullanılarak Levin, Lin & Chu; Im, Pesaran & Shin; ADF-Fisher ve PP-Fisher panel birim kök test teknikleri ile sınanmış ve elde edilen bulgular Tablo 3.7'de sunulmuştur.

Tablo 3.7: Panel Birim Kök Testi Sonuçları

	BUYUME		KARAR
	Test İstatistiği	Olasılık Değeri	
Levin, Lin & Chu	-10.5156***	0.0000	I(0)
Im, Pesaran & Shin	-9.25928***	0.0000	
ADF-Fisher Chi ²	215.523***	0.0000	
PP-Fisher Chi ²	20.942***	0.0000	
	ISSIZLIK		
	Test İstatistiği	Olasılık Değeri	
Levin, Lin&Chu	-5.67767***	0.0000	I(0)
Im, Pesaran&Shin	-6.42483***	0.0000	
ADF-Fisher Chi ²	165.786***	0.0000	
PP-Fisher Chi ²	80.7636	0.1781	
	ENF		
	Test İstatistiği	Olasılık Değeri	
Levin, Lin&Chu	-11.8393***	0.0000	I(0)
Im, Pesaran&Shin	-9.89650***	0.0000	
ADF-Fisher Chi ²	234.550***	0.0000	
PP-Fisher Chi ²	352.046***	0.0000	
	BTCDNG		
	Test İstatistiği	Olasılık Değeri	
Levin, Lin&Chu	-4.09316***	0.0000	I(0)
Im, Pesaran&Shin	-6.46979***	0.0000	
ADF-Fisher Chi ²	161.459***	0.0000	
PP-Fisher Chi ²	169.685***	0.0000	
	BORCSTK		
	Test İstatistiği	Olasılık Değeri	
Levin, Lin&Chu	-3.43108***	0.0003	I(0)
Im, Pesaran&Shin	-2.1617**	0.0153	
ADF-Fisher Chi ²	92.5352**	0.0370	
PP-Fisher Chi ²	38.1014	0.9993	
	FAIZOD		
	Test İstatistiği	Olasılık Değeri	
Levin, Lin&Chu	-7.21729***	0.0000	I(0)
Im, Pesaran&Shin	-3.18073***	0.0007	
ADF-Fisher Chi ²	122.556***	0.0001	
PP-Fisher Chi ²	123.988***	0.0001	
	UZVFO		
	Test İstatistiği	Olasılık Değeri	
Levin, Lin&Chu	-3.57219***	0.0002	I(0)
Im, Pesaran&Shin	-4.32413***	0.0000	
ADF-Fisher Chi ²	126.312***	0.0000	
PP-Fisher Chi ²	144.625***	0.0000	
	KSVFO		
	Test İstatistiği	Olasılık Değeri	
Levin, Lin&Chu	-6.50271***	0.0000	I(0)
Im, Pesaran&Shin	-5.80233***	0.0000	
ADF-Fisher Chi ²	155.119***	0.0000	
PP-Fisher Chi ²	126.304***	0.0000	

Not: *** ve **, İlgili serinin, istatistiksel olarak %1 ve % 5 önem düzeylerinde durağan olduğunu ifade etmektedir. Test yöntemi olarak sabit terimli ve trendli modeller kullanılmıştır.

Analiz 1’de kullanılan değişkenlerin durağan olup olmadıkları, durağan olmayan serilerin hangi seviyede durağanlaştığını tespit etmek amacıyla yapılan panel birim kök testlerinin test istatistiği ve olasılık değerlerine göre; bütün serilerin düzey değerlerinde durağan, yani $I(0)$ oldukları görülmüştür. Birim kök testi analizinde işsizlik ve genel yönetim borç stoku/GSYH serilerinin; Levin-Lin & Chu, Im-Pesaran & Shin ve ADF-Fisher olmak üzere 3 test yöntemine göre $I(0)$, PP-Fisher testine göre ise $I(1)$ olduğu görülmüştür. Ancak birim kök analizinde kullanılan 4 testten 3’ü, işsizlik ve genel yönetim borç stoku/GSYH serilerinin seviyede durağan olduğunu gösterdiğinden, bu seriler de $I(0)$ kabul edilmiştir. Birim kök test sonuçlarına göre; “seri durağan değildir veya seri birim kök içermektedir” şeklindeki H_0 hipotezi reddedilmiş ve “seri durağandır veya seri birim kök içermemektedir” şeklindeki H_1 hipotezi ise kabul edilmiştir.

3.3.1.2. Panel Regresyon Analizi

Ekonometrinin temel çalışma aracını oluşturan regresyon analizi; bağımlı değişken ile açıklayıcı değişkenler olarak da ifade edilen bağımsız değişkenler arasındaki doğrusal veya doğrusal olmayan ilişkiyi ele almaktadır (Kutlar, 2007: 8). Regresyon analizinde Y gibi bir bağımlı değişken ile X (veya X ’ler) gibi bağımsız değişken arasındaki ilişkinin tanımlanması yapıldığı gibi bu ilişkinin derecesi de hesaplanmakta ve böylece bağımsız değişkenlerin, bağımlı değişken üzerinde önemli bir etkiye sahip olup olmadığı araştırılmaktadır (Tarı, 2014: 15). Yapılan panel regresyon analizinde sahte regresyon sorununun önüne geçilmesi ve değişkenler arasındaki ilişkinin sağlıklı tespiti, serilerin durağanlıklarını araştıran birim kök testleri ile mümkün olmaktadır. Dolayısıyla yapılacak resgresyon analizlerinden önce serilerin durağanlıklarına bakmak ve durağan olmayan serileri fark alma işlemi ile durağanlaştırmak, başarılı bir regresyon analizi için ön koşul olmaktadır.

Panel veri analizlerinde, serilerin tamamı $I(0)$ çıktığında; yapılacak panel regresyon analizlerinde sahte regresyon sorunuyla karşılaşılmayacağı varsayılır ve panel regresyon analizleri gerçekleştirilir. Bu analizde serilerin tamamı $I(0)$ olduğu için panel regresyon analizi yapılabileceği değerlendirilmiştir.

Panel regresyon analizleri üç farklı yöntemle tahmin edilmektedir. Bunlardan ilki olan Panel En Küçük Kareler (Panel EKK veya Panel OLS) yöntemi olup, bu

yöntemde; panelde birey ve zaman etkilerinin olmadığı var sayılmaktadır. İkinci tahmin yöntemi olan Sabit Etkiler Yönteminde (Fixed Effect Method); panelde birey ve zaman etkilerinin sabit olduğu kabul edilmektedir. Üçüncü tahmin yöntemi olan Rassal Etkiler Yönteminde (Random Effect Method); panelde birey ve zaman etkilerinin rassal olarak değiştiği kabul edilmektedir. Sabit etkiler ve rassal etkiler yöntemlerinden hangisinin kullanılacağına, Hausman Testi ile karar verilebilmektedir. Hausman Testine ait olasılık değeri 0.05'ten küçük olduğunda; etkilerin sabit olduğuna, diğer durumda etkilerin rassal olduğuna karar verilmekte (Baltagi, 2001: 20) ve tahminciler arasında seçim yapılarak regresyon analizi bu doğrultuda gerçekleştirilmektedir (Tatoğlu, 2013: 179).

Hausman Testinde hipotezler;

H_0 : Rassal Etkiler tahmincisi doğru ve daha etkindir,

H_1 : Sabit Etkiler tahmincisi doğru ve daha etkindir, şeklinde kurulmaktadır.

Bu çalışmada regresyon analizi tahmin yöntemlerini belirleyebilmek amacıyla her bir modele Hausman Testi yapılmış ve elde edilen bulgular Tablo 3.8'de sunulmuştur.

Tablo 3.8: Hausman Testi Sonuçları

	Chi ² Test İstatistiği	Olasılık Değeri
Model 1	16.02***	0.00
Model 2	24.10***	0.00
Model 3	53.53***	0.00
Model 4	6.05	0.19

Not: ***; Zaman ve yatay kesit etkilerinin istatistiksel olarak %1 anlamlılık düzeyinde sabit olduğunu ifade etmektedir.

Tablo 3.8'deki bulgulara göre ilk 3 modelde Hausman Testi olasılık değeri 0.05'ten küçük olduğundan, H_0 reddedilmiş ve rassal etkiler yöntemine karşı sabit etkiler yöntemi tercih edilmiştir. Öte yandan Model 4 için yapılan Hausman Testi olasılık değeri 0.05'ten büyük çıktığından, H_1 hipotezi reddedilmiş ve sabit etkiler yöntemine karşı rassal etkiler yönteminin kullanılmasına karar verilmiştir. Bu nedenle çalışmada regresyon analizi yapmak üzere ilk 3 model için sabit etkiler yöntemi ve Model 4 için rassal etkiler yöntemi kullanılarak tahminler yapılmış ve elde edilen bulgular Tablo 3.9'da sunulmuştur.

Tablo 3.9: Panel Regresyon Analizi Sonuçları

Model 1: Bağımlı Değişken BUYUME				
	Sabit Etkiler Yöntemi		Rassal Etkiler Yöntemi	
	Katsayı	Olasılık Değeri	Katsayı	Olasılık Değeri
BORCSTK	-0.04***	0.00	-0.03***	0.00
FAIZOD	0.43***	0.00	0.27***	0.00
UZVFO	-0.0001	0.89	0.0005	0.99
KSVFO	-0.06***	0.00	-0.02	0.13
Sabit Terim	4.83***	0.00	4.28***	0.00
R ²	0.57		0.07	
R̄ ²	0.53		0.07	
F	0.00		0.00	
Model 2: Bağımlı Değişken ISSIZLIK				
BORCSTK	0.06***	0.00	0.06***	0.00
FAIZOD	0.27***	0.00	0.29***	0.00
UZVFO	-0.002**	0.02	-0.002**	0.03
KSVFO	-0.05***	0.00	-0.05***	0.00
Sabit Terim	3.43***	0.00	3.89***	0.00
R ²	0.72		0.24	
R̄ ²	0.70		0.23	
F	0.00		0.00	
Model 3: Bağımlı Değişken ENF				
BORCSTK	0.03***	0.00	0.02***	0.00
FAIZOD	-1.02***	0.00	-0.55***	0.00
UZVFO	0.002	0.11	0.002**	0.04
KSVFO	0.97***	0.00	0.92***	0.00
Sabit Terim	-1.30***	0.00	-1.08***	0.00
R ²	0.88		0.82	
R̄ ²	0.87		0.82	
F	0.00		0.00	
Model 4: Bağımlı Değişken BTCDNG				
BORCSTK	-0.04***	0.00	-0.02***	0.00
FAIZOD	-0.27**	0.01	-0.23**	0.04
UZVFO	-0.0005	0.70	-0.001	0.43
KSVFO	-0.04*	0.06	-0.07***	0.00
Sabit Terim	1.23***	0.00	0.31	0.41
R ²	0.55		0.68	
R̄ ²	0.53		0.65	
F	0.00		0.00	

Not: ***, ** ve *; ilgili katsayının sırasıyla %1, %5 ve %10 önem düzeyinde istatistiksel olarak güvenilir olduğunu ifade etmektedir. Test yöntemi olarak sabit terimli modeller kullanılmıştır. Optimum gecikme uzunlukları Akaike Bilgi Kriterine (AIC) göre belirlenmiştir

Tablo 3.9'daki bulgulara göre Model 1'de; genel yönetim toplam borç stoku/GSYH oranındaki 1 puanlık artışın, ekonomik büyümeyi sabit etkiler yöntemine göre 0.04 puan düşürdüğünü, artan borç stokunun ekonomik büyümeyi negatif etkilediğini göstermiştir.

Bilindiği üzere kamu borçları, alındıkları piyasalara göre iç borç ve dış borç olarak adlandırılmaktadır. Borç alımında milli gelirde bir büyüme olurken, bu borçların

anapara ve faiz ödemeleri sırasında ise kamudan bir kaynak çıkışı olmaktadır. Bu süreçte kaynak girişi ve çıkışı arasında oluşan net fark, ekonomik büyüme sürecine etki eden bir faktör olarak karşımıza çıkmakta (Işık, 2017: 119) ve alınan borçların verimli kullanılması sonucu elde edilen net ekonomik değer, borçlanmanın yarattığı etkinin yönünü belirlemektedir. Devletin aldığı borçların ekonomide verimli bir biçimde kullanılması sonucu ortaya çıkan ulusal gelir artışı ve bu artıştan elde edilen vergi gelirleri, borç faiz ödemelerinden daha yüksek ise borçlanmanın ekonomik büyüme üzerindeki etkisi pozitif olmaktadır (Şener, 2014: 420). Ancak iç ve dış borçların verimli kullanılmaması durumunda yaratılan ekonomik değer, borç faiz ödemelerinin altında kalabilmektedir. Bu durumda dış borç faiz ödemeleri için vergilerin yükseltilmesi gerekeceğinden, yüksek borçlu ülkelerden dışarıya sermaye çıkışı yaşanabilmekte (Bağcı, 2001: 22) ve yapılan borç faiz ödemeleri ile ülke kaynaklarının dışarıya transfer edilmesi, yatırım ve üretim için gerekli sermaye stokunu azaltmaktadır. İç borçlanma kaynaklarının verimli kullanılmaması durumunda ise borç anapara ve faiz ödemeleri yeni borçlanmaları gerekli kılabilceğinden, borçlanma kaynaklarına olan talep artabilmektedir. Borçlanma faiz oranlarını yükselten bu süreç; kamu yatırımlarının özel yatırımları dışlamasına (Crowding-Out) neden olmakla birlikte bireysel veya kurumsal fon kaynaklarının reel üretimden çekilip yüksek faiz oranları nedeniyle kamu borçlanma araçlarına yatırılmasını da teşvik etmektedir (Bağcı, 2001: 19). Bu durum, kamu borçlanmasının ekonomik büyüme üzerinde olumsuz etki yarattığı, iktisadi işleyişi bozduğu ve belirtilen dönemde büyümenin borçlanma kaynakları ile gerçekleşmediği düşüncesini desteklemektedir.

Genel yönetim faiz ödemeleri/GSYH oranındaki 1 puanlık artış, sabit etkiler yönteminde ekonomik büyüme üzerinde 0.43 puanlık bir pozitif etki yaratmıştır. Bu durum, ekonomik sınıflandırmada kamu transfer harcamaları niteliği taşıyan borç faiz ödemelerinin, iç talebi canlandırarak ekonomik büyümeyi pozitif etkilediğini göstermekte ve Keynesyen iktisadi yaklaşımın, kamu harcamalarının ekonomik büyüme üzerinde pozitif etki yarattığına ilişkin görüşünü desteklemektedir.

Sabit etkiler yönteminde uzun vadeli faiz oranlarının ekonomik büyüme üzerindeki etkisi negatif, ancak istatistiksel olarak anlamsız çıkmıştır. Kısa vadeli faiz oranlarındaki 1 puanlık artışın, sabit etkiler yönteminde ekonomik büyümeyi 0.06 puan düşürdüğü görülmüştür.

Geleneksel yaklaşımda tüketim, tasarruf ve yatırım, faiz oranlarının bir fonksiyonu olduğundan (Johnson vd., 2001: 411); faiz oranlarındaki değişim tüketim, tasarruf ve yatırım kararlarını etkilemektedir. Artan faiz oranları, bireylerin bugünkü tüketimden vazgeçip tasarrufta bulunmalarına, diğer bir ifade ile gelecekteki tüketimi tercih etmelerine neden olabilmektedir (Yıldırım vd., 2009: 127). Ayrıca faiz oranlarındaki artış yatırım maliyetlerini arttırdığından, fon sahipleri, daha risksiz ve yüksek getirili kamu borçlanma araçları gibi portföy yatırımlarına yönelebilmektedir. Sonuç olarak faiz oranlarındaki yükselişin, tüketim ile yatırım kararlarını olumsuz etkileyerek toplam talep seviyesini ve reel üretimi düşürdüğünü, böylece ekonomik büyüme üzerinde negatif bir etki yarattığını belirtmek mümkündür.

Borçlanmada faiz bir maliyet unsuru olduğundan, etkin borç yönetim politikasının temel amacından biri de kamunun düşük faiz oranı ile borçlanmasını sağlamaktır. Yüksek faiz oranı ile borçlanan devlet, daha fazla faiz maliyetine katlanmaktadır. Kamunun daha fazla faiz maliyetine katlanması, bir yandan bütçe faiz ödemelerinin kamu mali dengesi üzerinde yarattığı olumsuz etkiyi artırırken diğer yandan bütçeden yatırımlara ayrılan kaynakları azaltarak kamunun yatırım ve üretim aktivitelerini daraltabilmektedir.

Model 2’de; genel yönetim toplam borç stoku/GSYH oranındaki 1 puanlık artışın, sabit etkiler yöntemine göre işsizlik oranını 0.06 puan ve genel yönetim faiz ödemeleri/GSYH oranındaki 1 puanlık artışın ise işsizlik oranını 0.27 puan arttırdığı görülmüştür. Bu durum, alınan borçların istihdamı arttıracak verimli alanlarda kullanılmadığını ve faiz ödemelerinin ise ülke içinde yatırımlara gitmesi gereken kaynakları azaltarak üretim ve istihdam olanaklarının düşmesine neden olduğunu ortaya koymaktadır.

Uzun vadeli faiz oranlarındaki 1 puanlık artış, sabit etkiler yöntemine göre işsizlik oranını 0.002 puan düşürürken, kısa vadeli faiz oranlarındaki 1 puanlık artış, işsizlik oranını 0.05 puan azaltmıştır. Faiz ile işsizlik arasında elde edilen bu sonuç, iktisat teorisine ve önsel beklentilere uymamaktadır. Normal koşullar altında artan faiz oranlarının, yatırımlar ile üretimi azaltması ve işsizliği artırması beklenmektedir. Ancak artan faiz oranları, ekonomide var olan sorunların düzeltilmesi yönünde önlemlerin alındığı beklentisini yaratabilmekte ve merkez bankasının enflasyonla mücadele ettiği

düşüncesini güçlendirebilmektedir. Bu durum, ülke içinden dışarıya doğru sermaye çıkışının önlenmesine, beklentilerin olumlu yönde etkilenmesine ve istihdamı arttıracak yatırım kararlarının olumlu beklentiler etrafında yeniden şekillenmesine yol açabilmektedir. Bununla birlikte artan faiz oranları, kamu mali yöneticilerinin daha ağır koşullar altında borçlanmak yerine, mali kural uygulamaları ile mali disiplini sağlama yönünde karar almalarını ve borçlanma gereğini düşürmelerini sağlayabilir. Kamu açıklarının azaltılması ve faiz dışı fazla verilmesi yoluyla kamu kesimi finansman ihtiyacının düşürülmesi, yüksek faiz ortamında kamunun ağır borçlanmalara girişmesini önleyebilir. Bu gelişme, özel sektörün ihtiyaç duyduğu yatırım kaynaklarının kamuda toplanmasını engellediği gibi dışlama etkisinin de azalmasını sağlayabilmektedir.

Model 3'te; genel yönetim toplam borç stoku/GSYH oranındaki 1 puanlık artışın, sabit etkiler yöntemine göre enflasyonu 0.03 puan artırdığı görülmüştür. Bu durumun nedeni, artan borç stoku ile birlikte faizlerin de yükseldiği ve bunun da Fisher Etkisi¹ kanalından enflasyonu artırdığı değerlendirilmektedir. Bununla birlikte borçlanma ile elde edilen kaynakların, yoğun olarak kamu kesiminin tüketim harcamalarında kullanılarak toplam talebi arttırması ve toplam talebin toplam arz üzerindeki baskısını arttırması da enflasyonist etki yaratmaktadır (Demir, 2009: 59).

Genel yönetim faiz ödemeleri/GSYH oranındaki 1 puanlık artışın, sabit etkiler yönteminde enflasyonu 1.02 puan düşürdüğü görülmüştür ki bu durumun, yurtiçi tüketim ve yatırım faaliyetlerinde kullanılacak finansal sermayenin, borç ödemelerinde kullanılmış olması nedeniyle düşen iç talepten kaynaklandığı değerlendirilmektedir. Öte yandan kamudan, yerleşik fon sahiplerine doğru yapılan borç faiz ödemelerinin iç talebi canlandıracağı düşünülmektedir. Ancak borç faiz ödemelerinin, tüketim ve yatırımlarda kullanılması yerine tasarruf edilmesi, iç talebin ve dolayısıyla enflasyonun düşmesine neden olmaktadır.

Uzun vadeli faiz oranlarındaki artışın, sabit etkiler yönteminde enflasyonu arttırdığı ancak bu artışın istatistiksel olarak anlamsız çıktığı görülmüştür. Buna karşın kısa vadeli faiz oranındaki 1 puanlık artış, enflasyonu sabit etkiler yöntemine göre 0.97 puan arttırmıştır. Faiz oranlarındaki artışın, enflasyonu artırmasının da Fisher Etkisi

¹ Fisher Etkisi; ekonomilerde reel faiz oranlarının genel olarak sabit olduğunu, bu nedenle nominal faiz oranları ile enflasyon oranı arasında doğrusal (aynı yönlü) bir ilişkinin olduğunu ifade etmektedir (Tunalı ve Erönel, 2016; 1415-1416).

kanalından gerçekleştiği değerlendirilmektedir. Ancak faiz oranları ile enflasyon arasındaki ilişkiyi tam olarak ortaya koymak için öncelikle enflasyonun talep kaynaklı mı yoksa maliyet kaynaklı mı olduğunu tespit etmek gerekmektedir.

Faiz oranlarındaki artış, bireylerin ve kurumların tüketim taleplerini olumsuz etkileyeceğinden artan faiz oranlarının enflasyonu düşürmesi muhtemel bir sonuç olmaktadır. Yani talep enflasyonunun olduğu durumda faiz oranı ile enflasyon arasında ters yönlü bir ilişki ortaya çıkmakta ve faiz oranlarındaki artış enflasyonu düşürmektedir. Enflasyonun maliyet kaynaklı olması durumunda ise faiz oranı ve enflasyon arasında aynı yönde doğrusal bir ilişki ortaya çıkmaktadır. Faiz oranları, üretim ve yatırım için gerekli girdi maliyetlerini etkilediğinden, artan faiz oranları üretimde kullanılacak sermayenin etkinliğini azaltmakta (maliyetini artırmakta) ve enflasyonun yükselmesine yol açmaktadır (Eğilmez, 2014). Bu yönüyle çalışmada elde edilen sonuçlar, belirtilen dönemde OECD ülkelerinde yükselen faiz oranlarının üretim maliyetlerini ve dolayısıyla enflasyonu arttırdığı görüşünü desteklemektedir.

Model 4'te; rassal etkiler yöntemine göre genel yönetim toplam borç stoku/GSYH oranındaki 1 puanlık artış, bütçe dengesi üzerinde 0.02 puanlık bir negatif etki yaratırken, faiz ödemeleri/GSYH oranındaki 1 puanlık artış ise bütçe dengesi üzerinde 0.23 puanlık negatif etki oluşturmuştur. Uzun vadeli faiz oranlarındaki artış, bütçe dengesini negatif etkilemiş ancak bu etkinin istatistiksel olarak anlamlı olmadığı görülmüştür. Rassal etkiler yönteminde kısa vadeli faiz oranlarındaki 1 puanlık artış ise bütçe dengesini 0.07 puan seviyesinde negatif etkilemiştir. Borç stoku ve faiz ödemelerinin bütçe dengesi üzerindeki negatif etkisi, bütçe gelirlerinin önemli bir kısmının geçmiş dönem borçların anapara ve faiz ödemelerinde kullanıldığı anlamına gelmektedir. Kısa dönem faiz oranlarındaki artışın bütçe dengesi üzerindeki negatif etkisi ise artan faiz oranların daha ağır borçlanma koşullarına yol açtığı ve bütçe faiz ödemelerini arttırdığı yönünde değerlendirilmektedir. Çünkü artan borç stoku, borçlanma faiz oranlarını arttırarak bütçe faiz ödemelerini yükseltmekte ve bütçe açığına yol açmaktadır. Artan açıkların finansmanı için vergi gelirlerinin yetersizliği ve faiz dışı dengenin negatif olması durumunda, daha fazla finansman ihtiyacı doğmakta ve kamu borçlanması ile bütçe açığı arasında iki yönlü bir etkileşim süreklilik kazanabilmektedir.

Modellerin altında yer alan R^2 ; belirlilik katsayısı olup, kurulan modelin bağımlı değişkendeki değişimlerin yüzde kaçını açıklayabildiğini göstermektedir. Bu oranın genel olarak %50 civarında olması yeterli kabul edilmekte ve oranın 1'e yaklaşması, modelin açıklama gücünün daha da yüksek olduğunu göstermektedir. $\bar{R}^2$; düzeltilmiş belirlilik katsayısı olup, R^2 değerinin, modelde yer alan parametre (katsayı) adedi ve analizde kullanılan gözlem sayısına göre düzeltilmesinden oluşmaktadır. Bu yönüyle düzeltilmiş $\bar{R}^2$, R^2 değerine göre daha güvenilir kabul edilmektedir (Tarı, 2012: 131). Bu çalışmada modellerin belirlilik katsayılarının genel olarak kabul edilebilir seviyelerde olduğu görülmektedir.

F istatistiği; modellerde kullanılan açıklayıcı değişkenlerin, bir bütün olarak bağımlı değişkeni anlamlı düzeyde etkileyip, etkilemediğini sınamaktadır. Bu teste ait olasılık değerinin 0.05'ten küçük olması, ilgili modelin başarısına bir kanıt oluşturmaktadır (Tarı, 2012: 133). Tablo 3.9'daki bütün modellerin F istatistiklerinin bu koşulu sağladığı, dolayısıyla modellerin başarılı olduğu söylenebilir.

3.3.1.3. Panel Nedensellik Testi

Panel veri analizinde regresyon analizi, değişkenler arasındaki bağımlılık ilişkilerini araştırmaktadır. Ancak değişkenler arasındaki bağımlılık, mutlak olarak bir nedensellik ilişkisi ifade etmemektedir. Nedensellik analizi ise değişkenler arasındaki ilişkinin yönünü belirlemekte ve değişkenler arasındaki ilişkinin yönünü dört farklı durum ile ortaya koymaktadır. Bunlar; X'ten Y'ye doğru bir nedensellik ilişkisinin olduğunu, Y'den X'e doğru bir nedensellik ilişkisinin olduğunu, X ile Y arasında karşılıklı bir nedensellik ilişkinin olduğunu veya X ile Y arasında bir nedensellik ilişkisinin olmadığını ileri süren durumlardır. 1969 yılında Granger tarafından başlatılan nedensellik testleri, zamanla farklı yazarlar tarafından kullanılan farklı yaklaşımlarla geliştirilmiştir (Tarı, 2014: 436-437). Bu doğrultuda analize dâhil edilen seriler arasında etkileşimin varlığını ve varsa etkileşimin yönünü belirleyebilmek için nedensellik testleri kullanılmıştır.

Bu çalışmada seriler arasında nedensellik ilişkilerinin varlığı; Granger (1969) veya Dumitrescu ve Hurlin (2012) panel nedensellik testleri yardımıyla incelenebilmektedir. Granger (1969) testinde sadece panelin tamamında var olan

nedensellik testi sonucu rapor edilirken, Dumitrescu ve Hurlin (2012) testinde paneli oluşturan yatay kesitlerin bir kısmı için geçerli olan nedensellik etkileri de belirlenebilmektedir. Y ve X şeklindeki iki değişken arasında nedensellik ilişkilerinin varlığı, Dumitrescu ve Hurlin (2012) panel Granger nedensellik testinde, aşağıdaki denklem sistemi yardımıyla sınanmaktadır.

$$Y_{i,t} = \alpha_i + \sum_{m=1}^M \gamma_i Y_{i,t-m} + \sum_{m=1}^M \beta_i X_{i,t-m} + \varepsilon_{i,t} \quad (8)$$

$$X_{i,t} = \theta_i + \sum_{m=1}^M \delta_i X_{i,t-m} + \sum_{m=1}^M \mu_i Y_{i,t-m} + \epsilon_{i,t} \quad (9)$$

Burada M ; optimum gecikme uzunluğudur. Denklem (8), X 'ten Y 'ye; Denklem (9) ise Y 'den X 'e doğru bir nedensellik ilişkisinin varlığını test etmektedir. Dumitrescu ve Hurlin (2012) panel Granger nedensellik testinde katsayıların yatay kesitler için farklı olabileceğini varsaymaktadır. Bu yönüyle testin hipotezleri, aşağıda belirtildiği şekilde oluşturulmaktadır.

