

T.C.
İSTANBUL ÜNİVERSİTESİ
SOSYAL BİLİMLER ENSTİTÜSÜ
MALİYE ANABİLİM DALI

YÜKSEK LİSANS TEZİ

TÜRKİYE'DE 2000 SONRASI İÇ BORÇLANMA
POLİTİKALARI İLE ORJİNAL GÜNAH
ARASINDAKİ İLİŞKİ

Azad ERDEM

2501180598

Tez Danışmanı

Prof. Dr. Binhan Elif YILMAZ

İstanbul - 2021

ÖZ

TÜRKİYE'DE 2000 SONRASI İÇ BORÇLANMA POLİTİKALARI İLE ORİJİNAL GÜNAH ARASINDAKİ İLİŞKİ

AZAD ERDEM

Çalışmanın ilk bölümünde öncelikle kamu açığı ve borçlanma kavramları ele alındıktan sonra kamu borçları sağlandıkları kaynak bakımından sınıflandırılmış, iç ve dış borç ayırımı yapılarak, iç borçlanma teorik açıdan gerekçelendirilmiş, avantajları, dezavantajları, nedenleri ve kaynakları itibarıyla açıklanmıştır. Çalışmanın ikinci bölümünde kamu açıkları ve finansmanında iç borçlanmanın ekonomik etkileri, ekonomik, mali ve sosyal etkiler olarak ele alınmış bunun yanında kamu borç yönetiminin farklı tanımlamalarına, amaçlarına, kamu borç yönetimiyle ilgili diğer kavramlara ve ülke uygulamalarına yer verilmiştir. Çalışmanın son bölümünde ise daha spesifik olarak Türkiye üzerinde inceleme yapılmıştır. Türkiye’de 1980 yılı ve günümüze kadar iç borçlanmanın tarihi seyri ele alınmış, daha sonra Türkiye’de iç borçlanma politikası ve kamu borç yönetimi konularına açıklık getirilerek iç borçlanmada orijinal günah, yurtiçi orijinal günaha ilişkin göstergeler ve hesaplamalara yer verilmiştir.

Bu çalışmanın amacı Türkiye özelinde yurtiçi orijinal günaha ilişkin sorunların günümüzde ortaya çıkıp çıkmadığını tespit etmektedir. Çalışmada yer verilen Hausmann ve Panizza’nın hesaplama yöntemine göre, Türkiye’de yurtiçi orijinal günahın 2000 sonrasında ortaya çıkmadığı ancak 2018 yılından itibaren Hazine ve Maliye Bakanlığı’nın izlediği iç borçlanma stratejileri sonucunda tekrar ortaya çıktığı ve günümüze kadar devam ettiği tespit edilmiştir.

Anahtar Kelimeler: Kamu Açığı, İç Borç, İç Borçlanma Politikası, Kamu Borç Yönetimi, Yurtiçi Orijinal Günah

ABSTRACT

TURKEY DOMESTIC BORROWING POLICY AFTER 2000 WITH THE RELATIONSHIP BETWEEN THE ORIGINAL SIN

AZAD ERDEM

In the first part of the study, the public deficit and borrowing concepts were first discussed and the public debt was classified in terms of the source in which they were provided, and the internal borrowing was theoretically justified, with advantages, disadvantages, causes and resources. The second part of the study was considered the economic impacts, economic, financial and social impacts of internal borrowing in public deficits and financing, as well as the different definitions, objectives, other public debt management concepts and country practices. The final part of the study was more specifically examining Turkey. The historical course of domestic borrowing has been discussed in Turkey in 1980 and until now, and In Turkey, the public debt policy and public debt management are explained, and the domestic borrowing includes indicators and calculations on the original sin, domestic original sin.

The aim of this study is to determine today whether the problem of domestic original sin comes out in Turkey. According to the calculation method of Hausmann and Panizza in the study, it was found that the original domestic sins in Turkey did not appear after 2000, but were again introduced as a result of the internal borrowing strategies followed by the Treasury and the Ministry of Finance since 2018.