$H_0: \beta_i = 0$ Bütün yatay kesitler için.

Yani bütün yatay kesitlerde X 'ten Y 'ye doğru nedensellik ilişkisi yoktur.

$$H_1: \begin{cases} \beta_i^{(m)} = 0, & \forall i = 1, 2, \dots, N_1 \\ \beta_i^{(m)} \neq 0, & \forall i = N_1 + 1, N_1 + 2, \dots, N \end{cases}$$

Yani bazı yatay kesitlerde X 'ten Y 'ye doğru bir nedensellik ilişkisi vardır.

Dumitrescu ve Hurlin (2012) panel Granger nedensellik testinde sıfır hipotezi (H_0) “panelde yer alan tüm yatay-kesit birimlerde Granger nedensellik ilişkisi yoktur”, alternatif hipotezi ise (H_1) “en az bir yatay-kesit birimde Granger nedensellik ilişkisi vardır” şeklindedir. Bu testte alternatif hipoteze karşı sıfır hipotezi sınanmaktadır (Bozoklu ve Yılandı, 2013: 175-176).

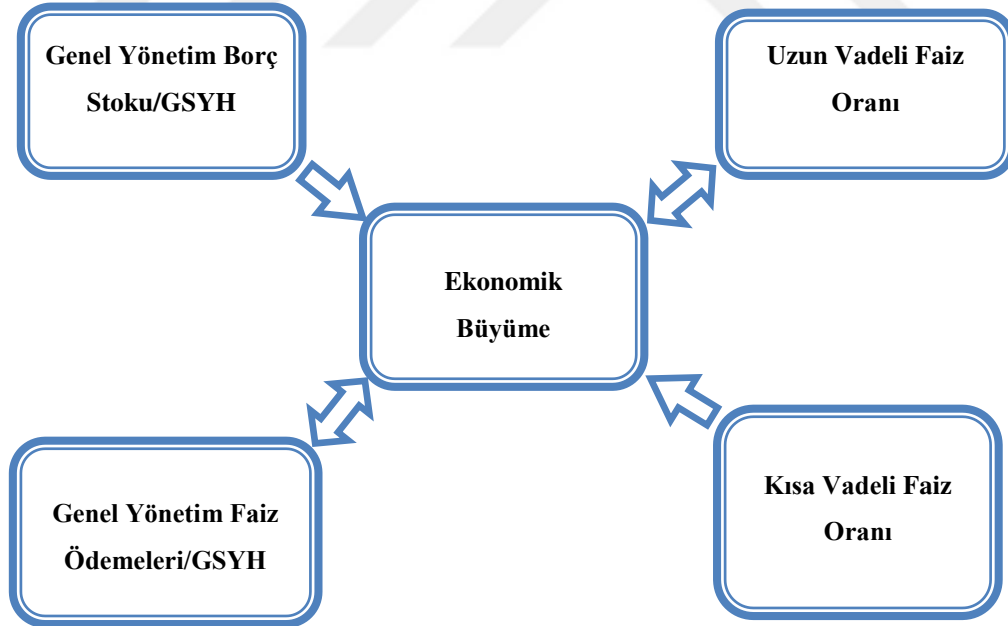
Çalışmada Dumitrescu ve Hurlin (2012) panel Granger nedensellik testleri yapılmış ve Model 1 için elde edilen bulgular Tablo 3.10'de sunulmuştur.

Tablo 3.10: Panel Nedensellik Testi Sonuçları (Model 1)

Nedenselliğin Yönü	W İstatistiği	Z İstatistiği	Olasılık Değeri	Gecikme Uzunluğu	H ₀	H ₁
BORCSTK → BUYUME	5.06574	6.22630	0.00***	2	Ret	Kabul
BUYUME → BORCSTK	2.62998	0.76981	0.44	2	Kabul	Ret
FAIZOD → BUYUME	4.72458	5.46205	0.00***	2	Ret	Kabul
BUYUME → FAIZOD	3.98992	3.81630	0.00***	2	Ret	Kabul
UZVFO → BUYUME	4.24034	4.07489	0.00***	2	Ret	Kabul
BUYUME → UZVFO	2.77670	0.96749	0.00***	2	Ret	Kabul
KSVFO → BUYUME	7.35010	11.3436	0.00***	2	Ret	Kabul
BUYUME → KSVFO	6.22430	8.82166	0.33	2	Kabul	Ret

Not: ***ve ** sırasıyla %1 ve %5 anlamlılık düzeyinde birinci değişkenden ikinci değişkene doğru nedensellik ilişkisinin varlığını göstermektedir.

Tablo 3.10'deki sonuçların, daha rahat takip edilebilmesi açısından Şekil 3.1 oluşturulmuştur.

Şekil 3.1: Değişkenler Arasındaki Nedensellik İlişkileri (Model 1)

Şekil 3.1'de yer alan değişkenler arasındaki nedensellik ilişkilerine bakıldığında; M=2 gecikme uzunluğunda ve % 1 anlamlılık düzeyinde Model 1'de yer alan bütün bağımsız değişkenlerden ekonomik büyümeye doğru nedensellik ilişkisinin

var olduğu görülmüştür. Tüm bağımsız değişkenlerden büyümeye doğru nedensellik ilişkisinin varlığı; Model 1'in doğru kurulduğunu ve bu modele, ekonomik büyümeyi etkileyen değişkenlerin dâhil edildiğini göstermektedir. Aynı zamanda ekonomik büyümeden, uzun vadeli faiz oranlarına ve genel yönetim faiz ödemelerine doğru nedensellik ilişkisi tespit edilmiştir.

Model 2 için yapılan Dumitrescu ve Hurlin (2012) panel Granger nedensellik testinden elde edilen bulgular Tablo 3.11'te sunulmuştur.

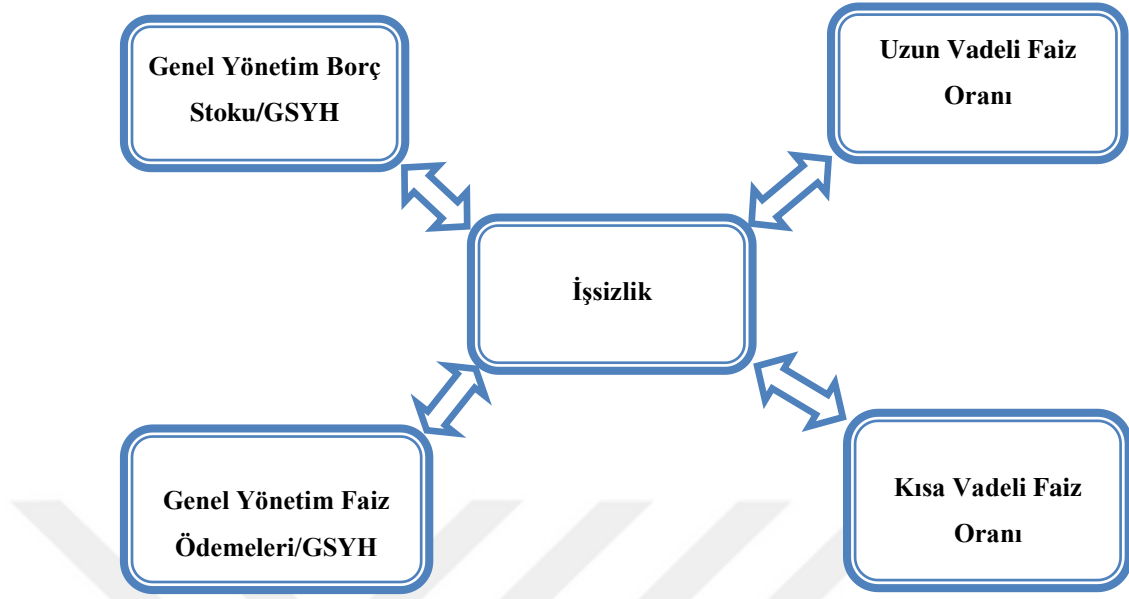
Tablo 3.11: Panel Nedensellik Testi Sonuçları (Model 2)

Nedenselliğin Yönü	W İstatistiği	Z İstatistiği	Olasılık Değeri	Gecikme Uzunluğu	H ₀	H ₁
BORCSTK → ISSIZLIK	8.15152	13.1389	0.00***	2	Ret	Kabul
ISSIZLIK → BORCSTK	3.14199	1.91679	0.05*	2	Ret	Kabul
FAIZOD → ISSIZLIK	3.58479	2.90873	0.00***	2	Ret	Kabul
ISSIZLIK → FAIZOD	5.09131	6.28359	0.00***	2	Ret	Kabul
UZVFO → ISSIZLIK	5.50777	6.76574	0.00***	2	Ret	Kabul
ISSIZLIK → UZVFO	3.35287	2.19075	0.00***	2	Ret	Kabul
KSVFO → ISSIZLIK	5.33823	6.83672	0.00***	2	Ret	Kabul
ISSIZLIK → KSVFO	4.45118	4.84958	0.00***	2	Ret	Kabul

Not: ****ve * sırasıyla %1 ve %10 anlamlılık düzeyinde birinci değişkenden ikinci değişkene doğru nedensellik ilişkisinin varlığını göstermektedir.

Tablo 3.11'deki sonuçların, daha rahat takip edilebilmesi açısından Şekil 3.2 oluşturulmuştur.

Şekil 3.2: Değişkenler Arasındaki Nedensellik İlişkileri (Model 2)



Şekil 3.2'deki değişkenler arasındaki nedensellik ilişkilerine bakıldığında; $M=2$ gecikme uzunluğunda ve % 1 anlamlılık düzeyinde (işsizlik değişkeninden borç stoku değişkenine doğru % 10 anlamlılık düzeyinde) Model 2'de yer alan bütün bağımsız değişkenlerle işsizlik arasında çift yönlü bir nedensellik ilişkisi bulunmuştur. Bu durum, Model 2'nin doğru kurulduğuna, bu modele işsizlik oranını etkileyen değişkenlerin dâhil edildiğine bir kanıt oluşturmaktadır. Bağımsız değişkenlerden işsizlik oranına doğru olan nedensellik ilişkilerinin arkasında; borç stoku ve faiz ödemeleri nedeniyle ülkede artan faiz oranlarının, yatırımları azaltması ve işsizlik oranlarını artırması olduğu değerlendirilmektedir.

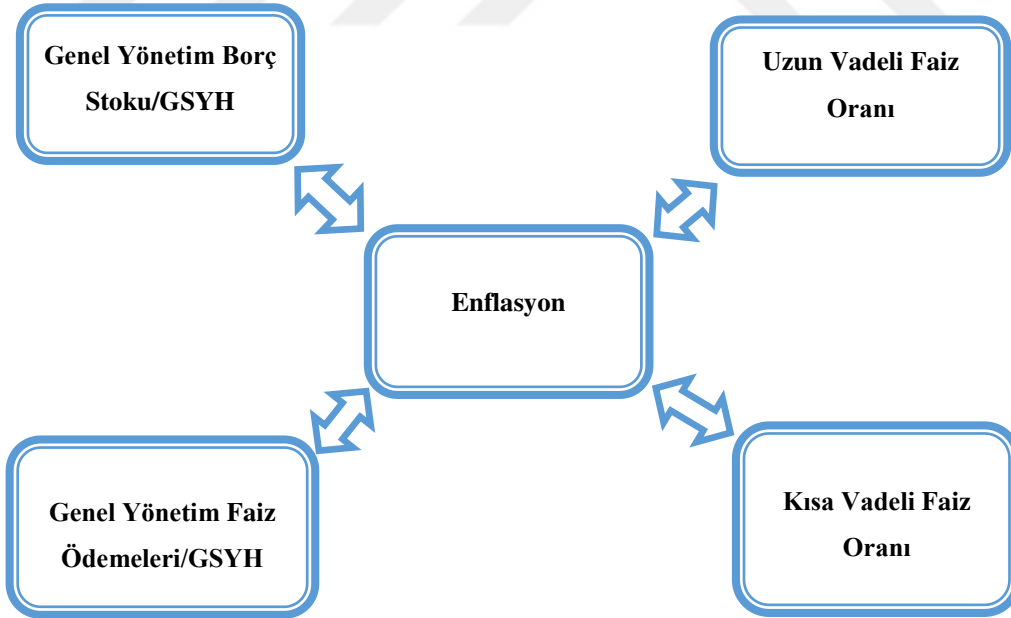
Model 3 için yapılan Dumitrescu ve Hurlin (2012) panel Granger nedensellik testinden elde edilen bulgular Tablo 3.12'te sunulmuştur.

Tablo 3.12: Panel Nedensellik Testi Sonuçları (Model 3)

Nedenselliğin Yönü	W İstatistiği	Z İstatistiği	Olasılık Değeri	Gecikme Uzunluğu	H ₀	H ₁
BORCSTK → ENF	4.58577	5.15109	0.00***	2	Ret	Kabul
ENF → BORCSTK	3.65696	3.07040	0.00***	2	Ret	Kabul
FAIZOD → ENF	3.33009	2.33817	0.01**	2	Ret	Kabul
ENF → FAIZOD	3.68288	3.12846	0.00***	2	Ret	Kabul
UZVFO → ENF	4.59419	4.82615	0.00***	2	Ret	Kabul
ENF → UZVFO	5.15433	6.01536	0.00***	2	Ret	Kabul
KSVFO → ENF	3.24999	2.15874	0.03**	2	Ret	Kabul
ENF → KSVFO	4.64219	5.27748	0.00***	2	Ret	Kabul

Not: ***ve ** sırasıyla %1 ve %5 anlamlılık düzeyinde birinci değişkenden ikinci değişkene doğru nedensellik ilişkisinin varlığını göstermektedir.

Tablo 3.12’teki sonuçların, daha rahat takip edilebilmesi açısından Şekil 3.3 oluşturulmuştur.

Şekil 3.3: Değişkenler Arasındaki Nedensellik İlişkileri (Model 3)

Şekil 3.3’e bakıldığında; M=2 gecikme uzunluğunda ve % 1 anlamlılık düzeyinde (faiz ödemeleri ve kısa vadeli faiz oranları değişkenlerinden enflasyon değişkenine doğru % 5 anlamlılık düzeyinde), Model 3’te yer alan bütün bağımsız

değişkenlerle enflasyon arasında çift yönlü bir nedensellik ilişkisinin olduğu tespit edilmiştir. Bu durum, Model 3'ün doğru kurulduğuna, bu modele enflasyon oranını etkileyen değişkenlerin dâhil edildiğine bir kanıt oluşturmaktadır. Bağımsız değişkenlerden enflasyon oranına doğru olan nedensellik ilişkilerinin arkasında; borç stoku ve faiz ödemeleri nedeniyle yükselen faiz oranlarının, Fisher Etkisi kanalından enflasyon oranını etkilediği değerlendirilmektedir.

Model 4 için yapılan Dumitrescu ve Hurlin (2012) panel Granger nedensellik testinden elde edilen bulgular Tablo 3.13'te sunulmuştur.

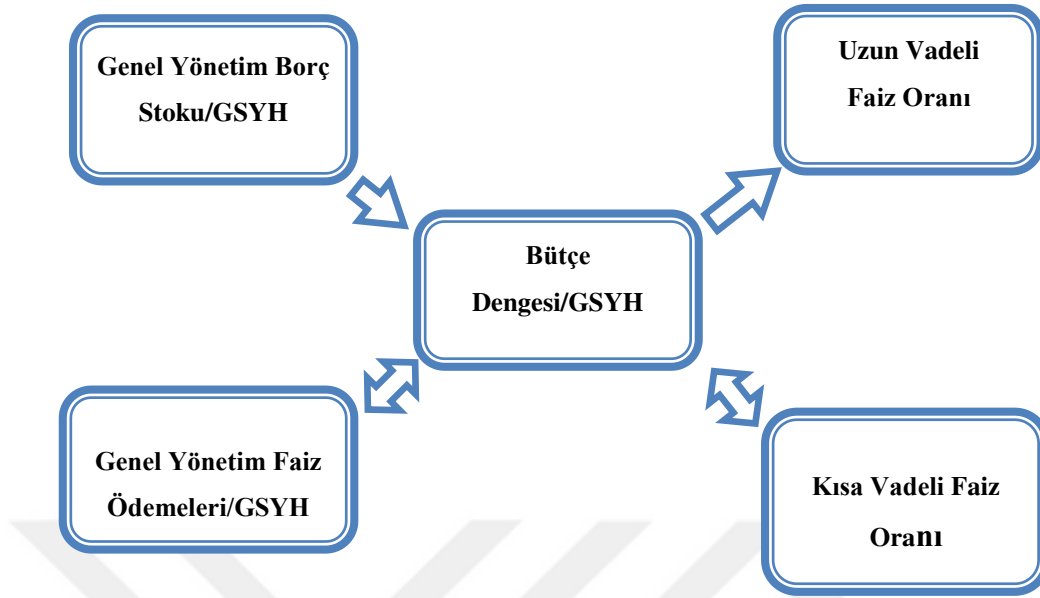
Tablo 3.13: Panel Nedensellik Testi Sonuçları (Model 4)

Nedenselliğin Yönü	W İstatistiği	Z İstatistiği	Olasılık Değeri	Gecikme Uzunluğu	H ₀	H ₁
BORCSTK → BTCNG	5.17219	6.46476	0.00***	2	Ret	Kabul
BTCNG → BORCSTK	2.30472	0.04117	0.96	2	Kabul	Ret
FAIZOD → BTCNG	3.37935	2.44851	0.01**	2	Ret	Kabul
BTCNG → FAIZOD	5.63121	7.49304	0.00***	2	Ret	Kabul
UZVFO → BTCNG	2.99552	1.43205	0.15	2	Kabul	Ret
BTCNG → UZVFO	5.52297	6.79802	0.00***	2	Ret	Kabul
KSVFO → BTCNG	3.80342	3.39850	0.00***	2	Ret	Kabul
BTCNG → KSVFO	4.64695	5.28814	0.00***	2	Ret	Kabul

Not: ***ve ** sırasıyla %1 ve %5 anlamlılık düzeyinde birinci değişkenden ikinci değişkene doğru nedensellik ilişkisinin varlığını göstermektedir.

Tablo 3.13'teki sonuçların, daha rahat takip edilebilmesi açısından Şekil 3.4 oluşturulmuştur.

Şekil 3.4: Değişkenler Arasındaki Nedensellik İlişkileri (Model 4)



Şekil 3.4'e bakıldığında; M=2 gecikme uzunluğunda Model 4'te yer alan uzun vadeli faiz oranı dışındaki bütün bağımsız değişkenlerden bütçe dengesine doğru bir nedensellik ilişkisinin olduğu sonucuna ulaşılmıştır. Bu durum, Model 4'ün doğru kurulduğuna, bu modele bütçe dengesini etkileyen değişkenlerin dâhil edildiğine bir delil oluşturmaktadır. Bağımsız değişkenlerden bütçe dengesine doğru olan nedensellik ilişkilerinin arkasında; borç stoku ve faiz ödemeleri nedeniyle yükselen faiz oranlarının, bütçe faiz ödemelerini artırdığı ve bunun kamu mali dengesi üzerinde olumsuz etki yarattığı değerlendirilmektedir. Bütçe dengesinden, uzun dönem faiz oranlarına doğru tespit edilen nedenselliğin arkasında ise artan kamu kesimi borçlanma gereği nedeniyle yükselen faiz oranlarının olduğu düşünülmektedir.

3.3.2. Analiz 2

3.3.2.1. Panel Birim Kök Testi

Çalışmanın Analiz 2 kısmında, 26 OECD ülkesine ait 2004-2017 dönemi verileri kullanılmıştır. Bağımlı değişkenler olarak ekonomik büyüme (BUYUME), işsizlik oranı (ISSIZLIK) ve enflasyon oranı (ENF) serileri kullanılırken, bağımsız değişkenler olarak ise genel yönetim toplam dış borç stoku/GSYH (GYDISBORCSTK) ve genel yönetim bütçe dengesi/GSYH (BTCNG) verileri kullanılmıştır. Bu değişkenlerin durağanlıkları, EViews 10 ekonometrik paket programı kullanılarak

Levin, Lin & Chu, Im, Pesaran & Shin, ADF-Fisher ve PP-Fisher birim kök test teknikleri ile sınanmış ve elde edilen bulgular Tablo 3.14’da sunulmuştur.

Tablo 3.14: Panel Birim Kök Testi Sonuçları

	BUYUME		KARAR
	Test İstatistiği	Olasılık Değeri	
Levin, Lin & Chu	-8.56206***	0.0000	I(0)
Im, Pesaran & Shin	-4.81330***	0.0000	
ADF-Fisher Chi ²	106.435***	0.0000	
PP-Fisher Chi ²	129.524***	0.0000	
	ISSIZLIK		
	Test İstatistiği	Olasılık Değeri	
Levin, Lin & Chu	-7.85307***	0.0000	I(0)
Im, Pesaran & Shin	-4.46164***	0.0000	
ADF-Fisher Chi ²	103.930***	0.0000	
PP-Fisher Chi ²	115.522***	0.0000	
	ENF		
	Test İstatistiği	Olasılık Değeri	
Levin, Lin & Chu	-5.61860***	0.0000	I(0)
Im, Pesaran & Shin	-2.88057***	0.0020	
ADF-Fisher Chi ²	79.5854***	0.0082	
PP-Fisher Chi ²	112.954***	0.0000	
	GYDISBORCSTK		
	Test İstatistiği	Olasılık Değeri	
Levin, Lin & Chu	-4.53009***	0.0000	I(0)
Im, Pesaran & Shin	-3.75531***	0.0001	
ADF-Fisher Chi ²	104.150***	0.0000	
PP-Fisher Chi ²	167.364***	0.0000	
	BTCNDG		
	Test İstatistiği	Olasılık Değeri	
Levin, Lin & Chu	-5.88515***	0.0000	I(0)
Im, Pesaran & Shin	-3.40825***	0.0003	
ADF-Fisher Chi ²	87.3889***	0.0015	
PP-Fisher Chi ²	73.8209**	0.0249	

Not: *** ve **; İlgili serinin, istatistiksel olarak %1 ve %5 önem düzeyinde durağan olduğunu ifade etmektedir. Test yöntemi olarak sabit terimli modeller kullanılmıştır. Optimum gecikme uzunlukları Akaike Bilgi Kriterine (AIC) göre belirlenmiştir.

Analiz 2’de kullanılan değişkenlerin durağan olup olmadıklarını tespit etmek amacıyla yapılan panel birim kök testlerinden elde edilen test istatistiği ve olasılık değerlerine göre; bütün seriler düzey değerlerinde durağan, yani I(0)’dır. Birim kök test sonuçlarına göre; “seri durağan değildir veya seri birim kök içermektedir” şeklindeki H₀ hipotezi reddedilmiş ve “seri durağandır veya seri birim kök içermemektedir” şeklindeki H₁ hipotezi ise kabul edilmiştir.

3.3.2.2. Panel Regresyon Analizi

Panel veri analizlerinde, serilerin tamamı $I(0)$ çıktığında; yapılacak panel regresyon analizlerinde sahte regresyon sorunuyla karşılaşmayacağı varsayılmaktadır ve panel regresyon analizlerine geçilmektedir (Schmidheiny, 2018: 1-2). Bu analizde serilerin tamamı $I(0)$ olduğu için panel regresyon analizleri yapılabileceği değerlendirilmiştir.

Panel regresyon analizleri üç farklı yöntemle yapılabilmektedir. Bunlardan Panel OLS yönteminde panelde birey ve zaman etkilerinin olmadığı var sayılmaktadır. Sabit Etkiler Yönteminde; panelde birey ve zaman etkilerinin sabit olduğu kabul edilmektedir. Rassal Etkiler Yönteminde ise; panelde birey ve zaman etkilerinin rassal olarak değiştiği kabul edilmektedir. Sabit etkiler ve rassal etkiler yöntemlerinden hangisinin kullanılacağına, Hausman Testi ile karar verilebilmektedir. Hausman Testine ait olasılık değeri 0.05'ten küçük olduğunda; etkilerin sabit olduğuna, diğer durumda etkilerin rassal olduğuna karar verilmektedir (Baltagi, 2001: 20). Bu çalışmada regresyon analizi yöntemlerini belirleyebilmek amacıyla her bir modele Hausman Testi yapılmış ve elde edilen bulgular Tablo 3.15'de sunulmuştur.

Tablo 3.15: Hausman Testi Sonuçları

	Chi ² Test İstatistiği	Olasılık Değeri
Model 5	5.84	0.053
Model 6	17.08***	0.000
Model 7	0.38	0.826

Not: ***; Zaman ve yatay kesit etkilerinin istatistiksel olarak %1 anlamlılık düzeyinde sabit olduğunu ifade etmektedir.

Tablo 3.15'deki bulgulara göre; Model 6'da zaman ve yatay kesit etkileri sabit iken, Model 5 ve Model 7'de zaman ve yatay kesit etkileri rassaldır. Bu nedenle çalışmada regresyon analizi yapmak üzere, Model 6 için sabit etkiler yöntemi ve Model 5 ile Model 7 için rassal etkiler yöntemi kullanılarak tahminler yapılmış ve elde edilen bulgular Tablo 3.16'de sunulmuştur.

Tablo 3.16: Panel Regresyon Analizi Sonuçları

Model 5: Bağımlı Değişken BUYUME				
	Sabit Etkiler Yöntemi		Rassal Etkiler Yöntemi	
	Katsayı	Olasılık Değeri	Katsayı	Olasılık Değeri
BTCNG	0.44***	0.00	0.40***	0.00
GYDISBORCSTK	0.004	0.54	0.003	0.59
Sabit Terim	3.62***	0.00	3.53***	0.00
R ²	0.53		0.51	
$\bar{R}^2$	0.27		0.48	
F	0.00		0.00	
Model 6: Bağımlı Değişken ISSIZLIK				
BTCNG	-0.27***	0.00	-0.30***	0.00
GYDISBORCSTK	0.008	0.17	0.001*	0.08
Sabit Terim	7.31***	0.00	7.25***	0.00
R ²	0.65		0.12	
$\bar{R}^2$	0.62		0.11	
F	0.00		0.00	
Model 7: Bağımlı Değişken ENF				
BTCNG	-0.001	0.99	-0.006	0.30
GYDISBORCSTK	-0.006	0.14	-0.001	0.61
Sabit Terim	2.54***	0.00	2.45***	0.00
R ²	0.43		0.06	
$\bar{R}^2$	0.38		0.09	
F	0.00		0.31	

Not: *** ve *, ilgili katsayının sırasıyla %1 ve %10 önem düzeyinde istatistiksel olarak güvenilir olduğunu ifade etmektedir.

Tablo 3.16'deki bulgulara göre Model 5'te; bütçe dengesi/GSYH oranında meydana gelen 1 puanlık artışın, rassal etkiler yöntemine göre ekonomik büyüme üzerinde 0.40 puanlık bir pozitif etki yarattığı tespit edilmiştir. Bu durum, Keynes'in bütçe açığı vererek ekonomik büyümenin sağlanmasına ilişkin görüşünün, belirtilen dönem için OECD ülkelerinde geçerli olmadığını göstermektedir. Genel yönetim toplam dış borç stoku/GSYH oranındaki değişimlerin ekonomik büyüme üzerindeki etkisi pozitif ancak istatistiksel olarak anlamsız bulunmuştur.

Model 6'da; bütçe dengesi/GSYH oranındaki 1 puanlık artış, sabit etkiler yöntemine göre işsizlik oranını 0.27 puan azaltmıştır. Bu durum, OECD ülkelerinde uygulanan sıkı maliye politikalarının, mali disiplinin sağlanması çabalarına önemli düzeyde katkı sağlayarak beklentileri olumlu yönde etkilediğini, buna paralel olarak artan ekonomik aktivitelerin işsizliği azalttığını göstermiştir. Bütçe dengesi ve işsizlik arasındaki ilişkiye bakıldığında, belirtilen dönemde OECD ülkelerinde genişletici mali daralma hipotezinin geçerli olduğunu ifade etmek mümkündür. Genel yönetim toplam dış borç stoku/GSYH oranındaki artışın işsizliği arttırdığı, ancak bunun istatistiksel olarak anlamsız olduğu sonucuna ulaşılmıştır.

Model 7 için yapılan tahminlerde; bütçe dengesi/GSYH ve genel yönetim toplam dış borç stoku/GSYH değişkenlerinde meydana gelen artışların, enflasyon üzerinde anlamlı bir etkisinin olmadığı görülmüştür.

Analiz 2 için yapılan regresyon analizinde yer alan modellerin belirlilik katsayıları R^2 ve düzeltilmiş belirlilik katsayıları $\bar{R}^2$ değerlerine bakıldığında; Model 5 ve Model 6 için belirlilik katsayı değerinin kabul edilebilir düzeyde olduğu, buna karşın Model 7 için belirlilik katsayılarının düşük olduğu söylenebilir. F istatistiklerine ait olasılık değerleri, Model 7 dışındaki diğer modellerde yer alan bağımsız değişkenlerin, bağımlı değişkenleri anlamlı düzeyde etkilediğini göstermektedir.

3.3.2.3. Panel Nedensellik Testi

Çalışmanın bu aşamasında da modellerde yer alan seriler arasındaki nedensellik ilişkileri, Dumitrescu ve Hurlin (2012) panel Granger nedensellik testi yöntemiyle incelenmiş ve Model 5 için elde edilen bulgular Tablo 3.17’de sunulmuştur.

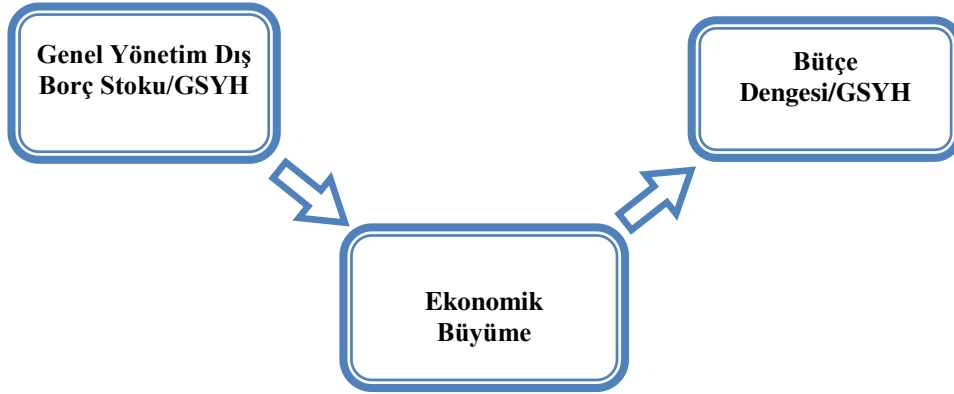
Tablo 3.17: Panel Nedensellik Testi Sonuçları (Model 5)

Nedenselliğin Yönü	W İstatistiği	$\bar{Z}$ İstatistiği	Olasılık Değeri	Gecikme Uzunluğu	H ₀	H ₁
BTCDNG $\rightarrow$ BUYUME	1.99578	-0.95877	0.33	2	Kabul	Ret
BUYUME $\rightarrow$ BTCDNG	4.80946	2.39563	0.01**	2	Ret	Kabul
GYDISBORCSTK $\rightarrow$ BUYUME	4.51144	2.04033	0.04**	2	Ret	Kabul
BUYUME $\rightarrow$ GYDISBORCSTK	3.90366	1.31576	0.18	2	Kabul	Ret

Not: **, %5 anlamlılık düzeyinde birinci değişkenden ikinci değişkene doğru nedensellik ilişkisinin varlığını göstermektedir.

Tablo 3.17’deki sonuçların, daha rahat takip edilebilmesi açısından Şekil 3.5 oluşturulmuştur.

Şekil 3.5: Değişkenler Arasındaki Nedensellik İlişkileri (Model 5)



Şekil 3.5'teki değişkenler arasındaki nedensellik ilişkilerine bakıldığında; M=2 gecikme uzunluğunda Model 5'te yer alan genel yönetim dış borç stokundan ekonomik büyümeye, ekonomik büyümeden de bütçe dengesine doğru tek yönlü bir nedensellik ilişkisinin olduğu görülmüştür. Model 6 için yapılan Dumitrescu ve Hurlin (2012) panel Granger nedensellik testinden elde edilen bulgular Tablo 3.18'de sunulmuştur.

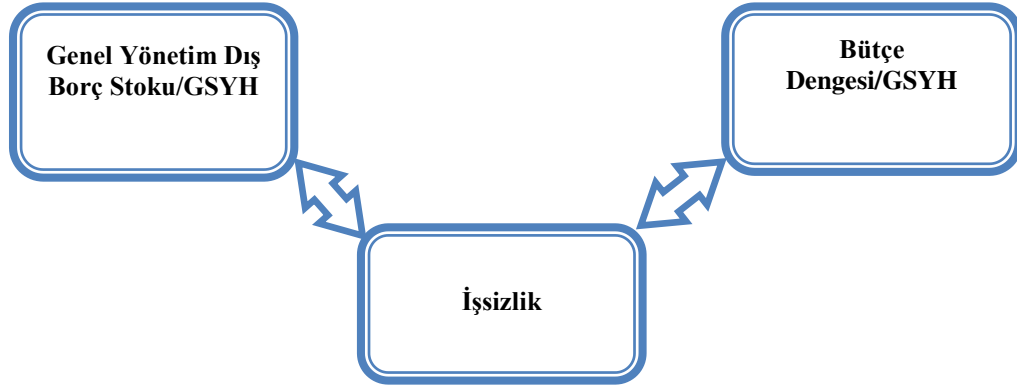
Tablo 3.18: Panel Nedensellik Testi Sonuçları (Model 6)

Nedenselliğin Yönü	W İstatistiği	$\bar{Z}$ İstatistiği	Olasılık Değeri	Gecikme Uzunluğu	H ₀	H ₁
BTCNDG $\rightarrow$ ISSIZLIK	5.74707	10.5912	0.00***	1	Ret	Kabul
ISSIZLIK $\rightarrow$ BTCNDG	2.57435	3.11902	0.00***	1	Ret	Kabul
GYDISBORCSTK $\rightarrow$ ISSIZLIK	3.18786	4.56393	0.00***	1	Ret	Kabul
ISSIZLIK $\rightarrow$ GYDISBORCSTK	2.67320	3.35182	0.00***	1	Ret	Kabul

Not: ***; %1 anlamlılık düzeyinde birinci değişkenden ikinci değişkene doğru nedensellik ilişkisinin varlığını göstermektedir.

Tablo 3.18'deki sonuçların, daha rahat takip edilebilmesi açısından Şekil 3.6 oluşturulmuştur.

Şekil 3.6: Değişkenler Arasındaki Nedensellik İlişkileri (Model 6)



Şekil 3.6'daki değişkenler arasındaki nedensellik ilişkilerine bakıldığında; M=1 gecikme uzunluğunda Model 6'da yer alan bütün bağımsız değişkenlerle işsizlik arasında çift yönlü nedensellik ilişkisinin olduğu tespit edilmiştir. Bu durum, Model 6'nın doğru kurulduğuna, bu modele işsizlik oranını etkileyen değişkenlerin dâhil edildiğine bir kanıt oluşturmaktadır. Model 7 için yapılan Dumitrescu ve Hurlin (2012) panel Granger nedensellik testinde edilen bulgular Tablo 3.19'te sunulmuştur.

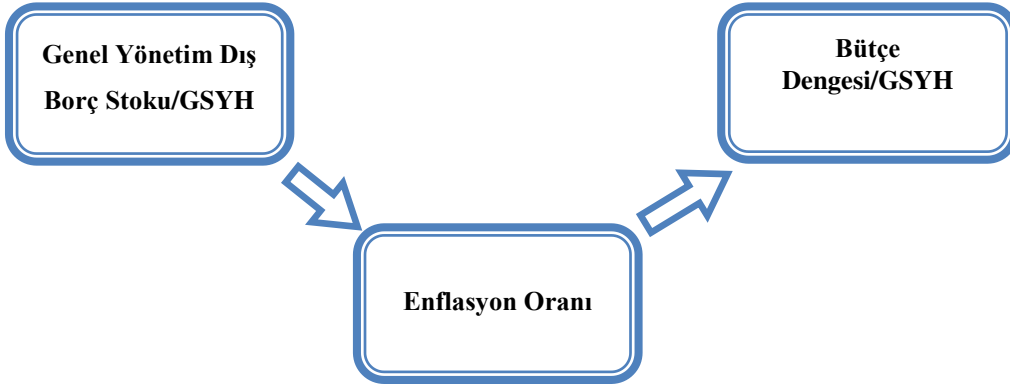
Tablo 3.19: Panel Nedensellik Testi Sonuçları (Model 7)

Nedenselliğin Yönü	W İstatistiği	Z İstatistiği	Olasılık Değeri	Gecikme Uzunluğu	H ₀	H ₁
BTCDNG → ENF	1.93914	1.62303	0.10	1	Kabul	Ret
ENF → BTCDNG	4.27660	7.12804	0.00***	1	Ret	Kabul
GYDISBORCSTK → ENF	3.36769	4.98746	0.00***	1	Ret	Kabul
ENF → GYDISBORCSTK	1.18660	-0.14932	0.88	1	Kabul	Ret

Not: ***; %1 anlamlılık düzeyinde birinci değişkenden ikinci değişkene doğru nedensellik ilişkisinin varlığını göstermektedir.

Tablo 3.19'teki sonuçların, daha rahat takip edilebilmesi açısından Şekil 3.7 oluşturulmuştur.

Şekil 3.7: Değişkenler Arasındaki Nedensellik İlişkileri (Model 7)



Şekil 3.7'ye bakıldığında; M=1 gecikme uzunluğunda ve % 1 anlamlılık düzeyinde genel yönetim dış borç stokundan enflasyon oranına ve enflasyon oranından bütçe dengesine doğru tek yönlü bir nedensellik ilişkisi bulunmuştur. Genel yönetim dış borç stokundan enflasyona doğru olan nedensellik ilişkisi; alınan dış borçların belirli bir kısmının iç talebi artırıcı alanlarda kullanıldığı görüşüne dayandırılmaktadır. Enflasyon oranından bütçe dengesine doğru olan nedensellik ilişkisi; enflasyon oranının Fisher Etkisi ile faizleri, faizlerin de kamu borç ödemelerini etkilemesiyle bütçe dengesi üzerinde getirdiği değişimleri göstermektedir.

3.4. GENEL DEĞERLENDİRME

Bu çalışmada; kamu borç yönetimi etkinliğinin makroekonomik etkileri, 35 OECD ülkesine ait 1995-2017 dönemi ve 26 OECD ülkesine ait 2004-2017 dönemi baz alınarak incelenmiştir. 7 farklı ekonometrik modelin kurulduğu çalışma, panel veri analizi yöntemiyle analiz edilmiştir. Veri setindeki farklılaşmadan dolayı çalışma, Analiz 1 ve Analiz 2 olmak üzere iki farklı alt analizle sürdürülmüştür.

Analiz 1 kısmında ekonomik büyüme, işsizlik, enflasyon ve bütçe dengesi verileri bağımlı değişken olarak kullanılırken, genel yönetim toplam borç stoku, genel yönetim bütçe faiz ödemeleri, kamu borçlanmasında uzun ve kısa vadeli faiz oranları ise makroekonomik performansı açıklamada birer bağımsız değişken olarak kullanılmıştır. Bağımlı ve bağımsız değişkenler arasındaki ilişkinin tanımlanması, ilişkinin derecesinin hesaplanması ve böylece bağımsız değişkenlerin bağımlı değişkenler üzerindeki etkisinin araştırılması amacıyla panel regresyon analizi yapılmıştır. Regresyon

analizinde etkilerin sabit mi yoksa rassal mı olduğunu belirlemek için her bir modele Hausman Testi yapılarak regresyon analizi bu doğrultuda gerçekleştirilmiştir. Hausman Testi sonuçlarına göre büyüme, işsizlik ve enflasyon değişkenleri için etkilerin sabit ve bütçe dengesi için ise etkilerin rassal olduğuna karar verilmiştir.

Model 1 için yapılan panel regresyon analizi sonuçlarına göre; % 1 anlamlılık düzeyinde bağımsız değişkenler olan genel yönetim borç stoku/GSYH ve kısa vadeli faiz oranlarındaki artışların büyüme üzerinde negatif bir etki yarattığı, borç stoku/GSYH oranındaki 1 puanlık artışın büyümeyi 0.04 puan ve kısa vadeli faiz oranlarındaki 1 puanlık artışın ise büyümeyi 0.06 puan düşürdüğü sonucuna varılmıştır. % 1 anlamlılık düzeyinde faiz ödemeleri/GSYH oranındaki 1 puanlık artışın büyüme üzerinde 0.43 puanlık pozitif bir etki yarattığı analizde, uzun dönem faiz oranlarındaki artışların ekonomik büyüme üzerindeki etkisi negatif, ancak istatistiksel olarak anlamsız çıkmıştır.

Model 1 için elde edilen bulgular literatürdeki diğer çalışmalarla kıyaslandığında, genel yönetim borç stoku ve kısa vadeli faiz oranlarının büyüme üzerindeki negatif etkisi; Sen vd. (2007), Misztal (2010), Caner vd. (2010), Reinhart ve Rogoff (2010), Kumar ve Woo (2010), Checherita-Westphal ve Rother (2011), Simic ve Mustra (2012), Calderon ve Fuentes (2013), Hye ve Wizarat (2013), Afonso ve Jalles (2013), Afonso ve Alves (2014), Hidayat ve Suman (2014), Samuel ve Nurina (2015), Çetin ve Aksoy (2016), Miynat ve Bostancı (2015), Afıq ve Hamza (2017) ve Şanlı vd. (2017) tarafından yapılan çalışmaların bulguları ile örtüştüğü görülmüştür.

Model 2 için yapılan panel regresyon analizi sonuçlarına göre; % 1 anlamlılık düzeyinde genel yönetim borç stoku/GSYH ve faiz ödemeleri/GSYH oranları ile işsizlik oranı arasında pozitif yönlü bir ilişkinin olduğu, borç stoku/GSYH oranındaki 1 puanlık artışın işsizliği 0.06 puan ve faiz ödemeleri/GSYH oranlarındaki 1 puanlık artışın ise işsizliği 0.27 puan arttırdığı görülmüştür. Öte yandan % 5 anlamlılık düzeyinde uzun vadeli faiz oranındaki 1 puanlık artış işsizliği 0.002 puan düşürürken, % 1 anlamlılık düzeyinde kısa vadeli faiz oranlarındaki 1 puanlık artış ise işsizliği 0.05 puan düşürmüştür.

Model 2 için elde edilen sonuçlar literatürdeki diğer çalışmalarla karşılaştırıldığında, genel yönetim borç ve faiz yükündeki artışın istihdam üzerindeki

olumsuz etkisi; Hameed vd. (2008), Garcia-Jimenez ve Mishra (2010), Fedeli ve Forte (2012), Coccia (2013), Miynat ve Bostan (2015), Karol ve Cherkas (2015), Ogonna vd. (2016), Kokotovic (2016) ve Kurecic ve Kokotovic (2016)'in çalışmalarından elde edilen sonuçları destekler nitelikte olduğu görülmüştür. Öte yandan 35 OECD ülkesi için yapılan çalışmada, literatürdeki çalışma sonuçlarından farklı ve şaşırtıcı bir şekilde iktisat teorisine uymayan bulgular elde edilmiş, uzun ve kısa vadeli faiz oranlarındaki artışların işsizlik oranlarını düşürdüğü tespit edilmiştir. Bu yönüyle çalışmada elde edilen bu sonuçlar, literatürdeki diğer çalışma bulgularınca desteklenmemiştir.

Model 3 için yapılan panel regresyon analizi sonuçlarına göre; % 1 anlamlılık düzeyinde genel yönetim borç stoku/GSYH ve kısa vadeli faiz oranlarındaki artışlar enflasyonu artırırken, faiz ödemeleri/GSYH oranındaki artışlar ise enflasyonu güçlü bir şekilde düşürmüştür. Uzun vadeli faiz oranı ile enflasyon oranı arasında pozitif bir ilişki çıkmış, ancak bu ilişkinin istatistiksel olarak anlamsız olduğu tespit edilmiştir. Borç stoku/GSYH oranındaki 1 puanlık artış enflasyonu 0.03 puan ve kısa vadeli faiz oranlarındaki 1 puanlık artış enflasyonu 0.97 puan arttırmış, buna karşın faiz ödemeleri/GSYH oranındaki 1 puanlık artış ise enflasyonu 1.02 puan düşürmüştür.

Model 3 için elde edilen sonuçlar literatürdeki diğer çalışmalarla kıyaslandığında, genel yönetim borç yükü ve faiz oranlarının enflasyonu artırıcı etkisi; Taghavi (2000), Berument ve Jelassi (2002), Atkins ve Coe (2002), Kwon vd. (2006), Herwartz ve Reimers (2006), Sever ve Mızrak (2007), Mah vd. (2013), Nastansky vd. (2014), Nguyen (2015a-2015b), Yien vd. (2017) ve Demirgil ve Türkay (2018)'in çalışmalarından elde edilen sonuçları destekler nitelikte olduğu görülmüştür.

Model 4 için yapılan panel regresyon analizi sonuçlarına göre; % 1 ve % 5 anlamlılık düzeyinde genel yönetim borç stoku/GSYH, faiz ödemeleri/GSYH ve kısa vadeli faiz oranlarındaki artışların bütçe dengesini bozduğu görülmüştür. Uzun vadeli faiz oranı ile bütçe dengesi/GSYH oranı arasında negatif bir ilişki çıkmış, ancak bu ilişkinin istatistiksel olarak anlamsız olduğu tespit edilmiştir. Borç stoku/GSYH oranındaki 1 puanlık artışın bütçe dengesi üzerindeki bozucu etkisi 0.02 puan, faiz ödemeleri/GSYH oranındaki 1 puanlık artışın bütçe dengesi üzerindeki bozucu etkisi 0.23 puan ve kısa vadeli faiz oranlarındaki 1 puanlık artışın bütçe dengesi üzerindeki bozucu etkisi ise 0.07 puan seviyesinde olmuştur.

Model 4 için elde edilen bulgular literatürdeki diğer çalışmalarla kıyaslandığında, genel yönetim borç stoku, faiz ödemeleri ve faiz oranlarındaki artışların bütçe dengesi üzerindeki bozucu etkisi; Cebula (1988), Janssen vd. (2002), Caporale vd. (2004), Afonso (2005), Campos vd. (2006), Desroches ve Francis (2007), Laubach (2009), Mukhtar ve Zakaria (2008), Cebula (2014), Sağlam Çeliköz ve Yukacı (2016) ve Perovic (2018) tarafından yapılan çalışma bulgularını destekler nitelikte olduğunu göstermiştir.

Analiz 1 kapsamında, çalışmada yer seriler arasındaki nedensellik ilişkileri Dumitrescu ve Hurlin (2012) panel Granger nedensellik testi ile araştırılmıştır. Her bir modelde yer alan seriler için ayrı ayrı yapılan panel nedensellik testleri sonucunda; Model 1’de genel yönetim borç stoku ve kısa vadeli faiz oranlarından ekonomik büyümeye doğru tek yönlü, genel yönetim faiz ödemeleri ve uzun vadeli faiz oranı ile ekonomik büyüme arasında çift yönlü nedensellik ilişkileri tespit edilmiştir. Bu sonuçlara göre incelenen dönemde, kamu borç yönetim göstergelerinin ekonomik büyümeye üzerinde etkilerinin olduğunu belirtmek mümkündür.

Model 2 ve 3 için yapılan nedensellik testi sonuçlarına göre; genel yönetim borç stoku, genel yönetim faiz ödemeleri, kısa ve uzun dönem faiz oranları ile işsizlik ve enflasyon oranları arasında çift yönlü nedensellik ilişkileri tespit edilmiştir. Bu sonuç aslında, işsizliğin azaltılması ve enflasyonun kabul edilebilir seviyede tutulması ile ilgili politikalar geliştirilirken genel yönetim borç stoku, genel yönetim faiz ödemeleri, kısa ve uzun dönem faiz oranları gibi borç yönetim göstergelerinin göz önünde bulundurulmasının, makroekonomik denge için elzem olduğunu göstermektedir.

Model 4 için yapılan nedensellik testi sonuçları; genel yönetim borç stoku, genel yönetim faiz ödemeleri, kısa vadeli faiz oranlarından bütçe dengesine doğru nedensellik ilişkileri belirlenmiş, bütçe dengesinden ise uzun vadeli faiz oranına doğru bir nedensellik ilişkisi tespit edilmiştir. Bu sonuç, borç stoku ve faiz ödemeleri nedeniyle yükselen faiz oranlarının, bütçe faiz ödemelerini arttırdığı ve dolayısıyla bütçe dengesini etkilediği şeklinde yorumlanabilmektedir. Bütçe dengesinden uzun vadeli faiz oranlarına doğru tespit edilen nedensellik ilişkisi ise, artan kamu kesimi borçlanma gereğinin uzun vadeli fazizleri etkileyebildiğini göstermektedir.

Analiz 1 için yapılan nedensellik testinden elde edilen bulgular; Bierens ve Broersma (1993), Karagöl (2002b), Prohl ve Schneider (2006), Mukthar ve Zakaria (2008) ve Noula (2012), Mah vd. (2013), Doğan vd. (2015), Kurecic ve Kokotovic (2016), Topal vd. (2018)'nin çalışmalarından elde edilen sonuçlar ile paralellik göstermiştir.

Analiz 2 kısmında ekonomik büyüme, işsizlik ve enflasyon verileri bağımlı değişken olarak kullanılırken, genel yönetim toplam dış borç stoku ve genel yönetim bütçe dengesi verileri ise makroekonomik performansı açıklamada birer bağımsız değişken olarak kullanılmıştır. Bağımlı ve bağımsız değişkenler arasındaki ilişkinin tanımlanması amacıyla panel regresyon analizi yapılmıştır. Regresyon analizinde etkilerin sabit mi yoksa rassal mı olduğunu belirlemek için her bir modele Hausman Testi yapılmış ve elde edilen sonuçlara göre büyüme ile enflasyon değişkenleri için etkilerin rassal ve işsizlik değişkeni için ise etkilerin sabit olduğuna karar verilmiştir.

Model 5 için yapılan panel regresyon analizi sonuçlarına göre; % 1 anlamlılık düzeyinde genel yönetim bütçe dengesi/GSYH oranlarındaki artışın büyümeyi olumlu etkilediği, bütçe dengesi/GSYH oranındaki 1 puanlık artışın ekonomik büyüme üzerinde yarattığı pozitif etkinin 0.40 puan düzeyinde olduğu görülmüştür. Bu modelde genel yönetim dış borç stoku ve büyüme ilişkisinin ise istatistiksel olarak anlamsız çıktığı tespit edilmiştir. Bütçe dengesi ve büyüme ilişkisine bakıldığında; bütçe açığı verilerek ekonomik büyümenin sağlanması görüşünün aksine, bütçe fazlası verilerek açıkların borçlanma üzerindeki baskıların azaltılmasının ve mali konsolidasyonun sağlanarak büyümenin gerçekleştirilmesinin mümkün olduğu gözlemlenmiştir.

Model 5 için elde edilen bulgular literatürdeki diğer çalışmalarla kıyaslandığında, genel yönetim bütçe dengesi/GSYH oranındaki iyileşmenin büyüme üzerindeki olumlu etkisi; Barışık ve Kesikoğlu (2006), Bose vd. (2007), Roy ve Berg (2009), Adak (2010), Mohanty (2012) ve Fatima vd. (2012) tarafından yapılan çalışma sonuçlarını destekler nitelikte olduğu görülmüştür.

Model 6 için yapılan panel regresyon analizi sonuçlarına göre; % 1 anlamlılık düzeyinde genel yönetim bütçe dengesi/GSYH oranlarındaki artışın istihdamı olumlu etkilediği, bütçe dengesi/GSYH oranındaki 1 puanlık artışın işsizliği 0.27 puan düşürdüğü tespit edilmiştir. Öte yandan genel yönetim dış borç stoku ve işsizlik

arasındaki ilişkisinin ise istatistiksel olarak anlamsız çıktığı tespit edilmiştir. Bütçe dengesi ve işsizlik ilişkisine bakıldığında bu sonuç; bütçe fazlası verilerek mali dengede sağlanan istikrarın, işgücü üzerindeki çeşitli maliyetleri ve iktisadi faaliyetler üzerindeki vergi yükünü azaltarak işsizliği düşürmenin mümkün olabileceğini göstermiştir. Bununla birlikte sağlanan bütçe disiplininin, kamu kesimi borçlanma gereğini ve borç servis maliyetlerini düşürerek kaynakların, istihdam yaratan yatırımlara kanalize edilmesinde önemli bir politika olabileceği değerlendirilmiştir.

Model 6 için elde edilen bulgular literatürdeki diğer çalışmalarla kıyaslandığında, genel yönetim bütçe dengesi/GSYH oranındaki iyileşmenin istihdam üzerindeki olumlu etkisi; Fedeli ve Forte (2012), Ayogoeze ve Anidiobu (2017) tarafından yapılan çalışma bulguları ile paralellik göstermiştir.

Model 7 için yapılan panel regresyon analizi sonuçları; bütçe dengesi/GSYH ve genel yönetim toplam dış borç stoku/GSYH oranlarında meydana gelen artışların, enflasyonu düşürdüğü ancak bu etkinin istatistiksel olarak anlamlı olmadığı tespit edilmiştir. Elde edilen bu sonuçlar literatürdeki diğer çalışmalarla kıyaslandığında, Gainnitsarou ve Scott (2008) tarafından yapılan çalışma bulgularının elde edilen sonuçları destekler nitelikte olduğu görülmüştür. Ancak bütçe dengesi ve dış borç stoku ile enflasyon ilişkisini konu edinen literatürdeki çalışma sonuçları incelendiğinde, ilgili değişkenler arasındaki ilişkinin anlamlı olduğu; bütçe dengesindeki iyileşmenin enflasyonu düşürdüğü ve dış borç stokundaki artışın ise enflasyonist etki yarattığı gözlemlenmiştir.

Analiz 2 kapsamında gerçekleştirilen Dumitrescu ve Hurlin (2012) panel Granger nedensellik testi sonuçları; Model 5'te % 5 anlamlılık düzeyinde genel yönetim dış borç stokundan ekonomik büyümeye, ekonomik büyümeden de bütçe dengesine doğru tek yönlü nedensellik ilişkilerinin olduğunu göstermiştir. Genel yönetim dış borç stokundan büyümeye doğru nedensellik ilişkisi; ekonomik büyüme sürecindeki aksaklıkların giderilmesinde dış borcun önemli bir kaynak olduğunu, ancak ekonomik faaliyetlerin canlandırılması için başvurulmuş dış kaynakların verimli kullanılmasının da bu süreçte gerekli olduğunu göstermiştir.