Keywords: Public Deficit, Domestic Debt, Domestic Borrowing Policy, Public Debt Management, Domestic Original Sin

ÖN SÖZ

Devletlerin en önemli gelir kaynağı olan vergi gelirleri ile kamusal ihtiyaçları finanse edememesi sonucu, diğer gelir kaynağı olarak borçlanma gündeme gelir. Borçlanmaya ve özellikle de iç borçlanmaya başvuruındaki artış, onun sıklıkla kullanılan kaynak olmasına yol açmıştır. Bu çalışma, kamu borç yönetimi ve iç borçlanma politikası açılarından Türkiye’deki durumu görmek için, yurtiçi orijinal güna sorununu inceleyerek günümüzde var olup olmadığını tespit etmek amacını taşımaktadır.

Türkiye’de iç borçlar üzerine yapılan çalışmaların yeterli miktarda olması ve yeterli kaynağın bulunması sayesinde verimli bir süreç içerisinde hazırlanan bu tezin, iç borçlanma politikasıyla yurtiçi orijinal günah bağlantılı araştırmaların artmasına katkı sağlamasını umut eder, çalışma boyunca her ihtiyaç duyduğumda desteklerini esirgemeyen değerli hocam Prof. Dr. Binhan Elif YILMAZ’a teşekkürü borç bilirim.

Tez çalışmalarımda bana katkı sağlayan değerli akademisyenlerin yanı sıra öğrenim sürecinde özveriyle bana destek veren sevgili Annem ve Babama şükranlarımı sunarım.

AZAD ERDEM

İstanbul, 2021

İÇİNDEKİLER

ÖZ.....	ii
ABSTRACT	iii
ÖNSÖZ.....	iv
İÇİNDEKİLER	v
TABLolar LİSTESİ.....	xi
GRAFİK LİSTESİ	xii
KISALTMALAR LİSTESİ.....	xiv
GİRİŞ	1

BİRİNCİ BÖLÜM

KAMU BORÇLARINA İLİŞKİN GENEL AÇIKLAMALAR

1.1. Kamu Açığı ve Borç Kavramlarına İlişkin Kavramsal Çerçeve	3
1.1.1. Kamu Açığı Tanımları	3
1.1.2. Borç Tanımları	3
1.1.3. Kamu Borcu ile Vergi Arasındaki Benzerlikler ve Farklılıklar	6
1.1.3.1. Benzer Özellikler	6
1.1.3.2. Farklı Özellikler	6
1.2. Kamu Borçlarının Sınıflandırılması.....	8
1.2.1. Vadeleri Bakımından Kamu Borçları.....	9
1.2.1.1. Kısa Vadeli Borçlar	10
1.2.1.2. Uzun Vadeli Borçlar	11
1.2.2. Sağlandıkları Kaynak Bakımından Kamu Borçları.....	12
1.2.2.1. İç Borç ve Dış Borcu Ayıran Ölçütler.....	13
1.2.2.1.1. Alacaklının Milliyeti	14