Model 6'da genel yönetim dış borç stoku ve bütçe dengesi ile işsizlik oranı arasında ise % 1 anlamlılık düzeyinde karşılıklı nedensellik ilişkilerinin bulunduğu

belirlenmiştir. Bu noktada OECD ülkelerinde işsizlik oranlarını azaltabilmek için ülkelerin toplam dış borç stoklarının azaltılması, bütçe dengelerinin sağlanması ve bu yolla faiz oranlarının aşağı doğru çekilmesinin gerektiği düşünülmektedir. Çalışmada son olarak Model 7’de; genel yönetim dış borç stokundan enflasyon oranına ve enflasyon oranından bütçe dengesine doğru tek yönlü nedensellik ilişkileri tespit edilmiştir. Genel yönetim dış borç stokundan enflasyona doğru olan nedensellik ilişkisi, alınan dış borçların iç talebi arttırabildiğini göstermektedir. Enflasyon oranından bütçe dengesine doğru olan nedensellik ilişkisi ise artan enflasyonun Fisher Etkisi ile faizleri, faizlerin de kamu borç faiz ödemelerini etkileyerek bütçe dengesini değiştirebildiği şeklinde yorumlanabilmektedir. Analiz 2 için yapılan nedensellik testinden elde edilen bulguların; Ulusoy ve Küçükkale (1996), Fedeli ve Forte (2012), Korol ve Cherkas (2015), Topal ve Bostan (2017) tarafından yapılan çalışma sonuçları ile paralellik gösterdiği tespit edilmiştir.

SONUÇ

Kamu borç yönetiminde etkinlik, kamunun finansman ihtiyacını düşük maliyet ve kontrol edilebilir risk düzeyinde karşılamak amacıyla oluşturulan strateji geliştirme ve yürütme sürecidir. Borçlanmanın düşük maliyet ve kontrol edilebilir risk düzeyinde yapılması, borç yönetiminde etkinliğin sağlanmasında ön koşulu oluşturmaktadır. Ancak borç yönetiminde maliyet ve risk hedeflerine ulaşmak için finansal piyasalarda gelişimin sağlanması, borçlanma kaynaklarının verimli kullanılması, hane halkının tasarrufa yönlendirilmesi, borçlanmada rekabetçi yapının oluşturulması ve likiditesi yüksek ikincil piyasaların geliştirilmesi gibi amaçların da kamu borç yönetim sürecine dâhil edilmesi gerekmektedir. Bu durum, daha rasyonel borçlanma stratejilerinin kurgulanmasına ve kamuoyu güvenini kazanmış etkin bir borç yönetiminin oluşturulmasına olanak sağlamaktadır.

Kamu borç yönetiminde belirlenen hedeflere ulaşılması, borç yönetim stratejilerinin geliştirilmesi ve güçlü borç yapılarının oluşturulması; teknik ve kurumsal anlamda kamu borç yönetimini düzenleyen idari, operasyonel ve diğer fonksiyonların önemli bir işlevidir. Teknik anlamda kamu borç yönetim fonksiyonu, finansman ihtiyacının belirlenmesini ve borçlanma koşullarının gelecek dönemlerde borç kapasitesiyle orantılı olmasını sağlarken, kurumsal anlamda borç yönetimi fonksiyonu ise borçlanmanın yasal çerçevesinin belirlenmesine, muhasebe ve kayıt işlemlerinin yapılmasına, yeni borçlanma ve borç stokunun izlenmesine imkân tanımaktadır.

Kamu borç yönetimi politikası, ihtiyatlı bir risk düzeyinde kamu finansman ihtiyacının orta ve uzun vadede mümkün olan en düşük maliyetle karşılanması sürecidir. Mali sürdürülebilirlik ile makroekonomik istikrar için temel bir politika oluşturan bu süreç, borç yönetiminde uluslararası düzeyde kabul gören ilkelerin benimsenmesi ile daha etkin yönetilmektedir. Kamu borç yönetiminde amaç ve kapsamın belirlenmesi, şeffaflık ve hesap verilebilirliğin sağlanması, kurumsal çerçevenin düzenlenmesi, risk yönetim sorumluluğunun açığa kavuşturulması, başta gelişmiş ülkeler olmak üzere dünya genelinde kabul gören temel ilkelerdir. Bu anlamda kamu borç yönetiminde etkinliği arttırmak, güçlü makroekonomik politikalar oluşturmak ve borç yönetiminde sağlıklı uygulamaları tespit etmek, borç yönetim ilkelerinin arzulanan sonuçlarını oluşturmaktadır.

Kamu borç yönetiminin amaçları, fonksiyonları ve ilkeleri doğrultusunda etkin bir borç yönetiminin gerçekleştirilebilmesi, kamu borç yönetiminin idari yapının nasıl tesis edileceği tartışmalarını da beraberinde getirmiştir. Bu süreçte bazı ülkeler borç yönetimini Maliye Bakanlığı veya Merkez Bankası bünyesinde tutmayı tercih ederken, bazı ülkeleri ise operasyonel verimliliği arttırmak için en uygun kurumsal düzenleme olarak ayrı bir borç yönetim ofisini tercih etmişlerdir. Ancak borç yönetiminin hangi kurumun bünyesinde olduğuna bakılmaksızın kamu borç yönetim faaliyetlerine ilişkin sürecin şeffaf olması, yetki ve sorumlulukların açık bir şekilde belirlenmiş olması gerekmektedir.

Etkin bir kamu borç yönetim politikası ve stratejisi oluşturmak, borç yönetim kapasitesini geliştirmek, risk yönetimine odaklanmak, borç yönetiminde uzmanlaşma sağlamak ve borç yönetim faaliyetlerine daha iyi eğilmek amacıyla kurulan borç yönetim ofisleri; ön ofis, orta ofis ve arka ofis şeklinde yapılanmıştır. Ön ofis belirlenen stratejik ölçütlere göre borçlanma faaliyetlerini üstlenirken, orta ofis normal koşullarda devletin borç portföyüne yönelik maliyet ve risk stratejilerini oluşturmak, borçlanmada politika alternatiflerini araştırmak ve portföy ile risk yönetim politikaları arasındaki uyumu izlemekle yükümlü tutulmuştur. Kayıt, işlem ve izleme fonksiyonlarını üstlenen arka ofis ise ödemelerin yapılmasından, hesapların tutulmasından, muhasebe, bilgi ve hukuki işlemlerinin yürütülmesinden sorumlu olmuştur.

Kamu borç yönetiminde profesyonel yaklaşımın benimsenmesini sağlayan bu gelişmeler söz konusu devletin borçlanma maliyetini etkileyecek risk faktörlerinin belirlenmesi, tanımlanması, ölçülmesi ve bu risklerin minimum seviyeye indirilmesi sürecine işlerlik kazandırmıştır. Bilindiği üzere küreselleşmeyle borç portföyü içindeki finansal risk unsurlarının artması ve borç yönetim sürecini etkileyen birçok faktörün ortaya çıkması, borç yönetiminde risk yönetim tekniklerinin kullanılmasını zorunlu hale getirmiştir. Dolayısıyla borç yönetim ofisi bünyesinde sadece risklere odaklanan bir risk yönetim biriminin kurulması, risk analizine dayalı borç yönetim stratejisinin uygulanmasını sağlayarak borçların miktar ve bileşimine yön veren etkin borç yönetim politikalarının oluşturulmasını kolaylaştırmıştır.

Küreselleşme ve sermaye hareketlerinin serbestleşmesi sonrasında gelişmiş ve gelişmekte olan birçok ülke yasal ve kurumsal düzenlemelere giderek risk analizine dayalı etkin borç yönetim politikaları oluşturmuştur. Ancak dünyada yaşanan

gelişmelere rağmen Türkiye’de 2000’li yılların başına kadar aktif bir borç yönetimi uygulamasına gidilmemiştir. Bütçe açıklarının çoğu kez borçlanmaya gitmek için yeterli neden sayıldığı ülkemizde, mali disiplinin sağlanarak borçlanma ihtiyacının azaltılması bir alternatif olarak görülmemiş ve sonuç olarak borç servis hizmetleri de borçlanmanın nedeni olmuştur. Dolayısıyla etkinlikten uzak borç yönetim politikalarının varlığı ve yasal bir çerçeveye oturtulmayan borç yönetimi kamu maliyesi üzerinde baskı yaratırken, artan borçlanma eğilimi ise makroekonomik dengede bozulmalara yol açmıştır. Bu kapsamda borç yönetiminde etkinliği sağlamak ve borç yönetim hedeflerine ulaşmak amacıyla 2002 yılında “4749 sayılı Kamu Finansmanı ve Borç Yönetiminin Düzenlenmesi Hakkındaki Kanun” hayata geçirilmiştir. 4749 sayılı Kanun doğrultusunda çıkartılan Borç ve Risk Yönetiminin Koordinasyonu ve Yürütülmesine İlişkin Esas ve Usuller Hakkında Yönetmelik ile borçlanmada temel ilkeler, politika ve stratejiler, risk faktörleri ve hedefler belirlenerek risk analizine dayalı modern borç yönetimine geçiş sağlanmıştır.

Türkiye’de kamu borç yönetimi alanında yapısal reformların temelini oluşturan 4749 sayılı Kanun ile tek bir borçlanma otoritesi belirlenmiş ve dağınık yasal düzenlemeler tek bir çatı altında toparlanmıştır. Borçlanma ve garanti limitlerini düzenleyen bu yasa, dış proje kredilerinin bütçeleştirilmesini sağlamış ve garantisiz kamu dış borçlarının Hazine ve Maliye Bakanlığı’nın iznine tabi tutulmasını zorunlu kılmıştır. Yükümlülüklerin aksatılmadan yerine getirilmesi amacıyla risk hesabı oluşturulmuş ve öngörülmeleyen gelişmelerin nakit yönetimi üzerindeki baskısı azaltılmak istenmiştir. Şeffaflık ve hesap verilebilirliği arttırmak amacıyla düzenli olarak hazırlanan raporlarla borç ve nakit yönetim faaliyetleri kamuoyu ile paylaşılmış ve böylece belirsizlikler ile risk primleri azaltılarak borçlanmanın düşük maliyetle yapılması hedeflenmiştir.

Türkiye’de kamu borç yönetiminin fiili boyutu incelendiğinde, Cumhuriyetin kuruluşundan başlamak üzere 1970’li yılların sonuna kadar iç ve dış borçlanmaya nadiren başvurulduğu görülmüştür. Dış borçlanmanın iç borçlanmaya göre daha çok tercih edildiği bu dönemde borç geri ödeyememe, borç erteleme ve sonuçta borçlanma açısından sıkıntılı dönemler yaşanmıştır. Ancak 1979 yılında iç borç stoku/GSYH oranının % 8 seviyesinde ve dış borç stoku/GSYH oranının ise % 16 seviyesinde gerçekleşmesi sürdürülebilir bir borç yapısının var olduğunu göstermiştir. Buna karşın

1980 sonrası dönem yoğun borçlanma dönemi olmuş ve bu eğilim 2000’li yılların başına kadar devam etmiştir. Bu süreçte artan kamu borçlanması faiz oranlarını yükseltirken, borçlanma vadelerini kısaltarak ekonomiyi zaman zaman darboğazlara sokmuştur. 2000 ve 2001 krizine kadar devam eden ağır borçlanma koşulları, kriz sonrası dönemde kamu mali ve borç yönetim alanlarında yeniden yapılanmalar ve sağlanan mali disiplin ile hafifletilmiş ve borçların sürdürülebilirliği üzerindeki baskı azaltılmıştır.

Türkiye’de 1980 sonrası döneme ilişkin kamu iç borçların gelişimi incelendiğinde, borç stokunda bir artışın görüldüğü ve 2001 krizi ile yüksek seviyeye çıktığı görülmüştür. 1980’de % 13 düzeyinde olan kamu iç borç stokunun GSYH içindeki payı, 1983-2000 arası dönemde % 15-23 düzeylerinde seyretmiştir. 2000 yılında % 21 düzeyinde olan kamu iç borç stoku/GSYH oranı, sürdürülebilirlik tartışmalarının yoğunlaştığı kriz döneminde % 100’den fazla bir artış göstererek 2001 yılında % 50 seviyelerine yaklaşmıştır. 2001 sonrası dönemde kamu borç ve mali yönetiminde gerçekleştirilen yapısal reformlar ile sürekli bir düşüş gösteren kamu iç borç stoku/GSYH oranı, 2010 yılında % 30’a ve 2017 yılında % 17’ye kadar gerilemiştir.

İç borçların sürdürülebilirliğine yön veren iç borç servisi/GSYH ilişkisi incelendiğinde, 1980’de % 4 seviyelerinde olan ilgili oranın 2000 yılında % 22 seviyelerinde gerçekleştiği görülmüştür. 2001 yılında % 66’ya kadar yükselen borç ödemeleri/GSYH oranı 2002’den itibaren istikrarlı bir düşüş göstermiş ve 2017 yılında % 3 seviyelerine kadar düşmüştür. İç borç anapara ve faiz ödemelerinin konsolide bütçe vergi gelirleri içindeki payı 1980 yılında % 9 seviyelerindeyken, bu oran 2000’de % 133 ve 2001’de ise % 230’a kadar çıkmıştır. Ancak 2001’den sonra alınan önlem ve gidilen yapısal reformlarla birlikte borç servislerinin konsolide bütçe vergi gelirleri içindeki payı 2017 yılında % 19 seviyesine kadar inmiştir. İç borç servisleri ve konsolide bütçe harcamaları ilişkisi incelendiğinde, 1980’de % 6 olan iç borç servislerinin konsolide bütçe harcamaları içindeki payının 2000’de % 75 ve 2001’de ise % 111 seviyesinde gerçekleştiği görülmüştür. 2001’den sonra uygulanan yapısal reformlar sonucu ilgili göstergede önemli iyileşmeler olmuş ve dönem sonunda % 15 seviyelerine kadar gerilemiştir. Burada ağır borç servisleri nedeniyle ekonomik ve

sosyal fonksiyonunu kaybeden devlet bütçesi, borç servis göstergelerinde yaşanan olumlu gelişmeler ile birlikte tekrar fonksiyonel bir yapıya kavuşmuştur.

Türkiye’de 1990’dan itibaren temel dış borç göstergelerine bakıldığında, 1990-1993 arası dönemde % 30’un altında seyreden toplam dış borç stoku/GSYH oranının 1994’te % 38, 2000’de % 43 ve krizin yaşandığı 2001 yılında ise % 56 olarak gerçekleştiği görülmüştür. 2002’den sonra % 50’nin altında seyreden ilgili oran, 2017 yılında çok borçluluk sınırı olan % 50 seviyesini aşmıştır. 1990 yılında % 16 düzeyinde olan kamu dış borç stokunun GSYH içindeki payı 1994’te % 23, 2000’de % 18 ve 2001 % 23 olmuştur. 2002’den sonra düşüş eğilimine geçen ve % 10 seviyesine kadar gerileyen bu oran, 2017’de % 16’ya çıkmıştır. İncelenen dönemde dış borç servisleri ile GSYH ilişkisinin gelişimine bakıldığında, 1990’da % 3 seviyelerinde olan toplam dış borç servisi/GSYH oranının 1995’te % 5, 2000’de % 8 ve 2001 yılında ise % 12 seviyelerine kadar çıktığı görülmüştür. 2002’den sonra ortalama % 7 düzeyinde seyreden bu oran 2017’de % 9’un üzerine çıkmıştır.

Türkiye’de genel dış borçluluk durumuna ilişkin diğer göstergeler incelendiğinde, 1990-2000 döneminde toplam dış borç stoku/ihracat oranının % 275’i, toplam dış borç servisi/ihracat oranının % 30’u ve istisnai yıllar olmakla birlikte toplam dış borç faiz ödemeleri/ihracat oranının ise % 20’yi aştığı görülmüştür. Belirtilen göstergelerin eşik değerin üzerinde gerçekleşmesi, ilgili dönemde dış borçların sürdürülebilirliğini olumsuz etkilemiştir. 2000 sonrası dönemde ilgili göstergelerde iyileşme yaşanmasına rağmen Türkiye tamamıyla yüksek dış borçlu ülke olmaktan kurtulamamıştır. Nitekim incelenen dönemde toplam dış borç stoku/ihracat gelirleri oranı sadece 2004-2014 yılları arasında % 275’in altında gerçekleşmiştir. Benzer şekilde % 18-30 arasında olması gereken dış borç servisi/ihracat gelirleri oranı, dönem boyunca % 30’un üzerinde seyretmiştir. Bir diğer gösterge olan dış borç faiz servisi/ihracat gelirleri oranı dikkate alındığında, 2002’den itibaren ilgili oranın % 20’nin altına indiği ve istikrarlı bir düşüş göstererek % 6 seviyelerine kadar gerilediği görülmüştür.

Çalışmada, OECD ülkelerinde kamu borç yönetiminin fiili boyutu incelendiğinde, AB’nin sorunlu ülkeleri olarak bilinen PIIGS (Portekiz, İspanya, İrlanda, Yunanistan ve İspanya) ülkeleri ile AB’nin diğer ülkeleri olan Avusturya,

Belçika, İngiltere, Fransa, Macaristan ve Slovenya'nın yüksek düzeyde kamu borç yüküne sahip oldukları görülmüştür. AB üyesi dışındaki OECD ülkeleri içerisinde ise ABD, Kanada ve Japonya en yüksek kamu borcuna sahip ülkeler olmuştur. OECD ülkelerinde 2010'dan itibaren genel olarak kamu borç yükünde bir artışın görüldüğü ve bu artışta 2008 krizinin etkili olduğu gözlemlenmiştir. 2000 yılında % 49 seviyesinde olan OECD ülkelerinin ortalama kamu borç yükü, 2010 yılında % 63, 2015 yılında % 78 ve 2017 yılında ise % 68 seviyesinde gerçekleşmiştir. Borç yükü bakımından 2005'ten sonra OECD ülke ortalamasının altında kalan Türkiye, sağlanan mali disiplin ve kamu borç yönetiminde yeniden yapılanmalar sayesinde kamu borç yükünü % 30 seviyelerine kadar düşürmüştür.

Türkiye ve OECD ülkelerinde kamu borç yönetiminde etkinlik kriterlerinin makroekonomik performans değişkenleri üzerindeki etkisinin ekonometrik olarak incelendiği bu çalışmada, 35 OECD ülkesine ait 1995-2017 ve 26 OECD ülkesine ait 2004-2017 dönemleri temel alınmıştır. 7 farklı modelin kurulduğu çalışma, panel veri analizi yöntemiyle analiz edilmiştir. Veri setindeki farklılaşmadan dolayı çalışma, Analiz 1 (1995-2017) ve Analiz 2 (2004-2017) olmak üzere iki farklı alt analizle sürdürülmüştür.

Analiz 1 kısmında ekonomik büyüme, işsizlik, enflasyon ve bütçe dengesi verileri bağımlı değişken olarak kullanılırken, genel yönetim toplam borç stoku, genel yönetim bütçe faiz ödemeleri, kamu borçlanmasında uzun ve kısa vadeli faiz oranları ise makroekonomik performans açıklama birer bağımsız değişken olarak kullanılmıştır. Analizde kullanılan değişkenlerin durağanlıklarını tespit etmek amacıyla yapılan panel birim kök testlerinin test istatistiği ve olasılık değerlerine göre; bütün serilerin düzey değerlerinde durağan, yani $I(0)$ oldukları görülmüştür. Bu durumda yapılacak panel regresyon analizlerinde sahte regresyon sorunu çıkmayacağı anlaşılmış ve panel regresyon analizine geçilmiştir. Regresyon analizinde model seçiminde etkilerin sabit mi yoksa rassal mı olduğunu belirlemek için her bir modele Hausman Testi yapılarak regresyon analizi bu doğrultuda gerçekleştirilmiştir. Hausman Testi sonuçlarına göre büyüme, işsizlik ve enflasyon değişkenleri için etkilerin sabit ve bütçe dengesi için ise etkilerin rassal olduğuna karar verilmiştir.

Model 1 için yapılan panel regresyon analizi sonuçlarına göre genel yönetim borç stoku/GSYH ve kısa vadeli faiz oranlarındaki artışların büyüme üzerinde negatif

bir etki yarattığı; borç stoku/GSYH oranındaki 1 puanlık artışın büyümeyi 0.04 puan ve kısa vadeli faiz oranlarındaki 1 puanlık artışın ise büyümeyi 0.06 puan düşürdüğü sonucuna varılmıştır. Faiz ödemeleri/GSYH oranındaki 1 puanlık artışın büyüme üzerinde 0.43 puanlık pozitif bir etki yarattığı analizde, uzun vadeli faiz oranlarındaki artışların ekonomik büyüme üzerindeki etkisi negatif, ancak istatistiksel olarak anlamsız çıkmıştır. Model 2 için yapılan panel regresyon analizi sonuçlarına göre; genel yönetim borç stoku/GSYH ve faiz ödemeleri/GSYH oranları ile işsizlik oranı arasında pozitif yönlü bir ilişkinin olduğu, borç stoku/GSYH oranındaki 1 puanlık artışın işsizliği 0.06 puan ve faiz ödemeleri/GSYH oranlarındaki 1 puanlık artışın ise işsizliği 0.27 puan arttırdığı görülmüştür. Öte yandan uzun vadeli faiz oranındaki 1 puanlık artış işsizliği 0.002 puan düşürürken, kısa vadeli faiz oranlarındaki 1 puanlık artış ise işsizliği 0.05 puan düşürmüştür.

Model 3 için yapılan panel regresyon analizi sonuçlarına göre; genel yönetim borç stoku/GSYH ve kısa vadeli faiz oranlarındaki artışlar enflasyonu arttırırken, faiz ödemeleri/GSYH oranındaki artışlar ise enflasyonu güçlü bir şekilde düşürmüştür. Uzun vadeli faiz oranı ile enflasyon oranı arasında pozitif bir ilişki çıkmış, ancak bu ilişkinin istatistiksel olarak anlamsız olduğu tespit edilmiştir. Bu anlamda borç stoku/GSYH oranındaki 1 puanlık artış enflasyonu 0.03 puan ve kısa vadeli faiz oranlarındaki 1 puanlık artış enflasyonu 0.97 puan arttırmış, buna karşın faiz ödemeleri/GSYH oranındaki 1 puanlık artış ise enflasyonu 1.02 puan düşürmüştür. Model 4 için yapılan panel regresyon analizi sonuçlarına göre; genel yönetim borç stoku/GSYH, faiz ödemeleri/GSYH ve kısa vadeli faiz oranlarındaki artışların bütçe dengesini bozduğu görülmüştür. Uzun vadeli faiz oranı ile bütçe dengesi/GSYH oranı arasında ilişki negatif, ancak bu ilişkinin istatistiksel olarak anlamsız olduğu tespit edilmiştir. Borç stoku/GSYH oranındaki 1 puanlık artışın bütçe dengesi üzerindeki bozucu etkisi 0.02 puan, faiz ödemeleri/GSYH oranındaki 1 puanlık artışın bütçe dengesi üzerindeki bozucu etkisi 0.23 puan ve kısa vadeli faiz oranlarındaki 1 puanlık artışın bütçe dengesi üzerindeki bozucu etkisi ise 0.07 puan seviyesinde olmuştur.

Analiz 1 kapsamında, çalışmada yer alan seriler arasındaki nedensellik ilişkileri Dumitrescu ve Hurlin (2012) panel nedensellik testi ile araştırılmıştır. Her bir modelde yer alan seriler için ayrı ayrı yapılan panel nedensellik testleri sonucunda; Model 1’de genel yönetim borç stoku ve kısa vadeli faiz oranlarından ekonomik büyümeye doğru

tek yönlü, genel yönetim faiz ödemeleri ve uzun vadeli faiz oranı ile ekonomik büyüme arasında çift yönlü nedensellik ilişkileri tespit edilmiştir. Model 2 ve 3 için yapılan nedensellik testi sonuçlarına göre; genel yönetim borç stoku, genel yönetim faiz ödemeleri, kısa ve uzun vadeli faiz oranları ile işsizlik ve enflasyon oranları arasında çift yönlü nedensellik ilişkileri tespit edilmiştir. Bu sonuç aslında, işsizliğin azaltılması ve enflasyonun kabul edilebilir seviyede tutulması ile ilgili politikalar geliştirilirken borç yönetim göstergelerinin göz önünde bulundurulmasının, makroekonomik denge için gerekli olduğunu göstermiştir. Model 4 için yapılan nedensellik testi sonuçları; genel yönetim borç stoku, genel yönetim faiz ödemeleri, kısa vadeli faiz oranlarından bütçe dengesine doğru nedensellik ilişkileri belirlenmiş, bütçe dengesinden ise uzun vadeli faiz oranına doğru bir nedensellik ilişkisi tespit edilmiştir. Bu sonuç, borç stoku ve faiz ödemeleri nedeniyle yükselen faiz oranlarının, bütçe faiz ödemelerini ve dolayısıyla bütçe dengesini etkilediği şeklinde yorumlanabilmektedir. Bütçe dengesinden uzun vadeli faiz oranlarına doğru tespit edilen nedensellik ilişkisi ise kamu kesimi borçlanma gereğindeki artışın faiz oranlarını yükseltebildiğini göstermektedir.

Analiz 2 kısmında ekonomik büyüme, işsizlik ve enflasyon verileri bağımlı değişken olarak kullanılırken, genel yönetim toplam dış borç stoku ve genel yönetim bütçe dengesi verileri ise makroekonomik performansını açıklamada birer bağımsız değişken olarak kullanılmıştır. Değişkenlerin durağanlıklarını tespit etmek amacıyla yapılan panel birim kök testlerinden elde edilen test istatistiği ve olasılık değerlerine göre, bütün serilerin düzey $I(0)$ değerlerinde durağan oldukları tespit edilmiştir. Bağımlı ve bağımsız değişkenler arasındaki ilişkinin tanımlanması amacıyla panel regresyon analizi yapılmıştır. Regresyon analizinde model seçiminde etkilerin sabit mi yoksa rassal mı olduğunu belirlemek için her bir modele Hausman Testi yapılmış ve elde edilen sonuçlara göre büyüme ile enflasyon değişkenleri için etkilerin rassal ve işsizlik değişkeni için ise etkilerin sabit olduğuna karar verilmiştir.

Model 5 için yapılan panel regresyon analizi sonuçlarına göre; genel yönetim bütçe dengesi/GSYH oranlarındaki artışın büyümeyi olumlu etkilediği, bütçe dengesi/GSYH oranındaki 1 puanlık artışın ekonomik büyüme üzerinde yarattığı pozitif etkinin 0.40 puan düzeyinde olduğu görülmüştür. Bu modelde genel yönetim dış borç stoku ve büyüme ilişkisinin ise istatistiksel olarak anlamlı olmadığı tespit edilmiştir. Model 6 için yapılan panel regresyon analizi sonuçlarına göre; genel yönetim bütçe

dengesi/GSYH oranlarındaki artışın istihdamı olumlu etkilediği, bütçe dengesi/GSYH oranındaki 1 puanlık artışın işsizliği 0.27 puan düşürdüğü tespit edilmiştir. Öte yandan genel yönetim dış borç stoku ve işsizlik arasındaki ilişkisinin ise istatistiksel olarak anlamsız çıktığı tespit edilmiştir. Model 7 için yapılan panel regresyon analizi sonuçları; bütçe dengesi/GSYH ve genel yönetim toplam dış borç stoku/GSYH oranlarında meydana gelen artışların, enflasyonu düşürdüğü ancak bu etkinin istatistiksel olarak anlamlı olmadığı görülmüştür.

Analiz 2 kapsamında gerçekleştirilen Dumitrescu ve Hurlin (2012) panel nedensellik testi sonuçları incelendiğinde, Model 5'te genel yönetim dış borç stokundan ekonomik büyümeye, ekonomik büyümeden de bütçe dengesine doğru tek yönlü nedensellik ilişkilerinin olduğu tespit edilmiştir. Genel yönetim dış borç stokundan büyümeye doğru nedensellik ilişkisi; ekonomik büyüme sürecindeki aksaklıkların giderilmesinde dış borcun önemli bir kaynak olduğunu, ancak ekonomik faaliyetlerin canlandırılması için başvurulmuş dış kaynakların verimli kullanılmasının da bir gereklilik olduğunu göstermiştir. Model 6'da genel yönetim dış borç stoku ve bütçe dengesi ile işsizlik oranı arasında karşılıklı nedensellik ilişkilerinin bulunduğu belirlenmiştir. Model 7'de genel yönetim dış borç stokundan enflasyon oranına ve enflasyon oranından bütçe dengesine doğru tek yönlü nedensellik ilişkileri tespit edilmiştir. Genel yönetim dış borç stokundan enflasyona doğru olan nedensellik ilişkisi; alınan dış borçların belirli bir kısmının iç talebi artırıcı alanlarda kullanıldığı ve ekonomik faaliyetleri canlandırdığı şeklinde yorumlanabilmektedir. Enflasyon oranından bütçe dengesine doğru olan nedensellik ilişkisi; enflasyon oranının faizleri etkilediğini, faizlerin ise kamu borç faiz ödemelerini etkileyerek bütçe dengesi üzerinde değişmelere neden olabileceğini göstermiştir.

Çalışmanın teorik ve ampirik sonuçları, etkin bir kamu borç yönetiminin genel olarak makroekonomik dengenin ve mali sürdürülebilirliğin sağlanmasında önemli bir rol üstlendiğini; borç yükü, faiz ödemeleri ve faiz oranlarındaki iyileşmelerin makroekonomik performans göstergelerinde iyileşmelere neden olduğunu göstermiştir. Bu önem dolayısıyla ülkeler, makroekonomik göstergelerde iyileşmeler sağlayacak etkin borç yönetim politikaları için öncelikle kamu maliyesi alanında kapsamlı reform uygulamalarına gitmeli ve bu reformları kararlılıkla uygulamalıdır. Mali disiplin,

şeffaflık ve hesap verilebilirlik temelli reformlar ile mali yapı güçlendirilmeli, borçlanmada uygun bir vade ve faiz yapısı oluşturulmalıdır. Şeffaflık ve hesap verilebilirlik arttırılarak piyasalara güven verilmeli ve risk primleri azaltılarak borçlanma daha düşük maliyet ile gerçekleştirilmelidir. Kamu borç yönetiminde etkinliğin sağlanması için temel amaçların, stratejilerin ve ilkelerin benimsendiği yasal ve kurumsal düzenlemeler, ekonomik gelişmeler ışığında revize edilmelidir. Bu kapsamda etkin işleyen borçlanma araçları piyasası oluşturularak borçlanma daha rekabetçi bir yapıda gerçekleştirilmelidir. Yatırımcılara eşit koşulların sağlanması, borçlanma araçlarının likiditesinin arttırılması ve finansal işlem maliyetlerinin düşürülmesi gibi borçlanma araçları piyasasının gelişimine katkı sağlayabilecek bu uygulamalar borçların bileşimini optimal seviyeye çıkaracaktır.

Borçlanma bütçe faaliyetlerinin bir sonucu olduğundan, etkin işleyen bir vergi sistemi kurularak bütçe açıkları vergi gelirlerinden sağlanan artışlarla finanse edilmelidir. Ayrıca mali kural temelli uygulamalar ile vergi gelirlerinden kopuk popülist harcama politikaları sınırlandırılmalı ve kamu kesimi borçlanma gereği düşürülmelidir. Borç stoku ve borç stoku kaynaklı faiz yükünün azaltılması için borçlanmanın cari dönem tüketim harcamaları için değil, mümkün olduğunca sermaye yatırımları ve makroekonomik gereklilikler kapsamında yapılması sağlanmalıdır.

Kamu borç yönetiminde profesyonelliğin sağlanması, şeffaflık ve hesap verilebilirliğin arttırılması borç yönetiminden sorumlu birimlerin politik alandan ayrı kısmen bir özerkliğe sahip olmalarını gerektirir. Bu nedenle borç yönetiminde maliyet ile risk hedeflerine odaklanan, etkin bir nakit yönetim ve borçlanma stratejisi izleyen ve borç yönetiminde profesyonel bir yapı oluşturan borç yönetim ofisi yapılanmalarına gidilmelidir. Borç yönetiminin başarılı bir performans göstermesi için bu birimlerde alanında uzman personelin istihdam edilmesi yönünde politikalar geliştirilmelidir. Ancak iktisadi dengenin sağlanması ve sağlıklı borç yönetim faaliyetlerinin yürütülmesi için borç yönetimi politikası ile para ve maliye politikaları arasında etkin bir koordinasyon sağlanmalıdır. Burada güçlü maliye politikaları ile finansman ihtiyacı azaltılırken, etkin bir para politikası ile fiyat istikrarı sağlanarak ve yatırımcılara güven verilerek sağlıklı borç yapısı oluşturulacaktır. Sonuç itibarıyla etkin borç yönetim politikaları ile borç yönetim göstergelerinde sağlanan iyileşmeler, finansal istikrar ve başarılı bir makroekonomik performansın teminatı olacaktır.

KAYNAKÇA

- ACAR, İbrahim Attila ve Murat Ali, DULUPÇU, (2003), “Kamu Borç Yönetiminde Etkinlik Arayışları: Dış Kredilerin Kullanımı ve Geri Ödeme Süreçlerinin İncelenmesi -Süleyman Demirel Üniversitesi Araştırma Uygulama Hastanesi Örneği”, **Marmara Üniversitesi Maliye Araştırma ve Uygulama Merkezi Yayınları**, No: 16, ss: 317-353, XVIII Türkiye Maliye Sempozyumu, 12-16 Mayıs 2003, Kıbrıs.
- ABBAS, S. Ali, Nazim, BELHOCINE, Asmaa, ELGANAINY ve Mark, HORTON, (2010), “A Historical Debt Database”, **IMF Working Paper**, WP/10/245.
- ABDİOĞLU, Zehra ve Tamer, UYSAL, (2013), “Türkiye’de Bölgeler Arası Yakınsama: Panel Birim Kök Analizi”, **Atatürk Üniversitesi İktisadi ve İdari Bilimler Dergisi**, 27(3), ss: 125-143.
- ADAK, Mehmet (2010), “Kamu Açıkları ve Ekonomik Büyüme: Türkiye Örneği”, **Maliye Dergisi**, 159(Temmuz-Aralık), ss: 233-243.
- ADİYAMAN, Ahmet Turan, (2006), “Dış Borçlarımız ve Ekonomik Etkileri”, **Sayıştay Dergisi**, 62, ss: 21-45.
- AFIQ, Muhammad Hariz ve Sahibzada Muhammad, HAMZA, (2017), “The Impact of Interest Rate on Economic Development: A Study on Asian Countries”, **International Journal of Accounting and and Business Management**, 5(1), ss: 180-188.
- AFONSO, Antonio ve Yasfir, IBRAIMO, (2018), The Macroeconomic Effects of Public Debt: An Empirical Analysis of Mozambique”, **REM-Research in Economics and Mathematics Working Paper**, No: 029-2018, Portugal.
- AFONSO, Antonio ve Jose, ALVES, (2014), “The Role of Govenment Dept in Economic Growth”, **Lisboa School of Economics and Management Working Papers**, Lisbon.

- AFONSO, Antonio ve Toao Tovar, JALLES, (2013), “Growth and Productivity: The Role of Government Debt”, **International Review of Economics**, 25, ss: 384-407.
- AFONSO, Antonio, (2005), “Ricardian Fiscal Regimes in the European Union”, **European Central Bank Working Paper Series**, No: 558, Germany.
- AHMAD, Muhammad Javed, Muhammad Ramzan, SHEIKH ve Khadija, TARIQ, (2012), “Domestic Debt and Inflationary Effects: An Evidence from Pakistan”, **International Journal of Humanities and Social Science**, 2(18), ss: 256-263.
- AISEN, Ari ve David, HAUNER, (2008), “Budget Deficit and Interest Rate: A Fresh Perspective”, **IMF Working Papper**, WP/08/42.
- AKAN, Yusuf ve Osman Cenk, KANCA, (2015), “Türkiye’de Dış Borçlanma, Büyüme ve Enflasyon İlişkisi: VAR Yaklaşımı (1980-2013)”, **Hacettepe Üniversitesi İktisadi ve İdari Bilimler Fakültesi Dergisi**, 33(3), ss: 1-22.
- AKAR, Sevda, (2010), “Borç Yönetim Ofisleri ve Türkiye’de Uygulanabilirliği”, **Mevzuat Dergisi**, 13(148), ss: 1-10.
- AKMAN, Cüneyt (2001), “Devletin Borç Çukuru”, **Birikim Dergisi**, 145, ss: 32-45.
- AKSOY, A. Serdar, (2005), “Türkiye’de Hazine ve Borç Yönetimi”, **Vergi Sorunları**, 204, ss: 7-24.
- AL-KHEDAIR, Khedair Saud, (1996), “The Impact of the Budget Defecit on Key Macroeconomic Variables in the Major Industrial Countries”, **PhD Dissertation**, Florida Atlantic University.
- ALLEN, Franklin, (2011), “What is Systemic Risk”, **IGIER 20th Anniversary Conference**, Bacconi University, 7 June 2001, Milano, Italy, www.igier.unibacconi.it/files/Allen.pdf, (Erişim Tarihi: 10.02.2018).
- ALLEN, Franklin, (2013), “Systemic Risk in the European Banking System-Supervising Bank in Complex Financial Systems”, **Dautsche Bundesbank/SAFE Conference**, 21 October 2013, Germany.
- ALTAY, Asuman, (2016), “Kamu Maliyesi, Teorisi – Gelişimi – Kapsamı”, **Seçkin Yayınevi**, 2. Baskı, Ankara.

- ANARIPOUR, Javad Taherizadeh, (2011), “Study on Relationship between Interest Rate and Economic Growth by Eviews (2004-2010, Iran)”, **Journal of Basic and Applied Scientific Research**, 1(11), ss: 2346-2352.
- ANDERSON, Phillip, (2006), “Government Dept Management and Financial Stability (Backround Notes)”, **The World Bank**, www.tek.org.tr/konferans/ANDERSON-Turkey-Conf.doc, (Erişim Tarihi: 20.03.2018).
- ARSHAD, Sumera ve Ali, AMJAD, (2016), “Trade-Off Between Inflation, Interest and Unemployment Rate of Pakistan: Revisited”, **MPRA**, No: 78101.
- ARSLAN, Ahmet, (2002), “Kamu Harcamalarında Verimlilik, Etkinlik ve Denetim”, **Maliye Dergisi**, 140, ss: 1-14.
- ARSLAN, Gürbüz, (2015), “Osmanlı Devleti’nin Dış Borçları ve Yeniden Yapılandırma Süreci (1930-1933)”, **International Journal of History**, 7(4), ss: 1-23.
- ATEŞ, Gürkan, (2002), “Borç Yönetim Ofisi ve Türkiye Uygulaması Üzerine Bir Çalışma”, **Hazine Müsteşarlığı, Ekonomik Araştırmalar Genel Müdürlüğü**, Ankara.
- ATKINS, Frank J. ve Patrick J., COE, (2002), “An ARDL Bounds Test of the Long-run Fisher Effect in the United States and Canada”, **Journal of Macroeconomics**, 24(2), ss: 255-266.
- AKTÜRK, İsmail, (1991), “Hazine İşlemleri”, **Aklıselim Matbaası**, İzmir.
- Australian Office of Financial Management, <https://aofm.gov.au/about/>, (Erişim Tarihi: 08.12.2018).
- Australian Office of Financial Management, (2010), “2009-2010 Annual Report”, **CanPrint Communications Pty Ltd.**, Australia.
- Australian Government Productivity Commission, (2013), “On Efficiency and Effectiveness: Some Definition”, **Productivity Commission Staff Research Note**, Australia.

- AY, Ahmet ve Zeynep, KARAÇOR, (2006), “2001 Sonrası Dönemde Türkiye Ekonomisinde Krizden Büyümeye Geçiş Üzerine Bir Tartışma”, **Selçuk Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü Dergisi**, 16, ss: 67-86.
- AYOGUEZE, Nkechi F. ve Gabriel A., ANIDIOBU, (2017), “Assessment of Impact of Government Budget Deficits on Unemployment Rate in Nigeria”, **Journal of Economics and Finance**, 8(6), ss: 18-26.
- AYTEKİN BALİBEK, Arzu, Yasemin, HÜRCAN ve Serdar, ÖZTOPAL, (2012), “Borç Yönetiminin Ekonomik ve Parasal Politikalarla Etkileşimi”, **Hazine İşlemleri ve Çağdaş Hazine Yönetimi**, M. Coşkun, CANGÖZ ve Emre, BALİBEK, (Ed.), Seçkin Yayınları, Ankara, ss: 45-59.
- BABALOLA, Odalapo, Jonathan, DANLADI, K. John, AKOMOLAFE ve Paul, AJIBOYE (2015), “Inflation, Interest Rate and Economic Growth in Nigeria”, **European Journal of Business and Management**, 7(30), ss: 91-102.
- BAĞCI, Hamdi, (2001), “Kamu Borçları Yönetimi ve Türkiye İçin Bir Değerlendirme”, **SPK Yayınları**, Yayın No: 135, Ankara.
- BAKKAL, Süleyman ve Temel, GÜRDAL, (2007), “İç Borçlanmanın Türkiye Ekonomisi Üzerine Etkileri”, **Akademik İncelemeler Dergisi**, 2(2), ss: 147-173.
- BAL, Harun, (2001), “Uluslararası Finansman, Dış Borç Yönetimi ve Türkiye”, **Türkiye Bankalar Birliği**, Yayın No: 222, İstanbul.
- BAL, Harun ve Pınar, ÖZDEMİR, (2011), “İç Borç Yönetimi ve Türkiye”, **Çukurova Üniversitesi İktisadi ve İdari Bilimler Fakültesi Dergisi**, 15(1), ss: 38-64.
- BAL, Debi Prasad ve Badri Narayan, RATH, (2014), “Public Debt and Economic Growth in India: A Reassessment”, **Economic Analysis and Policy**, 44, ss: 292-300.
- BALDACCİ, Emanuele ve Monmohan S., KUMAR, (2010), “Fiscal Deficits, Public Debt, and Sovereign Bond Yields”, **IMF Working Paper**, WP/10/184.

- BALINO, Tomas J. ve V., SUNDARARAJAN, (2008), “Public Dept Management in Developing Countries: Key Policy, Institutional and Operational Issue”, **Workshop on Dept, Finance and Emerging Issue in Financial Integration**, Financing for Development Office.
- BALİBEK, Emre, (2012), “Kamu Borç İdaresinde Operasyonel Borç Yönetimi”, **Hazine Müsteşarlığı**, file:///C:/Users/Sony/Downloads/opriskturkey2012_hazine.pdf (Erişim Tarihi: 0.02.2019).
- BALİBEK, Emre ve Hamdi Alper, MEMİŞ, (2012), “Piyasa Riski Yönetimi: Stratejik Ölçütler”, **Hazine İşlemleri ve Çağdaş Hazine Yönetimi**, M. Coşkun, CANGÖZ ve Emre, BALİBEK, (Ed.), Seçkin Yayınları, Ankara, ss: 119-140.
- BALİBEK, Emre ve Volkan, TAŞKIN, (2012), “Kamu Borç Yönetimi Açısından Sistemik Risk”, **Hazine İşlemleri ve Çağdaş Hazine Yönetimi**, M. Coşkun, CANGÖZ ve Emre, BALİBEK, (Ed.), Seçkin Yayınları, Ankara, ss: 81-104.
- BALTAGI, Badi, (2005), “Econometric Analysis of Panel Data”, **John Wiley&Sons Ltd.**, Third Edition, UK.
- BALTAGI, Badi, (2001), “Econometric Analysis of Panel Data”, **John Wiley&Sons Ltd.**, Second Edition, UK.
- BANDT, Oliver De ve Philipp, HARTMANN, (2000), “Systemic Risk: A Survey”, **European Central Bank Working Paper Series**, WP No: 35, Germany.
- BANGURA, Sheku, Robert, POWELL ve Damoni N., KITABIRE, (2000), “External Dept Management in Low-Income Countries”, **IMF Working Paper**, WP/00/196.
- Bank Of Israel, Data-Stat, <https://www.boi.org.il/en/DataAndStatistics/Pages/Default.aspx>, (Erişim Tarihi: 20.07.2018).
- BARAN, Tuncer, (1968), “Türkiye’de Yabancı Sermaye Sorunu”, **Ankara Üniversitesi, Siyasal Bilgiler Fakültesi Yayınları**, No: 241, Ankara.

- BARIŞIK, Salih ve Ferdi, KESİKOĞLU, (2006), “Türkiye’de Bütçe Açıklarının Temel Makroekonomik Değişkenler Üzerine Etkisi (1981-2003 VAR, Etki-Tepki Analizi, Varyans Ayırıştırması)”, **Ankara Üniversitesi SBF Dergisi**, 61(4), ss: 59-82.
- BASSANINI, Andrea ve Romain Alexandre, DAVUL, (2006), “The Determinants of Unemployment Across OECD Countries: Reassessing The Role Of Policies and Institutions”, **OECD Economic Studies**, 42, ss: 8-79.
- BASU, Parantop, Satyajit, GHOSH ve Loannis, KALLIANIOTIS, (2001), “Interest Rate Risk, Labor Supply and Unemployment”, **Economic Modelling**, 18(2), ss: 223-231.
- BAUM, Anja, Cristina CHECHERITA-WESTPAL ve Philipp, ROTHER, (2012), “Debt and Growth, New Evidence for The Euro Area”, **European Central Bank Working Paper Series**, No: 1450, Germany.
- BAYRAKTAR, Cahide, (2011), “Türkiye’de İç Borçlanmanın Yapısı: 1980-2010 Dönemi”, **Hitit Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü Dergisi**, 4(1), ss: 1-14.
- BDDK, (2013), “Yıllık Faaliyet Raporu 2012”, **BDDK Strateji Geliştirme Daire Başkanlığı**, Ankara.
- BECKER, Torbjörn, (2003), “Sovereign Bonds and Public Debt Management”, **IMF Research Bulletin** 2003, 4(3).
- BERUMENT, Hakan ve Mohamed Mehdi, JELASSI, (2002), “The Fisher Hypothesis: A-Multi Country Analysis”, **Applied Economics**, 34, ss: 1645-1655.
- BİLİCİ, Nurettin ve Adem, BİLİCİ, (2014), “Kamu Maliyesi”, **Savaş Yayınevi**, 4. Baskı, Ankara.
- BİLGİNOĞLU, Mehmet Ali ve Ahmet, AYSU, (2008), “Dış Borçların Ekonomik Büyüme Üzerindeki Etkisi: Türkiye Örneği”, **Erciyes Üniversitesi İktisadi ve İdari Bilimler Fakültesi Dergisi**, 31, Temmuz-Aralık, ss: 1-23.
- BIERENS, Herman J. ve Lourens, BROERSMA, (1993), “The Relation Between Unemployment and Interest Rate: Some International Evidence”, **Econometrics Review**, 12(2), ss: 217-256.

- BLOMESTEIN, Hans, (2002), “Overview of Trends and Recent Changes in the Structure of OECD Public Dept Markets and Dept Management Operations”, **Dept Management and Government Securities Markets in the 21st Century**, OECD, Paris, ss: 9-48.
- BLOMESTEIN, Hans, (2005), “Overview of Risk Management Practices in OECD Countries”, **Advances in Risk Management of Government Dept**, OECD, Paris, ss: 27-37.
- BOHN, Henning, (1998), “The Behavior of U.S. Public Debt and Deficits”, **The Quarterly Journal of Economics**, 111(3), ss: 949-963.
- BORATAV, Korkut, (2002), “2000/2001 Krizinde Sermaye Hareketleri”, **Mai ve Küreselleşme Karşısı Çalışma Grubu**, <http://www.antimai.org/bkboratav1.htm>, (Erişim Tarihi: 13.03.2019).
- BORATAV, Korkut, (2015), “Türkiye İktisat Tarihi 1908-2009”, **İmge Kitabevi**, 20. Baskı, Ankara.
- BORRESEN, Pal ve Enrique, COSIO-PASCAL, (2002), “Role and Organisation of a Dept Office”, **United Nations Conference on Trade and Development**, UNCTAD/DMFAS/2, New York and Geneva.
- BOSE, Niloy, Emranul, HAQUE ve Denise, OSBORN, (2007), “Public Expenditure and Economic Growth: A Disaggregated Analysis for Developing Countries”, **The Manchester School**, 75(5), ss: 533–556.
- BOZOKLU, Şeref ve Veli, YILANCI, (2013), “Finansal Gelişme ve İktisadi Büyüme Arasındaki Nedensellik İlişkisi: Gelişmekte Olan Ekonomiler İçin Analiz”, **Dokuz Eylül Üniversitesi İktisadi ve İdari Bilimler Fakültesi Dergisi**, 28(2), ss: 161-187.
- BRADY, K.B., (2007), “Effectiveness of The New Zeland Dept Management Office”, **Performance Audit Report**, Controller and Auditor-General, New Zeland.
- BRÖKER, Günther (1993), “Government Securities and Dept Management in the 1990s”, **OECD**, Paris.

- BÜLBÜL, Duran, (2003), “Devlet Borçlanması’nın Sosyal ve Ekonomik Etkileri”, **Ekonomik Yaklaşım**, 14(46), ss: 121-140.
- CALDERON, Cesar ve J. Rodrigo, FUENTES, (2013), “Government debt and Economic Growth”, **Inter-American Development Bank Workin Paper Series**, No: IDP-WP-424.
- CAMPOS, Camila F.S., Dany, JAIMOVICH ve Ugo, PANIZZA, (2006), “The Unexplained Part of Public Debt”, **Emerging Markets Review**, 7, ss: 228-243.
- CANER, Mehmet, Thomas, GRENNES ve Fritzi, KOEHLER-GEİB, (2010), “Finding the Tipping Point-When Sovereign Debt Turns Bad”, **World Bank Policy Research Paper**, No: 5391.
- CANGÖZ, M. Coşkun ve Emre, BALİBEK, (2012), “Kamu Borç Yönetiminin Genel Çerçevesi: Yeni Eğilimler ve Türkiye’ye Yansımaları”, **Hazine İşlemleri ve Çağdaş Hazine Yönetimi**, M. Coşkun, CANGÖZ ve Emre, BALİBEK, (Ed.), Seçkin Yayınları, Ankara, ss: 17-44.
- CANKAY, Lale, (1993), “Türkiye’de Dış Borçların Gelişimi”, **İşletme ve Finans Dergisi**, 8(83), ss: 40-47.
- CANSIZ, Harun, (2006), “Türkiye’de Devlet Bütçelerinin Değişen Hedefi: Faiz Dışı Fazla Kavramı”, **Afyon Kocatepe Üniversitesi, İ.İ.B.F. Dergisi**, 8(1), ss: 67-87.
- CAPORALE, Guglielmo Maria, Nikitas, PITTIS ve Kyprianos, PRODRONIDIS, (2004), “ Budget Deficits and Interest Rates: A Cointegration and Causality Analysis”, **Brazilian Journal Of Business Economics**, 4(1), ss: 43-62.
- CASSARD, Marcel ve David, FOLKERTS-LANDAU, (2000), “Management of Sovereign Assets and Liabilities”, **Sovereign Assets and Liabilities Management**, Marcel, CASSARD ve David, FOLKERTS-LANDAU, (Ed.), IMF ve Hong Kong Monetary Authority, ss: 8-67.
- CASSARD, Marcel ve David, FOLKERTS-LANDAU, (1997a), “Sovereign Debt: Managing The Risks”, **Finance and Development**, December, ss: 12-15.

- CASSARD, Marcel ve David, FOLKERTS-LANDAU, (1997b), “Risk Management of Sovereign Assets and Liabilities”, **IMF Working Paper**, WP/97/166.
- CATAO, Luis ve Marco E., TERRONES, (2003), “Fiscal Deficits and Inflation”, **IMF Working Paper**, WP/03/65.
- CEBULA, Richard, (1988), “Federal Government Budget Deficits and Interest Rates: an Analysis for the United States 1955-1984”, **Public Finance**, 43(3), ss: 337-348.
- CEBULA, Richard (2014), “Impact of Federal Government Budget Deficits on the Longer Term Real Interest Rate in the U.S.: Evidence Using Annual and Quarterly Data, 1960–2013”, **Applied Economics Quarterly**, 60(1), ss: 23-40.
- CECCHETTI, Stephen G., Madhusudan, MOHANTY ve Fabrizio, ZAMPOLLI, (2011), “The Real Effects of Debt”, **Bank for International Settlements Working Papers**, No: 352.
- CELASUN, Merih, (2002), “2001 Krizi, Öncesi ve Sonrası: Makroekonomik ve Mali Bir Değerlendirme”, <http://content.csbs.utah.edu/~ehrbar/erc2002/pdf/i053.pdf>, (Erişim Tarihi: 14.03.2019).
- Chile Central Bank (Banco Central De Chile), Statistics, https://si3.bcentral.cl/Siete/secure/cuadros/arboles.aspx?idCuadro=TPM_C1, (Erişim Tarihi: 07.10.2018).
- Chile Ministry of Finance, Budget and Public Debt Offices, <http://www.hacienda.cl/english.html>, (Erişim Tarihi: 05.22.2018).
- CHOWDHURY, Khorshed, (1994), “A Structural Analysis of External Debt and Economic Growth: Some Evidence From Selected Countries in Asia and The Pasific”, **Applied Economics**, 26(12), ss: 1121-1131.
- COSIO-PASCAL, Enrique, (2006), “The Dept Office and The Effective Dept Management Functions: An Institutional and Operational Framework”, New York.
- COSIO-PASCAL, Enrique, (2012), “Public Dept Management”, **UNESCO-EOLSS Encyclopediadia**, New York.

- CHECHERITA-WESTPHAL, Cristina ve Philipp, ROTHER, (2011), “The Impact of Government Debt on Growth: An Empirical Investigation For The Euro Area”, **Revue Economique**, 62, ss:1015-1029.
- CHEN, Chuanglian, Shujie, YAO, Peiveie, HU ve Yuting, LIN, (2017), “Optimal Government Investment and Public Debt in an Economic Growth Model”, **China Economic Review**, 45, ss: 257-278.
- CHEN, Yi-Chi, (2011), “A Study of Budget Deficits and Interest Rates for Japan: Evidence from an Extended Loanable Funds Model”, **Journal of International and Global Economic Studies**, 4(1), ss: 11-27.
- CHILUNJIKA, Alouis, Rangariaria, CHIKOVA ve Dominique, UWIYIZEYIMANA, (2016), “Reflection on the Constitutional Legal Debt Management Frameworks in Zimbabwe”, **IOSR Journal of Economics and Finance**, 7(3), ss: 44-54.
- CHUDIK, Alexander, Kamiar, MOHADDES, Hashem, PESARAN ve Mehdi, REISSI, (2013), “Debt, Inflation and Growth-Robust Estimation of Long-Run Effects in Dynamic Panel Data Models”, **ESRC Grant ES/I031626/1**, UK.
- CIVAN, Fatih, (2010), “Türkiye’de İstikrar Programları İçinde Borç Yönetimi”, Yüksek Lisans Tezi, **Marmara Üniversitesi, Sosyal Bilimler Enstitüsü**, İstanbul.
- CLEMENTS, Benedits, Rina, BHATTACHARYA ve Toan Quoc, NGUYEN, (2003), “External Debt, Public Investment and Growth in Low-Income Countries”, **IMF Working Papers**, WP/03/249.
- COCCIA, Mario, (2013), “Employment, Innovation and Public Debt Across Economies” **African Journal of Business Management**, 7(5), ss: 318-330.
- COMCEC Coordination Office, (2017), “Improving Public Debt Management in the OIC Member Countries”, **COMCEC Coordination Office**, Ankara.
- COMLEY, Blair ve David, TURVEY, (2004), “Debt Management in a Low-Debt Environment: Australia’s Experiences”, **6th Banca d’Italia Workshop on Public Debt Management**, ss: 783-827.