1.2.2.1.2. Piyasanın Milliyeti	14
1.2.2.2. İç Borç ve Dış Borcun Özellikleri.....	15
1.2.2.2.1. Kaynaklar Yönünden	15
1.2.2.2.2. Milli Gelir Yönünden	15
1.2.2.2.3. Ulusal Amaçlar Yönünden	15
1.2.2.2.4. Kredi Riski Yönünden.....	16
1.3. Genel Olarak İç Borç ve Dış Borç Ayrımı	16
1.3.1. Dış Borç	16
1.3.2. İç Borç.....	18
1.3.2.1. İç Borçlanmaya Yönelik Teorik Yaklaşımlar	19
1.3.2.1.1. Klasik Teoriye Göre İç Borçlanma	20
1.3.2.1.1.1. David Hume	22
1.3.2.1.1.2. Adam Smith	22
1.3.2.1.1.3. David Ricardo	23
1.3.2.1.1.4. Thomas Robert Malthus.....	26
1.3.2.1.1.5. John Stuart Mill.....	27
1.3.2.1.2. Neo-Klasik Teoriye Göre İç Borçlanma	27
1.3.2.1.3. Keynesyen Teoriye Göre İç Borçlanma	28
1.3.2.1.4. Monetarist Teoriye Göre İç Borçlanma	31
1.3.2.1.5. Kamusal Seçiş Teorisine Göre İç Borçlanma	32
1.3.2.1.6. Radikal Yaklaşım Teorisine Göre İç Borçlanma	33
1.3.2.1.7. Kurumsal İktisat Teorisine Göre İç Borçlanma	35
1.3.2.2. İç Borçlanmanın Avantajları ve Dezavantajları.....	36
1.3.2.3. İç Borçlanmanın Nedenleri	38
1.3.2.4. İç Borçlanmanın Kaynakları	40
1.3.2.4.1. Bireyler ve Özel Kurumlardan Borçlanma	40

1.3.2.4.2. Ticari Bankalardan Borçlanma	41
1.3.2.4.3. Merkez Bankasından Borçlanma	42
1.3.2.4.4. Kamu Kurum ve Kuruluşlarından Borçlanma	43

İKİNCİ BÖLÜM

İÇ BORÇ VE KAMU İÇ BORÇ YÖNETİMİ İLİŞKİSİ

2.1. Kamu Açıkları ve Finansmanında İç Borçlanmanın Ekonomik Etkileri.... 45

2.1.1. Ekonomik Etkiler	45
2.1.1.1. Enflasyonist Etki	46
2.1.1.2. Tasarruf-Yatırım-Tüketim Üzerindeki Etkisi	49
2.1.2. Mali Etkiler	51
2.1.3. Sosyal Etkiler	53
2.1.3.1. Gelecek Nesiller Üzerine Etkisi	53
2.1.3.2. Gelir Dağılımı Üzerindeki Etkisi	55

2.2. Kamu Borç Yönetimi 57

2.2.1. Kamu Borç Yönetimi Tanımları	58
2.2.1.1. Dar Anlamda Kamu Borç Yönetimi	58
2.2.1.2. Geniş Anlamda Kamu Borç Yönetimi	59
2.2.1.3. Kamu İç Borç Yönetimi ve Kamu Dış Borç Yönetimi	59
2.2.1.4. Pasif Kamu Borç Yönetimi ve Aktif Kamu Borç Yönetimi	60
2.2.1.5. Diğer Kamu Borç Yönetimi Tanımları	60
2.2.2. Kamu İç Borç Yönetiminin Amaçları	62
2.2.2.1. Kamunun Borçlanma Maliyetini En Aza Düşürmek	62
2.2.2.2. Kamunun Borçlanma Araçlarının Çeşitliliğini Artırmak ve Dağıtımını Yaygınlaştırmak.....	62
2.2.2.3. Kamu İç Borçlanma Kâğıtlarının İkinci El Piyasalarda Etkin Kullanımını Sağlamak.....	63