- CORTEZ, Jaime Delgadillo, (2007), “Appropriate Institutional Setting for Public Dept Management”, **Paper Prepared for UNCTAD**, <http://vi.unctad.org/debt/debt/m2/documents/delgadillo2007.PDF>, (Erişim Tarihi: 12.04.2018).
- CURRIE, Elizabeth ve Antonio, VALENDIA, (2002), “Risk Management of Contingent Liabilities Within a Sovereign Asset-Liability Framework”, **World Bank Document**, Report No: 45227, Washington D.C.
- CURRIE, Elizabeth, Jean-Jacques, DETHIER ve Eriko, TOGO, (2003), “Institutional Arrangements for Public Dept Management”, **The World Bank Policy Research Paper**, WB Paper No: 3021.
- ÇALIŞKAN, Ömer Veysel, (2002), “Kredi Derecelendirme Kuruluşları ve Risk Değerlendirme Kriterleri”, **Gazi Üniversitesi, İktisadi ve İdari Bilimler Dergisi**, 4(1), ss: 53-66.
- ÇAŞKURLU, Eren, (2007), “İç ve Dış Borçlanmada Risk Analizine Dayalı Borç Yönetimi ve Türkiye Açısından Değerlendirilmesi (1980 ve Sonrası)”, Doktora Tezi, **Gazi Üniversitesi, Sosyal Bilimler Enstitüsü**, Ankara.
- ÇETİN, Dilek ve Emre, AKSOY, (2016), “OECD Ülkeleri ile Yükselen Piyasalarda Finansal Gelişme ve Faiz Oranlarının, Ekonomik Büyüme Üzerindeki Etkisi”, **Ekonomi, İşletme, Siyaset ve Uluslararası İlişkiler Dergisi**, 2(2), ss: 69-91.
- ÇINAR, Serkan, (2011), “Gelir ve CO2 Emisyonu İlişkisi: Panel Birim Kök ve Eşbütünleşme Testi”, **Uludağ Üniversitesi, İktisadi ve İdari Bilimler Fakültesi Dergisi**, 30(2), ss: 71-83.
- ÇİÇEK, Halit, Süleyman, GÖZEGİR ve Emre, ÇEVİK, (2010), “Bir Maliye Politikası Aracı Olarak Borçlanma ve Ekonomik Büyüme İlişkisi”, **C.Ü. İktisadi ve İdari Bilimler Fakültesi Dergisi**, 11(1), ss: 141-156.
- ÇÖĞÜRCÜ, İclal, (2012), “Türkiye’nin İç Borç Genel Yapısı Üzerine Geçmişten Günümüze Bir Değerlendirme”, **Uluslararası Sosyal ve Ekonomik Bilimler Dergisi**, 2(1), ss: 93-104.
- ÇÖĞÜRCÜ, İclal ve Orhan, ÇOBAN, (2011), “Dış Borç Ekonomik Büyüme İlişkisi: Türkiye Örneği 1980-2009”, **KMÜ Sosyal ve Ekonomik Araştırmalar Dergisi**, 13(21), ss: 133-149.

- D'ADDA, Carlo ve Antonello E., SCORCU, (1997), "Real Interest Rate and Growth: An Empirical Note", University of Bologna, Italy.
- DALMAR, Mohamed Saney, Ali Yassin Sheikh, ALI ve Ali Abdulkadir, ALI, (2017), "Factors Affecting Unemployment in Somalia", **Journal of Economics and Sustainable Development**, 8(22), ss: 200-210.
- DAS, Tarun, (2005), "Management of External Debt-International Experiences and Best Practices", **UNITAR**, Geneva, <https://tr.scribd.com/document/17280885/External-Debt-Management-in-Indonesia-by-Tarun-Das>, (Erişim Tarihi: 10.01.2018).
- DAS, Udaibir, Micheal, PAPAPIOANNOU, Guilherme, PEDRAS, Faisal, AHMED ve Jay, SURTI, (2010), "Managing Public Debt and Its Financial Stability Implications", **IMF Working Paper**, WP/10/280.
- DAI, Qiang ve Thomas, PHILIPPON, (2004), "Government Deficits and Interest Rates: A No-Arbitrage Structural VAR Approach", **AFA 2005 Philadelphia Meetings**, https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=642141 (Erişim Tarihi: 10.08.2017).
- DAVIES, Toby, (2005), "Risk Management of Government Debt in The United Kingdom", **Advances in Risk Management of Government Debt**, OECD, Paris, ss: 231-243.
- DEBOUTTE, Jean ve Bruno, DEBERGH, (2005), "Risk Management of Government Debt in Belgium", **Advanges in Risk Management of Government Debt**, OECD, Paris, ss: 129-138.
- BLOCH, Debra ve Falilou, FALL, (2015), "Government Debt Indicators-Understanding The Data", **OECD Economics Department Working Paper**, No: 1228, Paris.
- DEDEOĞLU, Emin, (1995), "Devlet Borç Yönetimi", **İşletme ve Finans Dergisi**, 111, ss: 25-30.
- DEMİR, Murat, (2009), "Türkiye'de Kamu Borçlarının Gelişimi ve Sürdürülebilirliği", **Çizgi Kitabevi**, Konya.

- DEMİR, Murat ve Ersan, SEVER, (2008), “Kamu İç Borçlanmasının Büyüme, Faiz ve Enflasyon Oranı Üzerindeki Etkileri”, **Elektronik Sosyal Bilimler Dergisi**, 7(25), ss: 170-196.
- DEMİRGİL, Bünyamin ve Hakan, TÜRKAY, (2018), “Enflasyon-Faiz İlişkisi: Bir ARDL/Sınır Testi Uygulaması”, **Hitit Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü Dergisi**, 11(1), ss: 515-528.
- DESROCHES, Brigitte ve Micheal, FRANCIS, (2007), “World Real Interest Rates: A Global Savings and Investment Perspectives”, **Bank of Canada Working Paper**, No: 2007-16, Canada.
- DIAMOND, Douglas W., (1991), “Dept Maturity Structure and Liquidity Risk”, **The Quarterly Journal of Economics**, 106(3), ss: 709-737.
- DLAMINI, Themba Andreas, (2009), “Back Office Procedures in Dept Management”, **A Technical Paper Submitted in Partial Fulfilment of The Award of Mefmi Fellowship Programme**, Macroeconomic and Financial Management Institute of Eastern and Southern Africa, Swaziland.
- DOĞAN, Buhari, Ömer, EROĞLU ve Osman, DEĞER, (2015), “Enflasyon ve Faiz Oranı Arasındaki Nedensellik İlişkisi: Türkiye Örneği”, **Çankırı Karatekin Üniversitesi İİBF Dergisi**, 6(1), 405-425.
- DONNELLY, Shawn, (2012), “Institutional Change at the Top: From the Financial Stability Forum to the Financial Stability Board”, **Crisis and Control: Institutional Change in Financial Market Regulation**, R., MAYNTZ, (Ed.), Campus Publisher, Germany, ss: 261-275.
- DÖNEK, Ekrem, (1997), “Türkiye’nin Dış Borç Sorunu ve 1980 Sonrası Boyutları”, **Ankara Üniversitesi Siyasal Bilgiler Fakültesi Dergisi**, 50(1), ss: 173-186.
- DPT, (1990), “Türkiye Temel Ekonomik Göstergeler”, **DPT Yayınları**, Mayıs, Ankara.
- DPT, (2001), “Borçlanma, İç ve Dış Borç Yönetimi”, **DPT 8. 5 Yıllık Kalkınma Planı Özel İhtisas Komisyonu Raporu**, No: 2595, Ankara.
- DRUDI, Francesco ve Raffaella, GIARDANO, (2000), “Default Risk and Optimal Dept Management”, **Journal of Banking and Finance**, 24(2000), ss: 861-891.

- DUMITRESCU, Elena Ivona ve Christophe, HURLIN, (2012), “Testing for Granger Non-Causality in Heterogeneous Panels”, **Economic Modeling**, 29(4), ss: 1450-1460.
- DURAN, Mahmut, (1996), “Kamu Finansman Açıklarının Optimal Finansmanı”, **İstanbul Üniversitesi Basımevi**, No: 554/80, ss: 435-453, X. Türkiye Maliye Sempozyumu, 14-18 Mayıs 1994, Antalya.
- EDİZDOĞAN, Nihat, Özhan, ÇETİNKAYA ve Erhan, GÜMÜŞ, (2010), “Kamu Maliyesi”, **Ekin Yayınevi**, 11. Baskı, Bursa.
- EGELİ, Haluk ve Ahmet, ÖZEN, (2013), “Teoride ve Uygulamada Bütçe Politikası”, **Altın Nokta Yayınevi**, 2. Baskı, İzmir.
- EGELİ, Haluk ve Haluk, TANDIRCIOĞLU, (2009), “Borç Yönetiminde Patronaj Sorunu”, **Sosyoekonomi Dergisi**, Temmuz-Aralık 2009-2, ss: 7-30.
- EGELİ, Hüseyin Avni, (1992), “Türkiye’nin Dış Borç Yapısının Analizi (1980-1990)”, **Ankara Üniversitesi Siyasal Bilgiler Fakültesi Dergisi**, 47(03), ss: 123-138.
- EĞİLMEZ, Mahfi, (1997), “Hazine”, **Diyalog Yayınları**, 2. Baskı, İstanbul.
- EĞİLMEZ, Mahfi, (2011), “Osmanlı’dan Devraldığımız Borçlar”, **Kendime Yazılar**, <http://www.mahfiegilmez.com/2011/12/osmanlidan-devraldigimiz-borclar.html>, (Erişim Tarihi: 10.02.2019).
- EĞİLMEZ, Mahfi, (2012a), “Nedir Bu Yapısal Reformlar?”, **Kendime Yazılar**, www.mahfiegilmez.com/2012/01/nedir-bu-yapisal-reformlar.html, (Erişim Tarihi: 05.02.2018).
- EĞİLMEZ, Mahfi, (2012b), “Bütçe Açığı ve Faiz Dışı Fazla”, **Kendime Yazılar**, <http://www.mahfiegilmez.com/2012/03/butce-acg-ve-faiz-ds-fazla.html>, (Erişim Tarihi: 29.12.2018).
- EĞİLMEZ, Mahfi, (2013), “Bütçe Dengesi ve Faiz Dışı Denge”, **Kendime Yazılar**, <http://www.mahfiegilmez.com/2013/02/butce-dengesi-ve-faiz-ds-denge.html>, (Erişim Tarihi: 27.12.2018).

- EĞİLMEZ, Mahfi, (2014), “Enflasyon ile Faiz İlişkisi”, **Kendime Yazılar**, <http://www.mahfiegilmez.com/2014/05/enflasyon-ile-faiz-iliskisi.html>, (Erişim Tarihi: 17.11.2018).
- EĞİLMEZ, Mahfi, (2015), “Hazine”, **Remzi Kitabevi**, 12. Baskı, İstanbul.
- EĞİLMEZ, Mahfi, (2016), “Türkiye Ekonomisinin Yapısal Sorunları Neler? Türkiye’nin Pek Çok Alanda Yapısal Sorunları Var”, <http://t24.com.tr/haber/turkiye-ekonomisinin-yapısal-sorunları-neler,362367>, (Erişim Tarihi: 18.01.2018).
- EĞİLMEZ, Mahfi, (2017), “İç Borç Çevirme Oranı Alarm Veriyor”, **Kendime Yazılar**, <http://www.mahfiegilmez.com/2017/07/ic-borc-cevirme-oran-alarm-veriyor.html>, (Erişim Tarihi: 03.03.2019).
- EIJFFINGER, Sylvester, (2011), “Defining and Measuring Systemic Risk”, **Handbook of Central Banking, Financial Regulation and Supervation, After the Financial Crisis**, Sylvester, EIJJFINGER ve Donato, MASCIANDARO, (Ed.), Edvard Elgar Publishing, UK-USA, ss: 315-325.
- EJIGAYEHU, Dereje A., (2013), “The Effect of External Debt on Economic Growth A Panel Data Analysis on The Relationship Between External Debt and Economic Growth”, **Södertörn University**, Sweden.
- EKER, Aytaç, (2007), “Kamu Maliyesi”, **Birleşik Matbaacılık**, İzmir.
- EKER, Aytaç, Asuman, ALTAY ve Mustafa, SAKAL, (2007), “Maliye Politikası (Teori, İlkeler ve Yöntem)”, **Birleşik Matbaacılık**, İzmir.
- EKİNCİ, Mehmet Behzat, (2016), “External Borrowing and Inflation in Turkey Between 2003 and 2015: A Simple Regression Analysis”, **International Journal of Economics and Financial Issues**, 6(1), ss: 45-54.
- EKZEN, Nazif, (1999), “İç Borçlanma: TBMM Devrettiği Bütçe Yetkisini Yürütmeden Geri Almak Zorunda”, **Türk-İş Yıllığı**, 2, ss: 405-416.
- EMMERSON, Carl, Chris, FRAYNE ve Sarah, LOVE, (2006), “The Government’s Fiscal Rules”, **Institute for Fiscal Studies Briefing Note**, No: 6, London.

- EMİL, Ferhat ve H. Hakan, YILMAZ, (2003), PEHLİVAN, Nilgün, (2003), “Kamu Borçlanması, İstikrar Programları ve Uygulanan Maliye Politikalarının Kalitesi, Genel Sorunlar ve Türkiye Üzerine Gözlemler”, **Marmara Üniversitesi Maliye Araştırma ve Uygulama Merkezi Yayınları**, No: 16, ss: 107-161, XVIII Türkiye Maliye Sempozyumu, 12-16 Mayıs 2003, Kıbrıs.
- ENGİN, Merve Büşra, (2007), “Gelişmiş ve Yükselen Piyasalarda 1990 Sonrası Görülen Finansal Krizler ve Dünya Ekonomisi Üzerindeki Etkisi”, **Uygulamalı Sosyal Bilimler Dergisi**, 2, ss: 35-60.
- ERDEM, Metin, (2015), “Devlet Borçları”, **Ekin Yayınevi**, 6. Baskı, Bursa.
- ERKAN, Çisil, Erdiñ, TUTAR, Filiz, TUTAR ve Mehmet Vahit, EREN, (2012), “Türkiye’nin Dış Borçlarının Analizi (1980-2012)”, **International Conference on Eurasian Economies**, ss: 312-318, 11-13 October, Almaty-Kazakhstan.
- EROL, Ahmet, (1992), “Ekonomik Etkileri Açısından Türkiye’de Devlet Borçları (1981-1990)”, **Maliye ve Gümrük Bakanlığı APK Başkanlığı Yayını**, Yayın No: 324, Ankara.
- ERTEK, Tümay, (2015), “Temel Ekonomi, Basından Örneklerle”, **Beta Yayınları**, 4. Baskı.
- ERTÜRK, Hakan, (2010), “Bankacılık Sektörünün Karşılaştığı Riskler ve Risk Yönetimi”, **Denetim Dergisi**, 4, ss: 62-70.
- EVGİN, Tülay, (2000), “Dünden Bugüne Dış Borçlarımız”, **Hazine Müsteşarlığı Araştırma ve İnceleme Dizisi**, No: 26, Ankara.
- Eurostat, <https://ec.europa.eu/eurostat/data/database>, (Erişim Tarihi: 05.20.2018).
- FATIMA, Goher, Mehboob, AHMED ve Wali ur, REHMAN, (2012), “Consequential Effects of Budget Deficit on Economic Growth of Pakistan”, **International Journal of Business and Social Science**, 3(7), ss: 203-208.
- FEDELI, Silvia ve Francesco, FORTE, (2012), “Public Debt and Unemployment Growth: The Need for Fiscal and Monetary Rules. Evidence From OECD Countries (1981-2009)”, **Economia Politica**, 29(3), ss: 409-437.

- FELDMANN, Horst, (2013), “Real Interest Rate and Labor Market Performance Around the World”, **Southern Economic Journal**, 79(3), ss: 659-679.
- FELDMANN, Horst, (2006), “Government Size and Unemployment: Evidence From Industrial Countries”, **Public Choice**, 127(3-4), ss: 451-467.
- FITOUSSI, Jean-Paul, David, JESTAZ, Edmund, PHELPS, ve Geylfi, ZOEGA, (2000), “Roots of the Recent Recoveries: Labor Reforms or Private Sector Forces?”, **Brookings Paper on Economic Activity**, 1, ss: 237-311.
- FRESBITERO, Andrea F., (2005), “The Debt-Growth Nexus: A Dynaic Panel Estimation”, **Workshop on Economic Policy and Open Economy Macro**, No: 243, 21-22 May, Milan, Italy.
- FSB, IMF ve BIS, (2009), “Guidance to Assess the Systemic Importance of Financial Institutions, Markets and Instruments: Initial Considerations”, **Report to The G-20 Finance Ministers and Central Bank Governors**, October.
- GARCIA, Marcio G.P., (2002), “Public Dept Management, Monetary Policy and Financial Institutions”, **Taxtos Para Discussao Paper**, No: 464, Pup-Rio (Brazil).
- GARCIA-JIMENEZ, Carlos ve Ashok K., MISHARA, (2010), “The Effects of Public Debt on Labor Demand in the United States”, **Selected Paper prepared for presentation at the Southern Agricultural Economics Association Annual Meeting**, February 6-9, 2010, Orlando.
- GARCIA, Agustin ve Julian, RAMAJO, (2004), “Budget Deficit and Interest Rates: Empirical Evidence for Spain”, **Applied Economics Letters**, 11, 715-718.
- GIANNITSAROU, Chhryssi ve Andrew, SCOTT, (2008), “Inflation Implications of Government Debt”, **Chicago University Press**, NBER International Seminar on Macroeconomics 2006, ss: 393-442.
- GILL, Indermit ve Martin, RAISER, (2012), “Golden Growth: Restoring the Lustre of European Economic Model”, **The World Bank**, Washington DC.

- Global Rates, (2019), “Summry of the Interest Rate Provide on Global”, <https://www.global-rates.com/interest-rates/interest-rates.aspx>, (Erişim Tarihi: 20.03.2019).
- GOLEBIEWSKI, Grzegorz ve Kamilla, MARCHEWKA-BARTKOWIAK, (2010), “Governance of the Public Debt Management Agency in Selected OECD Countries”, **Holistica**, 2, ss: 1-15.
- GOLOMEJIC, Zorica Raspudic, (2012), “Coordination Between the Monetary and Public Dept Management Policies in Croatia”, **Financial Theory and Practice**, 36(2), ss: 109-138.
- GÖNÜL, Ayşenur, (1998), “Bütçe Açıklarının Finansmanı ve Ekonomik Etkileri”, **DPT Yayınları**, No: 2490, Ankara.
- GRANGER, Rita, (2005), “Risk Management of Government Dept in Portugal”, **Advanges in Risk Management of Government Dept**, OECD, Paris, ss: 199-209.
- GRANGER, Clive William John, (1986) “Developments in the Study of Cointegrated Economic Variables” **Oxford Bulletin of Economics and Statistics**, 48(3), ss: 213-228.
- GRAY, Simon, (1996), “The Management of Government Dept, **Centre for Central Banking Studies**, Bank of England, London.
- GRIFFITH-JONES, Stephany, Eric, HELLEINER ve Ngaire, WOODS, (2010), “Introduction and Overview”, **The Financial Stability Board: An Affective Fourth Pillar of Global Economic Governance**, Stephany, GRIFFITH-JONES, Eric, HELLEINER ve Ngaire, WOODS, (Ed.), The Center For International Governance Inovation, ss: 6-11.
- GUJARATI, Damador, (2016), “Örneklerle Ekonometri”, Nasip, BULUTOĞLU, (Çev.), **BB101 Yayınları**, 1. Baskı, Ankara.
- GUPTA, J.R, (2007), “Public Economics in India, Theory and Practice”, **Atlantic Publishing**, New Delhi, India.

- GÜL, Ekrem ve Ahmet, ÜNLÜ, (2006), “Türkiye’de Bütçe Açıkları İle Borçlanmalar Arasındaki Nedensellik İlişkisi”, **Eskişehir Osmangazi Üniversitesi Sosyal Bilimler Dergisi**, 7(2), ss: 1-22.
- GÜL, Şakir Ercan, (2013), “Sistemik Risk”, **TMSF Bilimsel Yayın Organı (ÇATI)**, 8(33).
- GÜNGEN, Ali Rıza, (2014), “Hazine Müsteşarlığı ve Borç Yönetimi: Finansallaşma Sürecinde Bir Kurumun Dönüşümü”, **Amme İdaresi Dergisi**, 47(1), ss: 1-21.
- GÜNGÖR, Tuğrul ve Orhan, KARACA, (2007), “Türkiye’de Reel Faiz Oranlarını Belirleyen Faktörler”, **Uluslararası Ekonomi ve Dış Ticaret Politikaları**, 2(3), ss: 1-32.
- GÜRDAL, Temel, (2008), “Türkiye’de Faiz Dışı Fazla ve Borçların Sürdürülebilirliği (1975-2007 Dönemi)”, **Afyon Kocatepe Üniversitesi, İ.İ.B.F. Dergisi**, 10(2), ss: 417-442.
- GÜRLER, A. Sema, (1998), “Devlet İç Borç Yönetimi OECD Ülkeleri ve Türkiye Uygulaması”, Uzmanlık Tezi, **DPT Yayınları**, No: 2488, Ankara.
- HAMEED, Abid, H., ASHRAF ve M. A., CHAUDHARY, (2008), “External Debt and its Impact on Economic and Business Growth in Pakistan”, **International Research Journal of Finance and Economics**, 20, ss: 132-140.
- HANIF, Muhammad Nadeem, (2002), “Public Dept Management”, **The Journal of NIPA**, 7(4), ss: 41-72.
- HANIF, Muhammad Nadeem ve Muhammad Farooq, ARBY, (2003), “Monetary and Fiscal Policy Coordination”, **MPRA**, No: 10307.
- HARMANTZIS, Fotios C., (2003), “Operational Risk Management-Risky Business”, <https://www.informs.org/ORMS-Today/Archived-Issues/2003/orms-2-03/Risky-Business>, (Erişim Tarihi: 12.02.2018).
- HASSAN, Morsheda ve Raja, NASSAR, (2015), “Empirical Investigation of the Relationship Between Long Term Interest Rate and Government Debt and Deficit Spending”, **Journal of Economics and Economic Education Research**, 16(1), ss: 258-272.

- HAYALOĞLU, Pınar, Seyfettin, ARTAN ve Selim Koray, DEMİREL, (2017), “Avrupa Birliği Ülkelerinde Kamu ve Özel Sektör Borçlanması ve Dış Borçlanmanın Ekonomik Büyümeye Etkileri”, **Emek ve Toplum**, 6(16), ss: 523-537.
- HAZİROLAN, Ufuk, (2012), “Yükselen Bir Ekonomide İhtiyatlı Kamu Borç Yönetimi: Türkiye Tecrübesi”, **Maliye Dergisi**, 163, ss: 557-581.
- Hazine ve Maliye Bakanlığı, Kamu Finansmanı Genel Müdürlüğü, İstatistikler, <https://www.hmb.gov.tr/kamu-finansmani-istatistikleri>, (Erişim Tarihi: 20.05.2018).
- Hazine Müsteşarlığı, (2003), “**Kamu Borç Yönetim Raporu**”, Nisan 2003, Ankara.
- Hazine Müsteşarlığı, (2011), “**Kamu Borç Yönetim Raporu**”, Ankara.
- Hazine Müsteşarlığı, (2012), “**Kamu Borç Yönetim Raporu**”, Ankara.
- Hazine Müsteşarlığı, (2016), “**Kamu Borç Yönetim Raporu**”, Ankara.
- Hazine ve Maliye Bakanlığı, (2018), “Hazine İstatistik Yıllığı, Kamu Borç Yönetim Verileri”, **Kamu Finansmanı Genel Müdürlüğü**, <https://www.hmb.gov.tr/ekonomik-gostergeler>, (Erişim Tarihi: 10.03.2019).
- HELMURT, Herwartz ve Hans-Eggert, REIMERS, (2006), “Modelling the Fisher Hypothesis: World Wide Evidence”, **Christian-Albrechts Universitat Economic Working Paper**, No: 2006-04, Germany.
- HIDAYAT, Avicenna, Agus, SUMAN ve David, KALUGE, (2014), “The Effect of Interest Rate, Inflation and Government Expenditure on Economic Growth in Indonesia Period of 2005-2012”, **Journal of Economics and Sustainable Development**, 5(15), ss: 243-249.
- HOELSCHER, Gregory, (1986), “New Evidence on Deficits and Interest Rates”, **Journal of Money, Credit and Banking**, 18(1), ss: 1-17.
- HONDROYIANNIS, George ve Evangelia, PAPEPETROU, (1997), “Are Budget Deficits Inflationary? A Cointegration Approach”, **Applied Economics Letters**, 4(8), ss: 493-496.

HOOGDUIN, Lex, Bahar, ÖZTÜRK ve Peter, WIERTS, (2010), “Public Dept Managers’ Behaviour: Interaction With Macro Policies”, **De Nederlandsche Bank Working Paper**, Working Paper No: 273.

HORGAN, Micheal, (1999), “The Building Blocks of Effective Government Dept Management”, **Unitar Sub-Regional Workshop on Effective National Dept Management for Eastren and Southern African Nations**, 20-24 September 1999, Zimbabwe, Documents Series No: 8, Geneva.

HÖRNGREN, Lars, (2014), “The Legal Framework for Debt Management: The Case of Sweden”, **Case Sudies**, Swedish National Debt Office.

HYE, Qazi Muhammad Adnan ve Shahida, WIZARAT, (2013), “Impact of Financial Liberilaziation on Economic Growth: A Case Study of Pakistan”, **Asian Economic and Financial Review**, 3(2), ss: 270-282.

IMF, World Economic Outlook Databases, <https://www.imf.org/en/Publications/SPROLLS/world-economic-outlook-databases#sort=%40imfdate%20descending>, (Erişim Tarihi: 04.10.2018).

IMF, International Financial Satatistics, <http://data.imf.org/?sk=4C514D48-B6BA-49ED-8AB9-52B0C1A0179B>, (Erişim Tarihi: 05.20.2018).

IMF, (1994), “The Coordination of Domestic Public Dept and Monetary Management in Economies in Transition: Issue and Lessons From Experience”, **IMF Working Paper**, WP/94/148.

IMF, (1998), “Coordination of Monetary and Fiscal Policies”, **IMF Working Paper**, WP/98/25.

IMF, (2001), “Guidelines for Public Dept Management, **IMF Publication**.

IMF, (2002), “Guidelines for Public Dept Management: Accompaying Document”, **IMF Publication**.

IMF, (2003), “Guidelines for Public Dept Management”, **IMF Publication**.

- IMF ve İsveç Ulusal Borç Ofisi, (2010), “Stocholm Principles, Guiding Principles for Managing Sovereign Risk and High Levels of Public Dept”, <http://www.imf.org/external/np/mcm/Stocholm/principles.htm> (Erişim Tarihi: 17.10.2017).
- IMF, (2014), “Revised Guidelines for Public Dept Management”, **IMF Policy Paper**, Washington DC.
- İŞİK, Hayriye, (2017), “Devlet Borçları Ekonomik Büyümeyi Nasıl Etkiler? Bazı Değerlendirmeler”, **Hukuk ve İktisat Araştırmaları Dergisi**, 9(2), ss: 117-133.
- IZAK, Vratislav, (2009), “Primary Balance, Public Debt And Fiscal Variables in Postsocialist Members Of The European Union” **Prague Economic Papers**, ss: 114-130.
- İNAN, Emre Alban, (2003), “Kamu Borç Stokunun Sürdürülebilirliği ve Türkiye”, **Bankacılar Dergisi**, 46, ss: 15-37.
- İNCE, Macit, (2001), “Devlet Borçları ve Türkiye”, **Gazi Kitabevi**, Ankara.
- İSMAYILOV, Hakim, (2012), “Kamu Borç Yönetiminin Para ve Maliye Politikaları İle Koordinasyonunun Sağlanması: Türkiye Örneği”, Doktora Tezi, **Marmara Üniversitesi, Sosyal Bilimler Enstitüsü**, İstanbul.
- Israel Ministry of Finance, <https://mof.gov.il/en>, (Erişim Tarihi: 20.07.2018).
- JANSSEN, Norbert, Charles, NOLAN ve Ryland, THOMAS, (2002), “Money, Debt and Prices in the UK 1705-1996”, **Economia**, 69(275), ss: 461-479.
- JENSEN, Fred, (2001), “Guidelines For Public Dept Management”, **United Nations Conference on Trade and Development, Proceedings of The Third Interregional Dept Management Conference**, 3-6 December 2001, Geneva.
- JESSEN, Lars, (2017), “What is Dept Management and Why is Important”, **Macroeconomic Working Group Original Presentation**, <https://rtm.org.la/wp-content/uploads/2015/11/What-is-debt-management-and-why-is-it-important.pdf>, (Erişim Tarihi: 12. 01. 2018).

- JOHNSON, L. E, Robert, LEY ve Thomas, CATE, (2001), “Keynes’ Theory of Money and His Attack on the Classical Model”, **IAER**, 7(4), 2001, ss: 409-418.
- JÖNSSON, Per-Olof, (2005), “Risk Management of Government Dept in Sweden”, **Advances in Risk Management of Government Dept**, OECD, Paris, ss: 217-229.
- KALDEREN, Lars ve Hans, BLOMMESTEIN, (2002), “The Role and Structure of Dept Management Offices”, **Dept Management and Government Securities Markets in the 21st Century**, OECD, Paris, ss: 101-133.
- KAMEDA, Keigo, (2008), “Budget Deficits, Government Debt, and Interest Rates in Japan: An Analysis based on Published Budgetary Forecasts”, **Kwansei Gakuin University Repository Working Paper Series**, WP: 39, ss: 1-31.
- KAPPAGODA, Nihal, (2004), “Best Practices and Key Analytical Functions For Public Dept Management”, **UNITAR Best Practice Series**, No: 6, UNITAR, Geneva.
- KARACA, Coşkun, (2016), “Türkiye’nin Güncel Ekonomik-Mali Sorunları ve Politikaları”, **Ekin Yayınevi**, Bursa.
- KARADAĞ, Mehmet Mete, (2015), “Sistemik Risk, Sistemik Açidan Önemli Finansal Kuruluşlar ve Küresel Finansal Kriz”, **Finansal Araştırmalar ve Çalışmalar Dergisi**, 7(13), ss: 293-319.
- KARAGÖL, Erdal Tanas, (2002a), “External Debt and Economic Growth Relationship Using The Simultaneous Eqations”, **Economic Research Center**, VI. International Conference in Economics, 11-14 September 2002, Ankara.
- KARAGÖL, Erdal Tanas, (2002b), “Causality Analysis of External Debt Service and GNP: The Case of Turkey”, **Central Bank Review**, 1(2002), ss: 39-64.
- KARAGÖL, Erdal Tanas, (2010), “Geçmişten Günümüze Türkiye’de Dış Borçlar”, **Siyaset, Toplum ve Ekonomi Araştırmaları Vakfı**, 26.
- KARAKAPLAN, Mustafa Uğur, (2009), “The Conditional Effects of External Debt on Inflation”, **Selçuk Üniversitesi, İİBF Sosyal ve Ekonomik Araştırmalar Dergisi**, 9(17), ss: 203-2017.

- KARATAY GÖGÜL, Pelin, (2016), “Dış Borçlanma Çerçevesinde Türkiye Ekonomisi İçin Bir Yatırım Fonksiyonu Modeli (1998-2014 Dönemi)”, **Gaziantep Üniversitesi Sosyal Bilimler Dergisi**, 15(2), ss: 303-325.
- KELL, Micheal, (2001), “An Assesment of Fiscal Rules in The United Kingdom”, **IMF Working Paper**, WP/01/91.
- KEPENEK, Yakup, (2014), “Türkiye Ekonomisi”, **Remzi Kitabevi**, 28. Baskı, İstanbul.
- KESİK, Ahmet, (2003), “Bütçe Yönetimi ile Borç Yönetiminin Ayrılmasının Konsolide Bütçeye Yansımaları”, **Marmara Üniversitesi Maliye Araştırma ve Uygulama Merkezi Yayınları**, No: 16, ss: 89-101, XVIII Türkiye Maliye Sempozyumu, 12-16 Mayıs 2003, Kıbrıs.
- KHUMALO, John, (2013), “Budget Deficit-Inflation Nexus in South Africa: VAR Analysis”, **Mediterranean Journal of Social Sciences**, 4(13), ss: 415-424.
- KIEWICZ, Grzegory Wasz, (2015), “Political Risk an National Dept Markets in Advanced Economies”, **FIKUSZ’15 Sempodium for Young Researchers**, ss: 263-275, Obuda University, Budapest.
- KLAFKY, Thomas E., Francis, GLENISTER ve Juddith, OTTERMAN, (2000), “Risk Management Process For Central Bank”, **Sovereign Assets and Liabilities Management**, Marcel, CASSARD ve David, FOLKERTS-LANDAU, (Ed.), ss: 247-262, (Paper Presented of a Conference Hosted by IMF and Hong Kong Monetary Authority, November 1996).
- KNOT, Klaas ve Jakob, DE HAAN, (1995), “Fiscal Policy and Interest Rates in the European Community”, **European Journal of Political Economy**, 11(1), ss: 171-187.
- KOÇ, Fatoş, (2012), “Varlık ve Yükümlülük Yönetimi”, **Hazine İşlemleri ve Çağdaş Hazine Yönetimi**, M. Coşkun, CANGÖZ ve Emre, BALİBEK, (Ed.), Seçkin Yayınları, Ankara, ss: 105-117.
- KOÇAK, Aysun, (2009), “Küresel Dönemde Türkiye’nin Borç Yapısındaki Dönüşüm”, **Maliye Dergisi**, 157, ss: 65-84.

- KOKOTOVIC, Filip, (2016), “An Empirical Study of Factors Influencing Total Unemployment Rate in Comparison to Youth Unemployment Rate in Selected EU Member-States”, **Theoretical and Applied Economics**, 3(608), ss: 79–92.
- KOROL, Olga ve Nataliya, CHERKAS, (2015), “The Economic Impact of Foreign Debt in Greece”, **Baltic Journal of Economic Studies**, 1(1), ss: 105-112.
- KREINER, Signe, (2002), “Overview of Policy Objectives and Characteristics of Public Debt and Debt Holdings”, **Debt Management and Government Securities Markets in the 21st Century**, OECD, Paris, ss: 51-60.
- KUMAR, Manmohan S. ve Jeajoon, WOO, (2010), “Public Debt and Growth”, **IMF Working Paper**, WP/10/174.
- KUMCU, Ercan, (2008), “İç Borçlanmada Ortalama Vade”, <http://www.hurriyet.com.tr/ic-borclanmada-ortalama-vade-9511905>, (Erişim Tarihi: 07.03.2019).
- KURECIC, Petar ve Filip, KOKOTAVIC, (2016), “Relevance of Public Debt-to-GDP Ratio Correlation With Significant Macroeconomic Indicators”, **Macedonian Journal of Political Science**, 3(7), ss: 38-56.
- KUTLAR, Aziz, (2007), “Ekonometriye Giriş”, **Nobel Yayınevi**, 1. Basım, Ankara.
- KÜÇÜKÖZMEN, Coşkun, (2012), “Sistemik Risk, Finansal İstikrar ve Volatilite (2)”, **Çözüm**, 6-12 Ekim, 2012, www.coskunkucukozmen.com/wp-content/uploads/2012/01/sistemikrisk2.pdf, (12.02.2018).
- KWON, Goohoon, Lavern, McFARLANE ve Wayne, ROBINSON, (2006), Public Debt, Money Supply, and Inflation: A Cross-Country Study and Its Application to Jamaica”, **IMF Working Paper**, WP/06/121.
- KYURUMYAN, Artak, (2014), “Political Decisions About Public Debt Management in Armenia in Recent Years and Their Consequences”, **Final Report of Supported by Open Society Foundations**, Armenia.
- LAUBACH, Thomas, (2009), “New Evidence on the Interest Rate Effects of Budget Deficit and Debt”, **Journal of the European Economic Association**, 7(4), 858-885.

- LEMMEN, Jan, (1999), "Managing Government Default Risk in Federal States", **London School of Economics, Financial Market Group Speacial Paper**, Paper No: 116, London.
- LEONG, Donna, (1999), "Dept Management Theory and Practice", **Tereasury Occasional Paper**, Paper No: 10, Dept Management Office, London, UK.
- LIN, Hsin-Yi ve Hao-Pang, CHU, (2013), "Are Fiscal Deficits Inflationary?", **Journal of International Money and Finance**, 32, 214-233.
- LLEDO, Victor, Sungwook, YOON, Xiangming, FANG, Samba, MBAYE ve Young, KIM, (2017), "Fiscal Rules at a Glance", **IMF**.
- MACRI, Joseph (2006), "Fisher Hypothesis: Further Evidence for Australia", **The third annual conference of the Applied Business and Entrepreneurship Association International**, 16-20 November, Kona, Hawaii.
- MAGNUSSON, Tomas, (1999), "Legal Arrangements for a Dept Office", http://treasury.worldbank.org/bdm/pdf/Legal_Arrangements_for_Debt_Office_TM_1999.pdf, (Erişim Tarihi: 24.02.2018).
- MAGNUSSON, Tomas, (2001), "The Institutional and Legal Base For Effective Dept Management", **UNCTAD Third Inter-Regional Dept Management Conference**, 3-5 December 2001, Geneva.
- MAH, Gisele, Janine, MUKKUDEM PETERSON, Collins, MIRUKA ve Mark A., PETERSON, (2013), "The Impact of Government Expenditure on the Greek Government Debt: An Econometric Analysis", **Mediterranean Journal of Social Science**, 4(3), ss: 323-330.
- MAIGA, Faotumate Koumba, (2017), Impact of Interest Rate on Economic Growth in Nigeria", **Pyrex Journal of Business and Finance Management Research**, 3(3), ss: 98-111.
- MALIK, Shahnawaz, Muhammed Khizar, HAYAT ve Muhammed Umer, HAYAT, (2010), "External Debt and Economic Growth: Empirical Evidence From Pakistan", **International Research Journal of Finance and Economics**, 44, ss: 88-97.

- MARIETA, Mihaiu Diana, (2014), “Analysis of Public Debt in The European Union - Issues Related to its Sustainability”, **Journal of International Studies**, 7(2), ss: 25-32.
- MAYLONAS, Paul, Sebastian, SCHICH, Thorsteinn, THORGEIRSSON ve Gert, WEHINGER, (2000), “New Issues in Public Dept Management: Government Surpluses in Several OECD Countries, The Common CURRENCY in Europe and Rapidly Rising Debt in Japan”, **OECD Working Paper Series**, WP/2000(12).
- MCCRAY, Peter, (1999), “Organisational Models For Sovereign Debt Management”, **Australian Office of Financial Management**, <http://aofm.gov.au/speech/organisational-models-for-sovereign-debt-management/>, (Erişim Tarihi: 14.01.2018).
- MCCRAY, Peter, (2005), “Management of Operational Risk by Sovereign Debt Management Agencies”, **Advances in Risk Management of Government Debt**, OECD, Paris, ss: 67-88.
- MEDEIROS, Carlos, Magdalena, POLAN ve Parmeshwar, RAMLOGAN, (2007), “A Primer on Sovereign Debt Buybacks and Swaps”, **IMF Working Paper**, WP/07/58.
- MELECKY, Martin, (2007), “A Cross-Country Analysis of Public Debt Management Strategies”, **Policy Research Working Paper**, WP/4287.
- MERİÇ, Metin, (2015), “Devlet Borçları”, **Gazi Kitabevi**, Ankara.
- METİN, Kuvılcım, (1998), “The Relationship Between Inflation and the Budget Deficit in Turkey”, **Journal of Business & Economic Statistics**, 16(4), ss: 412-422.
- METWALLY, M. M. ve Rick, TAMASCHKE, (1994), “The Interaction Among Foreign Debt, Capital Flows, and Growth: Case Studies”, **Journal of Policy Modeling**, 16(6), 597-608.
- MILLER, Victoria, (1997), “Political Instability and Debt Maturity”, **Economic Inquiry**, 35 (1), ss: 12-27.
- MILLER, Stephen M ve Frank S., RUSSEK, (1996), “Do Federal Deficits Affect Interest Rates? ” **Journal of Macroeconomics**, 18(3), ss: 403-428.

- MISSALE, Alessandro ve Oliver Jean, BLANCHARD, (1991), “The Debt Burden and Debt Maturity”, **NBER Working Paper Series**, WP/3944, National Bureau of Economic Research, Cambridge.
- MISSALE, Alessandro, (2012), “Sovereign Debt Management and Fiscal Vulnerabilities”, **BIS Paper**, Paper No: 65j, <http://ssrn.com/abstract=2081842>, (Erişim Tarihi: 10.01.2018).
- MISZTAL, Piotr, (2010), “Public Debt and Economic Growth in the European Union”, **Journal of Applied Sciences**, 5(13), ss: 292-302.
- MİYNAT, Mustafa ve M. Kemal, BOSTAN, (2015), “Mali Kural Uygulamalarının Makroekonomik Değişkenler Üzerine Etkileri”, **Yönetim ve Ekonomi**, 22(2), ss: 535-549.
- MOHANTY, Ranjan Kumar, (2012), “Fiscal Deficit-Economic Growth Nexus in India: A Cointegration Analysis”, **New Delhi Centre for Economic Studies & Planning**, School of Social Sciences Jawaharlal Nehru University.
- M R, Anantha Ramu ve K., GAYITHRI, (2016), “ Fiscal Deficit Composition and Economic Growth Relation in India: A time Series Econometric Analysis”, **MPRA**, No: 76304.
- MUINGA, Ruth Muendi, (2012), “External Public Debt and Economic Growth in Kenya”, Master Thesis in Arts of Economics, **University of Nairobi**, Kenya.
- MUKHTAR, Tahir ve Muhammad, ZAKARIA, (2008), “Budget Deficit and Interest Rates: An Empirical Analysis for Pakistan”, **Journal of Cooperation**, 29(2), ss: 1-14.
- MUTLUER, Tülin, (2008), “Teoride ve Türkiye’de Kamu İç Borç Yönetimi”, Yüksek Lisans Tezi, **Afyon Kocatepe Üniversitesi, Sosyal Bilimler Enstitüsü**, Afyon.
- MUWANGA, John F. S., (2015), “Management of Public Debt by Ministry of Finance, Planning and Economic Development”, **Value For Money Audit Report**, Uganda.

- MWENI, Fredrick Tsofa, Amos, NJUGUNA ve Timothy, OKETCH, (2016), “The Effect of External Debt on Inflation in Kenya, 1972-2012”, **International Journal of Financial Research**, 7(4), ss: 198-207.
- Narodowy Bank Polski, Statistics Balance of Payment, <https://www.nbp.pl/homen.aspx?f=/en/statystyka/statystyka.html>, (Erişim Tarihi: 20.09.2018).
- NART, Ela olpan, (2015), “Dış Bor Yönetimi Açısından Finansal Kriz Riski”, **Dokuz Eylül Üniversitesi, İktisadi ve İdari Bilimler Fakültesi Dergisi**, 30(2), ss: 71-85.
- NASTANSKY, Andreas, Alexander, MEHNERT ve Hans Gerhard, STROHE, (2014), “A Vecor Error Correction Model for the Relationship Between Public Debt and Inflation in Germany”, **Postdam Universitat Statistische Diskussionsbeiträge**, No: 51, Germany.
- NTMA-National Treasury Management Agency, <http://www.ntma.ie/about-the-ntma/>, (Erişim Tarihi: 08.07.2018).
- NGUYEN, Bon Van, (2015a), “The Relationship Between Public Debt and Inflation in Developing Countries: Empirical Evidence Based on Difference Panel GMM”, **Asian Journal of Empirical Research**, 5(9), ss: 102-106.
- NGUYEN, Bon Van, (2015b), “The Effects of Public Debt on Inflation in Developing Economies of Asia: An Empirical Evidence Based on Panel Differenced GMM Regression and PMG Estimation”, **The Empirical Economics Letter**, 14(4), ss: 1-20.
- NOULA, Armand Gilbert, (2012), “Fiscal Deficit and Nominal Interest Rate Determination in Cameroon: An application of the Loanable Funds Model”, **Global Advanced Research Journal of Management and Business Studies**, 1(1), ss: 6-29.
- NUNES-CORREIA, Jose ve Joukas, STEMITSIOTIS, (1995), “Budget Deficit and Interest Rates: is There a Link? International Evidence”, **Oxford Bulletin of Economics and Statistics**, 57(4), ss: 425-449.

- OBI, Ben ve Abu, NURUDEEN, (2009), “Do Fiscal Deficits Raise Interest Rates In Nigeria? A Vector Auto Regression Approach”, **Journal of Applied Quantitive Methods**, 4(3), ss: 306-316.
- OCAMPO, Jose Antonio, (2005), “A Broad View of Macroeconomic Stability”, **DESA Working Paper**, No: 1, New York.
- OECD Statistics, <https://stats.oecd.org/>, (Erişim Tarihi: 20.05.2018).
- OECD, (y.t.), “The External Debt of Developing and Transition Countries”, <https://www.oecd.org/sdd/na/16685411.ppt> (Erişim Tarihi: 18.12.2018).
- OECD, (1996), “Government Dept Management”, **Public Administration and Public Policy, Hand Book of Dept Management**, Gerald J. MILLER, (Ed.), Marcel Dekker INC Publishing, New York, ss: 657-692.
- OECD, (2017), “Sovereign Borrowing Outlook 2017”, **OECD Publishing**, Paris.
- OECD, (2018a), “Generel Government Debt”, <https://data.oecd.org/gga/general-government-debt.htm>, (Erişim Tarihi: 21.12.2018).
- OECD, (2018b), “Short-Term Interest Rates”, <https://data.oecd.org/interest/short-term-interest-rates.htm#indicator-chart>, (Erişim Tarihi: 21.12.2018).
- OECD, (2018c), “Long-Term Interest Rates”, <https://data.oecd.org/interest/long-term-interest-rates.htm#indicator-chart>, (Erişim Tarihi: 21.12.2018).
- OGONNA, Igberi Christiana, Oda Stephen IDENYI, Anoke Charity, IFEYINWA ve Nwachukwu Udochukwu, GABRIEL, (2016), “The Implications of Rising Public Dept on Unemployment in Nigeria: An Auto Regressive Distributed Lag Approach”, **Assian Research Journal of Arts and Social Sciences**, 1(1), ss: 1-15.
- OKTAYER, Asuman, (2009), “Türkiye’de Finansal Serbestleşme ve Derinleşme Süreci Üzerine Nitel Bir İnceleme”, **Akademik İncelemeler**, 4(1), ss: 73-100.
- ÖNDER, İzettin ve Hülya, KIRMANOĞLU, (1995), “Kamu Açıkları ve Kamu Borçları-Teori ve Türkiye Üzerine Bazı Gözlemler”, **Türk Harb-İş Sendikası Yayınları**, Ankara.

- ÖZYILDIZ, Hakan, (2012), “Kamu Borç Yönetimine Giriş”, http://hakan.hozyildiz.com/file/resource/borcyonetiminegiris2012-2_120216135733.ppt, (Erişim Tarihi: 10.02.2019).
- PAALZOW, Andrew, (1992), “Public Dept Management”, A Dessertation for The Doctor’s Degree in Economics, **Stocholm School of Economics**, Stocholm.
- PANIZZA, Ugo, (2008), “Domestic and External Public Dept in Developing Countries”, **Discussion Papers**, No: 188, Geneva, Switzerland.
- PASCAL, Maria, (2011), “Public Debt Management-Fundamental Component of Public Policy”, **CES Working Paper**, 3(4), ss: 571-578.
- PATTILLO, Catherine, Helence, POIRSON ve Luca, RICCI, (2002), “External Dept And Growth”, **IMF Working Paper**, WP/02/69.
- PEHLİVAN, Nilgün, (2003), “Risk Analizine Dayalı Kamu Borç Yönetimi”, **Marmara Üniversitesi Maliye Araştırma ve Uygulama Merkezi Yayınları**, No: 16, ss: 385-417, XVIII Türkiye Maliye Sempozyumu, 12-16 Mayıs 2003, Kıbrıs.
- PEHLİVAN, Osman, (2016a), “Kamu Maliyesi”, **Celepler Matbaacılık**, Trabzon.
- PEHLİVAN, Osman, (2016b), “Devlet Bütçesi”, **Celepler Matbaacılık**, 3. Baskı, Trabzon.
- PEROVIC, Lena Malesevic, (2018), “Public Debts, Deficits and Interest Rates in CEECs: Are There Spatial Spillovers?”, **Post Communist Economies**, 30(5), ss: 675-692.
- PIGA, Gustavo, (2001), “Derivatives and Public Dept Management”, **Published in Cooperation With The Council of Foreign Relations and International Securities Market Association (ISMA)**, New York-Zurich.
- POLACKOVA, Hana, (1998), “Contingent Government Liabilities: A Hidden Risk For Fiscal Stability”, WBS 1998, Washington D.C.
- POLACKOVA, Hana, (1999), “Contingent Government Liabilities A Hidden Fiscal Risk”, **Finance and Development**, ss: 46-49.
- POPA, Ionela ve Diana, CODREANU (2010), “Fiscal Policy and Its Role in Ensuring Economic Stability”, **MPRA**, No: 20820.

- PROHL, Silika ve Friedrich, SCHIENDER, (2006), "Sustainability of Public Debt and Budget Deficit: Panel Cointegration Analysis for the European Union Member Countries" **Department of Economics Johannes Kepler University of Linz Working Paper**, No: 0610, Austria.
- PUENTE-AJOVIN, Miguel ve Marcos, SANZO-NAVARRO, (2015), "Granger Causality Between Debt and Growth: Evidence From OECD Countries", **International Review of Economics and Finance**, 35, ss: 66-77.
- PUIG-GOMEZ, Marta ve Simon, SOSVILLA-RIVERO, (2015), "The Casual Relationship Between Debt and Growth in EMU Countries", **Journal of Policy Modeling**, 37, ss: 974-989.
- RAINHART, Carmen M. ve Kenneth S. ROGOFF, (2010), "Growth in a Time of Debt", **American Economic Review**, Paper Proceedings 100, ss: 573-578.
- RIBEIRO, Humberto Nuno R., vd., (2012), "The Effect of Public Debt and Other Determinants on The Economic Growth of Selected European Countries", **Economics and Management**, 17(3), ss: 914-921.
- RISBJERG, Lars, (2005), "Risk Management of Government Debt in Denmark", **Advances in Risk Management of Government Debt**, OECD, Paris, ss: 157-170.
- ROLPH, Earl R., (1957), "Principles of Debt Management", **The American Economic Review**, 47(3), ss: 302-320.
- ROY, Atrayee Ghosh ve Hendrick Van den, BERG, (2009), "Budget Deficit and U.S. Economic Growth", **Economics Bulletin**, 29(4), ss: 3015-3030.
- RUS, Abu Dzarr Muhammad, Mohamad H., HIDTHUR, Abul B., BHUIYAN ve Norsiah, AMINUDIN, (2016), "Budget Deficit and Interest Rate: Evidence from Malaysia 1965-2005", **International Journal of Business and Technopreneurship**, 6(2), ss: 351-362.
- SAATÇI, Yasin, (2007), "Türkiye’de Kamu Borç Yönetimi, Süreci ve Tarihsel Gelişimi", **Bütçe Dünyası**, 3(27), ss: 61-71.

- SAGDIÇ, Ersin Nail, (2015), “Vergi Gelirlerini Belirleyen Faöktörlerin Bölgesel Analizi: Türkiye Örneği”, Doktora Tezi, **Dumlupınar Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü**, Kütahya.
- SAĞLAM ÇELİKÖZ, Yıldız ve İbrahim, YUKACI, (2016), “ Konsolide Bütçe Açıkları ve İç Borç-Dış Borç İlişkisi: Türkiye Örneği”, **İnsan ve Toplum Bilimleri Araştırmaları Dergisi**, 5(3), ss: 478-504.
- SAKAL, Mustafa, (2003), “Türkiye’de Mali Disiplin Sorunu: Kamu Açıkları ve Borçlanmanın Sürdürülebilirliği”, **Gazi Kitabevi**, Ankara.
- SARAÇOĞLU, Fatih, (2002), “1980-2001 Yılları Arasında Türkiye’de İç Borçların Yapısal Gelişimi ve Değerlendirilmesi”, **Ekonomik Yaklaşım Dergisi**, 13(45), ss: 55-81.
- SARI, Müslim, (2004), “Dış Borç Yönetimi ve Türkiye Uygulamaları”, Uzmanlık Yeterlilik Tezi, **TCMB Dış İlişkiler Genel Müdürlüğü**, Ankara.
- SCHCLAREK, Alfredo, (2004), “Dept and Economic Growth in Developing and Industrial Countries”, **Lund University, Department of Economics Working Paper Series**, WP/2005: 34, Sweden.
- SCHMIDHEINY, Kurt, (2018), “Panel Data: Fixed and Random Effects”, **Short Guides to Microeconometrics**, Universitat Basel.
- SCHWARCZ, Steven L., (2008), “Systemic Risk”, **The Georgetown Law Journal**, 97(1), ss: 193-249.
- SEM, Shem Otoi ve G.P., POKHARIYAL, (2016), “Modelling Economic Deretminants of Youth Unemployment in Kenya”, **Journal of Emerging Trends in Economics and Management Sciences**, 7(1), ss: 31-38.
- SEMUEL, Hatane ve Stephanie, NURINA, (2015), “Analysis of the Effect of Inflation, Interest Rates, and Exchange Rates on GDP in Indonesia”, **International Conference on Global Business, Economics, Finance and Social Sciences**, 20-22 February 2015, Bangkok, Thailand.

- SEN, Swapan, Krishna, KASIBHATLA ve David, STEWART, (2007), “Debt Overhang and Economic Growth-The Asian and The Latin American Experiences”, **Economic Systems**, 31, ss: 3-7.
- SEVER, Erşan ve Zekeriya, MIZRAK, (2007), “Döviz Kuru, Enflasyon ve Faiz Oranı Arasındaki İlişkiler: Türkiye Uygulaması”, **Selçuk Üniversitesi İİBF Sosyal ve Ekonomik Araştırmalar Dergisi**, 7(13), ss: 264-283.
- SEYİDOĞLU, Halil, (2002), “Ekonomik Terimler Ansiklopedik Sözlüğü”, **Kurtiş Matbaası**, 3. Baskı, İstanbul.
- SEYMEN OSKAY, Cansel, (2004), “1980’den Günümüze Türkiye’de İç Borçların Yapısal Gelişimi ve Değerlendirilmesi”, **Selçuk Üniversitesi İ.İ.B.F Sosyal ve Ekonomik Araştırmalar Dergisi**, 4(8), ss: 118-138.
- SEZGİN, Zafer, (2013), “Avrupa Borç Krizi’nin İzini Sürmek: Mali Disiplin”, **İstanbul Ticaret Üniversitesi Sosyal Bilimleri Dergisi**, 12(23), ss: 81-90.
- SHABBIR, Safia, (2013), “Does External Debt Affect Economic Growth: Evidence From Developing Countries”, **State Bank of Pakistan Workin Paper**, No: 63, Pakistan.
- SHAREEF, K. Hassan ve Santhakumar, SHIJIN, (2017), “The Term Structure of Interest Rates and Macroeconomic Factors: Evidence From Indian Financial Market”, **Borsa İstanbul Review**, 17(4), ss: 249-256.
- SIDDIQUE, Abu, Eliyathambi Antony, SELVANATHAN ve Saroja, SELVANATHAN, (2015), “The Impact of External Debt on Economic Growth: Empirical Evidence From Highly Indebted Poor Countries”, **The University of Western Australia Discussion Paper**, No: 15.10.
- SILVA, Anderson C.S., Rodrigo S.V., CABRAL ve William, BAGHDASSARIAN, (2010), “Scope and Fundamental Challanges to Public Dept Risk Management-The Brazilian DMO Perspective”, **Public Dept: The Brazilian Experience**, Anderson Caputo, SILVA, Lena Olivera de, CARVALHO, Otavia Laderia de, MEDEIROS, (Ed.), National Treasury, Brazil, ss: 151-192.

- SILVA, Gleomar Gomes, Manoel Carlos, CASTRO PIRES ve Fabio Henrique Bittes, TERA, (2014), “The Effects of Public Debt Management on Macroeconomic Equilibrium: An Analysis of the Brazilian Economy”, **EconomiA**, 15(2), ss: 174-188.
- SIMIC, Vladimir ve Vinko, MUSTRA, (2012), “Debts (Public and External) and Growth-Link or No Link?”, **Croatian Operational Research Review**, 3, ss: 91-102.
- SINHA, Pankaj, Varun, ARORA ve Vishakha, BANSAL, (2011), “Determinants of Public Debt for Middle Income and High Income Group Countries Using Panel Data Regression”, **MPRA**, No: 32079.
- SMAGA, Powel, (2014), “The Concept of Systemic Risk”, **Systemic Risk Centre Special Paper Series**, Paper No: 5, The London School of Economics and Political Science, London.
- SONAT, Arslan, (1996), “Kamu Kesimi Finansman Açıkları ve Dış Denge”, **İstanbul Üniversitesi Basımevi**, No: 554/80, ss: 115-126, X. Türkiye Maliye Sempozyumu, 14-18 Mayıs 1994, Antalya.
- SÖYLER, İlhami, (2001), “Türkiye’nin Dış Borçlarının Ekonomik Açısından Değerlendirilmesi (Rasyo Analizi)”, **Maliye Dergisi**, 138, ss: 16-23.
- SPILIOTI, Stella, (2015), “The Relationship Between The Government Debt and GDP Growth: Evidence of The Euro Area Countries”, **Investment Management and Financial Innovations**, 12(1), ss: 174-178.
- STORKEY, Ian, (2001), “Sovereign Debt Management: A Risk Management Focus”, **The Finance and Treasury Professional**, May 2001, ss: 7-10.
- SUGÖZÜ, İbrahim Halil ve Mehmet, YİYİT, (2010), “Borçlanmanın Enflasyona Etkisi Üzerine Teorik Yaklaşımların Temel Özellikleri”, 158, ss: 365-373.
- SÜMBÜLOĞLU, Kadir ve Beyza, AKDAĞ, (2007), “Regresyon Yöntemleri ve Korelasyon Analizi”, **Hatiboğlu Yayınevi**, 1. Baskı, Ankara.

- SÜNGÜ, Serdar, (2006), “Kamu Finansman Açıkları ve OECD Ülkeleri –Türkiye Açısından Borç Yönetiminin Değerlendirilmesi”, Yüksek Lisans Tezi, **Hacettepe Üniversitesi, Sosyal Bilimler Enstitüsü**, Ankara.
- SWAMY, Wighneswara, (2015), “Government Debt and Economic Growth: Decomposing the Cause-Effect Relationship”, **The Institute of Economic Growth Working Paper**, No: 360.
- SNDO-Sweden National Debt Office, <https://www.riksgalden.se/en/aboutsndo/About-the-Debt-Office/>, (Erişim Tarihi: 08.07.2018).
- SUTHERLAND, Douglas, Peter, HOELLER, Rossana, MEROLA ve Volker, ZIEMANN, (2012), “Debt and Macroeconomic Stability”, **OECD Economics Department Working Papers**, No: 1003, Paris.
- ŞANLI, Devran, Mehmet, SONGUR ve Yusuf, MURATOĞLU, (2018), “Kamu Borcu ve Enflasyonun Büyüme Üzerindeki Etkisini Yeniden Gözden Geçirmek: AB 15 Örneği”, **Gümüşhane Üniversitesi Sosyal Bilimler Dergisi**, 9(23), ss: 42-55.
- ŞEN, Hüseyin ve İsa, SAĞBAŞ, (2004), “Bütçe Açıkları: Teori ve Türkiye Uygulaması”, **Seçkin Yayınları**, 1. Baskı, Ankara.
- ŞEN, Hüseyin, Mahmut, YARDIMCIOĞLU ve Muhsin, KAR, (2007), “Türkiye’de İç Borçların Gelişimi ve Yönetimi”, **Türkiye Ekonomisi: Makroekonomik Sorunlar ve Çözüm Önerileri**, Ahmet, AY, (Ed.), Çizgi Yayınları, Konya, ss: 227-268.
- ŞENER, Orhan, (2014), “Kamu Ekonomisi”, **Beta Yayınları**, 12. Baskı, Ankara.
- ŞİMŞEK, Hayal Ayça, (2009), “Teoride ve Uygulamada Kamu Borçlanması”, **Gazi Kitabevi**, Ankara.
- TAGHAVI, Majid, (2000), “Debt, Growth and Inflation in Large European Economies: A Vector Auto-Regression Analysis”, **Journal of Evolutionary Economics**, 10, ss: 159-173.

- TAKIM, Abdullah, (2012), “Dış Finansal Liberalleşme Sonrası Türkiye’nin Dış Borç Dinamiğindeki Değişmeler: Bir Literatür Araştırması”, **Sosyoekonomi Dergisi**, 18(18), ss: 23-44.
- TAKOÇ, Hakan, Sevgi, BAKIRCI ve Abdullah, KANTARCI, (2012), “Hazine İşlemlerinde Operasyonel Risk Yönetimi”, **Hazine İşlemleri ve Çağdaş Hazine Yönetimi**, M. Coşkun, CANGÖZ ve Emre, BALİBEK, (Ed.), Seçkin Yayınları, Ankara, ss: 311-326.
- TAKOÇ, Hakan, (2013), “Government Dept Management and Operational Risk: A risk Management and Its Application in Turkey”, **OECD Publishing**, SIGMA Papers, No: 50, France.
- TANDIRCIOĞLU, Haluk, (2004), “Türkiye’de Mali Disiplinin Sağlanmasında Borç Yönetiminin Etkinliği”, Doktora Tezi, **Dokuz Eylül Üniversitesi, Sosyal Bilimler Enstitüsü**, İzmir.
- TANZI, Vito ve Ludger, SCHUKNECHT, (1997), “Reforming Government: An Overview of Recent Experience”, **European Journal of Political Economy**, 13(3), ss: 395-417.
- TARI, Recep, (2014), “Ekonometri”, **Umuttepe Yayınları**, 10. Baskı, İzmit.
- TARI, Recep, (2012), “Ekonometri”, **Umuttepe Yayınları**, 8. Baskı, İzmit.
- TATOĞLU, Ferda Yerdelen, (2013), “Panel Veri Ekonometrisi”, **Beta Yayınları**, 2. Baskı, İstanbul.
- TAYLOR, Lance, Christian R., PROANO, Laura de, CARVALHO ve Nelson, BARBOSA, (2012), “Fiscal Deficits, Economic Growth and Government Debt in the USA”, **Cambridge Journal of Economics**, 36(1), ss:189–204.
- TAYLOR, Phillip E., (1961), “The Economics of Public Finance”, **Oxford and IBH Publishing Company**, 3. Baskı, New Delhi.
- T.C. Cumhurbaşkanlığı Strateji ve Bütçe Başkanlığı, Gözterge ve İstatistikler, <http://www.sbb.gov.tr/#>, (Erişim Tarihi: 17.02.2019).
- TCMB Piyasa Verileri İstatistikleri, <https://www.tcmb.gov.tr>, (Erişim Tarihi: 17.02.2019).

- TCMB, (2003), “2002 Yıllık Rapor”, Ankara.
- THORNE, Rupert, (2012), “The Financial Stability Board-History and Role”, **Center For Strategic and International Studies**, FSB, Washington D.C.
- TOGO, Eriko, (2007), “Coordinating Public Dept Management With Fiscal and Monetary Policies: An Analytical Framework”, **World Bank Policy Research Paper**, WP/4369, USA.
- TOPAL, Mehmet Hanefi, Mehmet, BÖLÜKBAŞ ve M. Kemal, BOSTAN, (2018), “The Public Debt and Unemployment Growth Nexus in The PIIGS Countries and Turkey: Empirical Evidence”, **Studies on Balkan and Near Eastern Social Sciences**, Rasim, YILMAZ, (Ed.), Peter Lang Publishing, ss: 33-46.
- TOPAL, Mehmet Hanefi ve Kemal, BOSTAN, (2017), “Türkiye’de Dış Borçlar İşsizlik Oranları Üzerinde Etkili Midir?”, **II. Uluslararası Stratejik Araştırmalar Kongresi**, 28 Eylül-1 Ekim, 2017, Kemer, Antalya, ss: 259-259.
- TOPAL, Mehmet Hanefi ve Nazlı, KEYİFLİ, (2016), “Yolsuzluk ve Kamu Borçları: OECD Ülkeleri İçin Ampirik Bir Kanıt”, **2. Uluslararası Osmaneli Sosyal Bilimler Kongresi**, 12-14 Ekim, Bilecik, Türkiye, ss: 501-512.
- TUNALI, Halil ve Yeşim Yıldırım, ERÖNAL, (2016), “Enflasyon ve Faiz Oranı İlişkisi: Türkiye’de Fisher Etkisinin Geçerliliği”, **Süleyman Demirel Üniversitesi İİBF Dergisi**, 21(4), ss: 1415-1431.
- TÜĞEN, Kamil, (1991), “Bütçe Açıkları, Finansmanı ve Sonuçları (Gelişmiş Ülkeler Yönünden Bir Değerlendirme)”, **Dokuz Eylül Üniversitesi İktisadi ve İdari Bilimler Fakültesi Dergisi**, 6(2), ss: 89-105.
- TÜLEYKAN, Hayrettin, (2016), “Faiz Dışı Fazla ve Bazı Bütçe Verileri Arasında Nedensellik İlişkisi”, **Çankırı Karatekin Üniversitesi, Sosyal Bilimler Enstitüsü Dergisi**, 7(1), ss: 301-322.
- TÜRK, İsmail, (2015), “Kamu Maliyesi”, **Turhan Kitabevi**, Ankara.
- UK Debt Management Office, (2015) “Business Plan”, No: 2015-16, <https://www.dmo.gov.uk/media/14524/busplan2015.pdf>, (Erişim Tarihi: 08.15.2018).

- UK Debt Management Office, (2005), “Executive Agency Framework Document”, <https://www.dmo.gov.uk/media/8092/fwork040405.pdf>, (Erişim Tarihi: 08.15.2018).
- UK Debt Management Office, <https://www.dmo.gov.uk/about/who-we-are/>, (Erişim Tarihi: 08.14.2018).
- ULUATAM, Özhan, (2014), “Kamu Maliyesi”, **İmaj Kitabevi**, 13. Baskı, Ankara.
- ULUĞBAY, Hikmet, (1995), “Devlet Borç Yönetimi”, **İşletme ve Finans Dergisi**, 111, ss: 14-24.
- ULUSOY, Ahmet ve Dilek, KARA, (2017), “Kamu Borç Yönetiminin Maliye ve Para Politikası İle Uyum Sorunu: Türkiye Pratiği”, **Maliye Araştırmaları Dergisi**, 3(1), ss: 29-38.
- ULUSOY, Ahmet ve Yakup, KÜÇÜKKALE, (1996), “Türkiye’de Dış Borçların İktisadi Büyüme ve Enflasyon Üzerine Etkisi”, **Elektronik Yaklaşım Dergisi**, 7(21), ss: 13-25.
- ULUSOY, Ahmet, (2009), “Devlet Borçlanması”, **Celepler Matbaacılık**, Trabzon.
- UNCTAD, (1999), “Effective Debt Management”, **United Nations Conference on Trade and Development**, UNCTAD/15/Rev.1.
- UNITAR, (2011), “Effective Public Debt Management”, **Effective Public Debt Management Course**, 24 Ekim-9 Kasım, <https://www.unitar.org/event/full-catalog/effective-public-debt-management>, (Erişim Tarihi: 10.11.2018).
- United Nations, (2006), “Manual on Effective Debt Management”, **United Nations Economic and Social Commission for Asia and the Pasific (ESCAP)**, ST/ESCAP/2416, New York.
- United States Department of The Treasury, Debt Statistics, <https://home.treasury.gov/>, (Erişim Tarihi: 17.09.2018).
- VAMOUKAS, George A., (2000), “Short and Long-Run Effects of Budget Deficits on Interest Rates”, **SPOUDAI-Journal of Economics and Business**, 50(1-2), ss: 58-73.

- VARDAR, Ercüment, (2007), “Türkiye’de İç Borçlanmanın Gelişimi”, Uzmanlık Yeterlilik Tezi, **Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası**, Ankara.
- VIEGA, Jose Lopes, Alexandra, FERREIRA-LOPES ve Tiago, SEQUEIRA, (2014), “Public Debt, Economic Growth, and Inflation in African Economies”, **MPRA**, No: 57377.
- VURUCU DEMİR, Meral, (2004), “4749 Sayılı Kamu Finansmanı ve Borç Yönetiminin Düzenlenmesi Hakkında Kanunun Getirdiği Yenilikler, Önceki Mevzuat İle Karşılaştırılması”, **Devlet Bütçe Uzmanlığı Araştırma Raporu**, Ankara.
- WANI, Nassir Ul Haq ve Habib, KABIR, (2016), “An Evaluation of Relationship Between Public Debt and Economic Growth: A Study of Afghanistan”, **MPRA**, No: 7538.
- World Bank, World Development Indicators, <https://databank.worldbank.org/data/source/world-development-indicators>, (Erişim Tarihi: 20.05.2018).
- World Bank, (2009), “Debt Management Performance Assessment (DEMPA) Tool”, <http://siteresources.worldbank.org/INTDEBTDEPT/Resources/468980-1184253591417/GDM-PMF.pdf>, (Erişim Tarihi: 20.12.2018).
- World Bank, (2018), “Public Dept Management Office: Main Functions and Required Skills”, http://treasury.worldbank.org/web/documents/DebtManagementOffice_Mainfunctionsandskillsrequired.pdf, (Erişim Tarihi: 28.04.2018).
- WHEELER, Graeme, (2004), “Sound Practice in Government Dept Management”, **IMF and The World Bank**, Washington DC.
- WHEELER, Graeme, (1996), “New Zeland’s Experience With Autonomous Sovereign Debt Management”, **The Public Debt Management Network**, <http://www.publicdebt.net.org/pdm/home>, (Erişim Tarihi: 08.09.2018).
- WILLIAMS, Mike, (2010), “The Dept Management Office”, **Based on a Client Presentation**, <http://www.mj-w.net/presentations/DMO-Oct10.pdf>, (Erişim Tarihi: 26.04.2018).

- WOLSWIJK, Guido ve Jakob de, HAAN, (2005), “Government Dept Management in The Euro Area Recent Theoretical Developments and Changes in Practices”, **European Central Bank Occasional Paper Series**, No: 25, Germany.
- YAŞA, Memduh, (1963), “Türkiye Dış Borçlarının Takip Ettiği Gelişme”, **Maliye Enstitüsü Konferansları**, 9, ss: 129-144, İstanbul.
- YAŞA, Memduh, (1981), “Devlet Borçları”, **Has Kurtulmuş Matbaası**, 3. Baskı, İstanbul.
- YAVUZ, Ali, (2009a), “Başlangıcından Bugüne Türkiye’nin Borçlanma Serüveni: Durum ve Beklentiler”, **SDÜ, Fen – Edebiyat Fakültesi Sosyal Bilimler Dergisi**, 2009(20), ss: 203-226.
- YAVUZ, H. Hakan, (2009b), “Kamu Borç Yönetiminde Yabancı Para Cinsinden Borçlanmanın Etkileri: Türkiye Örneği”, **Maliye Dergisi**, 157, ss: 277-292.
- YIEN, Lim Chia, Hussin, ABDULLAH ve Muhammed, AZAM, (2017), “Granger Causality Analysis Between Inflation, Debt and Exchange Rate: Evidence From Malaysia”, **International Journal of Academic Research in Accounting, Finance and Management Sciences**, 7(1), ss: 189-196.
- YILDIRIM, Kemal, Doğan, KARAMAN ve Murat, TAŞDEMİR, (2009), “Makroekonomi”, **Seçkin Yayınevi**, 8. Baskı, Ankara.
- YILDIZ, Fazlı, (2018), “Devlet Borçları ve Hazine İşlemleri Ders Notları”, Kütahya.
- YILDIZ, Fazlı, (2014), “Türkiye’de 1990-2012 Döneminde Kamu Borç Yönetimi ve Kamu Borç Yapısındaki Değişim Üzerine Bir İnceleme”, **Sakarya İktisat Dergisi**, 3(4), ss: 67-104.
- YILMAZCAN, Dilek, (2003), “Türkiye’de Dış Borç Yönetiminin Koordinasyonu ve Yabancı Ülke Uygulamaları”, **Marmara Üniversitesi Maliye Araştırma ve Uygulama Merkezi Yayınları**, No: 16, ss: 231-249, XVIII Türkiye Maliye Sempozyumu, 12-16 Mayıs 2003, Kıbrıs.
- ZOUHAIER, Hadhek ve Mrad, FATMA, (2014), “Debt and Economic Growth”, **International Journal of Economics and Financial Issues**, 4(2), ss: 440-448.

1 Nolu Cumhurbaşkanlığı Teşkilatı Hakkında Cumhurbaşkanlığı Kararnamesi,
(2018, Md. 217).

13 Sayılı Milletlerarası İktisadi ve Malî Münasebetlerimizin Tanzimi Hakkında Geçici Kanun, (1960, Md. 7).

1986 Mali Yıl Bütçe Kanun Tasarısı, (1986, Md. 3).

1987 Mali Yıl Bütçe Kanunu, (1986, Md. 37/a).

4059 Sayılı Hazine Müsteşarlığının Teşkilat ve Görevleri Hakkında Kanun (Ek Madde 4, 2011).

4286 Sayılı Maliye Bakanlığı Kuruluş ve Görevleri Hakkındaki 2996 Sayılı Kanunun Bazı Maddelerinin Değiştirilmesine ve Bu Kanuna Bazı Maddeler Eklenmesine Dair Kanun, (1946, Md.1-3).

4749 Sayılı Kamu Finansmanı ve Borç Yönetiminin Düzenlenmesi Hakkında Kanun, (2002, Md. 1, 2, 4).

7061 Sayılı Bazı Vergi Kanunları ile Diğer Bazı Kanunlarda Değişiklik Yapılmasına Dair Kanun, (2017, Md. 33).

7161 Sayılı Vergi Kanunları ile Bazı Kanun ve Kanun Hükmünde Kararnamelerde Değişiklik Yapılmasına Dair Kanun, (2019, Md. 21).

DİZİN

-A-

arka ofis, 37, 62, 63, 64, 66, 67, 179, 184, 263
Avustralya, xii, 19, 52, 59, 183, 184, 188, 189, 190

-B-

birim kök testi, 231
borcun bileşimi, 15, 46, 99
borcun miktarı, 13, 16, 77, 155, 157
borç çevirme oranı, 143, 144, 145, 160
borç çevirme riski, 72, 77, 78, 106
borç faiz ödemeleri, 3, 46, 101, 103, 104, 142, 143, 151, 155, 159, 178, 193, 200, 206, 220, 237, 239, 261, 266, 270
borç servis ödemeleri, 45, 51, 54, 61, 66, 99, 107, 112, 151, 157, 159, 175, 180, 193, 194, 195, 197, 200, 206, 211, 213
borç stoku, 2, 3, 5, 16, 17, 22, 23, 27, 31, 35, 38, 43, 52, 55, 74, 76, 77, 86, 91, 97, 99, 100, 101, 105, 106, 107, 110, 112, 114, 119, 120, 121, 127, 130, 132, 136, 137, 138, 139, 144, 145, 146, 147, 148, 149, 150, 151, 154, 155, 156, 157, 160, 161, 162, 164, 165, 166, 168, 169, 171, 172, 174, 175, 178, 180, 182, 187, 188, 193, 195, 196, 197, 198, 199, 200, 201, 202, 203, 204, 205, 206, 207, 208, 209, 212, 213, 214, 215, 216, 220, 221, 223, 224, 225, 232, 234, 236, 238, 239, 240, 245, 247, 248, 251, 255, 256, 257, 258, 260, 261, 262, 264, 265, 266, 267, 268, 269, 270, 271
borç yönetim faktörleri, 16, 17, 21, 99
borç yönetim ofisi, 19, 35, 37, 51, 52, 54, 58, 59, 60, 61, 62, 63, 67, 71, 94, 95, 127, 175, 176, 177, 178, 179, 181, 185, 186, 263, 271
borç yönetiminde risk yönetimi, 6, 160
borç yükü, v, 13, 17, 22, 40, 47, 86, 101, 119, 121, 128, 131, 134, 135,

137, 139, 143, 144, 147, 150, 153, 165, 166, 169, 184, 186, 187, 189, 191, 219, 257, 267
bütçe dengesi, v, 4, 5, 106, 108, 145, 193, 205, 214, 215, 216, 218, 219, 220, 221, 224, 225, 227, 230, 232, 240, 248, 251, 252, 253, 255, 257, 258, 259, 260, 267, 268, 269, 270
bütçe riski, 72, 85
büyüme, v, 1, 4, 5, 24, 25, 29, 32, 40, 44, 51, 60, 89, 97, 99, 101, 103, 104, 105, 106, 107, 108, 111, 143, 145, 147, 152, 164, 170, 193, 194, 195, 196, 197, 198, 199, 200, 201, 202, 203, 204, 205, 220, 222, 224, 225, 226, 227, 232, 236, 237, 238, 248, 251, 255, 256, 258, 259, 260, 267, 269, 270

-D-

dış borç, v, 2, 5, 15, 23, 24, 29, 36, 38, 46, 62, 64, 67, 78, 86, 101, 102, 105, 106, 110, 113, 117, 122, 123, 125, 127, 130, 133, 134, 135, 136, 137, 145, 146, 147, 148, 149, 150, 151, 153, 163, 164, 166, 167, 168, 169, 170, 171, 172, 173, 174, 181, 187, 189, 190, 194, 195, 196, 197, 198, 200, 201, 202, 206, 207, 208, 209, 211, 212, 213, 216, 219, 225, 227, 236, 248, 251, 252, 253, 255, 259, 260, 264, 266, 269, 270

-E-

enflasyon, v, 4, 5, 8, 17, 29, 30, 32, 33, 34, 56, 75, 85, 86, 97, 108, 109, 110, 119, 152, 193, 209, 210, 211, 212, 213, 214, 220, 222, 224, 225, 226, 227, 232, 239, 240, 246, 248, 252, 255, 257, 258, 259, 260, 261, 267, 268, 269, 270, 286
etkinlik kriterleri, 4, 5, 193, 220, 225, 267

-İ-

iç borç, 23, 27, 31, 41, 44, 47, 55, 99, 105, 113, 114, 117, 119, 120, 125, 127, 131, 132, 133, 137, 138, 139, 140, 141, 142, 143, 144, 145, 147, 154, 155, 156, 157, 158, 159, 160, 161, 162, 169, 172, 197, 211, 213, 218, 219, 236, 264, 265
 iç ve dış borç yönetimi, 38, 118
 ihracat, 110, 145, 150, 151, 171, 266
 İngiltere, xii, 19, 52, 59, 94, 133, 134, 185, 186, 189, 194, 205, 209, 210, 211, 214, 215, 219, 267
 İrlanda, xii, 19, 52, 58, 181, 182, 188, 189, 190, 198, 202, 208, 215, 222, 223, 226, 227
 İsveç, xii, 19, 48, 52, 58, 175, 176, 177, 178, 188, 189, 190, 199, 227, 293
 işsizlik, v, 4, 5, 8, 97, 107, 193, 205, 206, 207, 208, 209, 220, 222, 224, 225, 226, 227, 229, 232, 234, 238, 245, 248, 251, 254, 255, 256, 257, 258, 259, 260, 267, 268, 269, 270
 itibar ve stratejik risk, 72

-K-

Kamu borç yönetimi, v, 4, 5, 10, 11, 12, 16, 17, 18, 19, 20, 29, 34, 35, 36, 37, 43, 44, 45, 57, 58, 59, 60, 70, 76, 81, 82, 83, 85, 97, 98, 99, 100, 110, 113, 115, 117, 118, 119, 120, 124, 126, 140, 153, 156, 175, 178, 182, 187, 188, 193, 220, 225, 262, 263, 271
 kamu borç yönetiminde etkinlik, v, 3, 4, 5, 6, 174, 175, 193, 220
 kamu borç yönetiminin fonksiyonları, 51
 kredi riski, 72, 78, 79, 88, 126
 kurumsal yapı, 6, 45, 51, 54, 56, 57, 80, 81, 82, 91, 92, 115, 117, 122, 175, 176

-M-

makroekonomik performans, v, 3, 4, 5, 6, 42, 60, 104, 108, 193, 220, 225, 229, 255, 259, 267, 269, 271
 mali amaçlar, 79

-N-

nedensellik testi, v, 195, 203, 207, 208, 209, 212, 216, 217, 218, 230, 242, 244, 245, 247, 252, 253, 254, 258, 259, 260, 261, 268, 269, 270

-O-

OECD ülkeleri, v, 3, 4, 5, 6, 9, 51, 135, 175, 187, 189, 190, 191, 193, 204, 205, 220, 225, 229, 240, 251, 261, 267
 operasyonel risk, 65, 66, 72, 80, 81, 82, 83, 100, 179
 orta ofis, 63, 64, 65, 66, 71, 263

-Ö-

ön ofis, 62, 63, 66, 263

-P-

piyasa riski, 72, 73, 75, 176
 politik risk, 72, 83, 84

-R-

regresyon analizi, 194, 196, 197, 198, 200, 201, 203, 204, 205, 206, 207, 208, 210, 211, 212, 213, 214, 218, 234, 235, 241, 250, 252, 255, 256, 257, 259, 260, 267, 268, 269
 risk kavramı, 68
 risk türleri, 65, 68

-S-

sistemik risk, 72, 87, 88, 89, 90, 91, 92, 93, 94, 129

Stockholm ilkeleri, 43

Yeni Zelanda, xii, 19, 52, 58, 178, 179,
180, 181, 188, 189, 190

-Y-

yapısal risk, 72, 85