2.2.2.4. Orta ve Uzun Bir Vade Yapısı Oluşturmak	64
2.2.2.5. Ülkenin Bono Piyasasının Sağlıklı Gelişimine Katkı Sağlamak	64
2.2.2.6. Kamunun Finansal Pazarlara Girişini Olanak Sağlamak	64
2.2.2.7. Kamu Otoritesinin Borçlanması Sırasında Pazar Etkilerini En Aza Düşürmek	65
2.2.2.8. Toplumun Tüm Kesimini Tasarrufa Yöneltmek.....	65
2.2.2.9. Para Politikası, Maliye Politikası ve Borçlanma Politikası Arasındaki Koordinasyonu Sağlamak	66
2.3.3. Kamu Borç Yönetimi İle İlgili Kavramlar ve Ülke Uygulamaları	67
2.3.3.1. Kamu Borç Tavanı, İhtiyatlı Borç Hedefleri ve Diğer Kısıtlamalarla İlgili Mali Kurallar	67
2.3.3.1.1. Kamu Borç Tavanı	67
2.3.3.1.2. Kamu Borç Limiti	68
2.3.3.1.3. İhtiyatlı Borç Hedefleri	69
2.3.3.2. Kamu Borç Yönetiminde Ülke Uygulamaları.....	70
2.3.3.2.1. İsveç	70
2.3.3.2.2. Yeni Zelanda	73
2.3.3.2.3. İngiltere	75

ÜÇÜNCÜ BÖLÜM

TÜRKİYE’DE 2000 – 2020 DÖNEMİ İÇ BORÇ YÖNETİM POLİTİKALARI VE YURTİÇİ ORJİNAL GÜNAH İLİŞKİSİ

3.1. İç Borcun Tarihsel Gelişimi	78
3.1.1. 1980 Yılı Sonrası İç Borçların Tarihsel Seyri ve Uygulanan Makroekonomik Politikalar	78
3.1.1.1. 1980-1989 Dönemi	78
3.1.1.2. 1990-1999 Dönemi	81
3.1.1.3. 2000-2009 Dönemi	84

3.1.1.3. 2010-2020 Dönemi	89
3.2. Türkiye’de İç Borçlanma Politikası ve Kamu Borç Yönetimi.....	92
3.2.1. Türkiye’de İç Borçlanma Politikası	92
3.2.2. Türkiye’de Kamu Borç Yönetimi	95
3.2.2.1. Kamu Borçlanma Limiti	96
3.2.2.2. Kamu Borç Yönetiminin Yetkisi	98
3.2.2.3. Kamu Borç Yönetimi Kurumunun Dönüşümü	98
3.2.2.4. Kamu İç Borçlanma Yöntemleri	99
3.2.2.4.1. Halka Arz Yöntemi	100
3.2.2.4.2. Tap Yöntemi.....	100
3.2.2.4.3. Doğrudan Satış Yöntemi	101
3.2.2.4.4. İhale Yöntemi.....	103
3.2.2.5. Kamu İç Borçlanma Senetleri	105
3.2.2.5.1. Vadelerine Göre Kamu İç Borçlanma Senetleri.....	106
3.2.2.5.1.1. Hazine Bonoları	106
3.2.2.5.1.2. Devlet Tahvilleri	107
3.2.2.5.2. Kupon Ödemesi Olup Olmamasına Göre Kamu İç Borçlanma Senetleri.....	108
3.2.2.5.2.1. Kuponlu Senetler.....	108
3.2.2.5.2.2. Kuponsuz Senetler	109
3.2.2.5.3. Yerli Para Cinsinden ve Döviz Cinsinden Kamu İç Borçlanma Senetleri.....	109
3.2.2.5.4. Kira Sertifikası	110
3.2.2.5.5. Altın Tahvili ve Altına Dayalı Kira Sertifikası	112
3.3. Türkiye’de İç Borçlanmada Orijinal Günah, Yurtiçi Orijinal Günaha İlişkin Göstergeler ve Hesaplamalar	113

3.3.1. İç Borçlanmada Orijinal Günah	114
3.3.1.1. Orijinal Günah Kavramı.....	114
3.3.1.2. Faydaları ve Zararları.....	115
3.3.2. Türkiye’de Yurtiçi Orijinal Günaha İlişkin Göstergeler (2000-2020)...	116
3.3.2.1. İç Borç Stokunun Yapısı ve Miktarı	116
3.3.2.2. İç Borç Stokunun Vade Yapısı.....	119
3.3.2.3. İç Borç Stokunun Döviz ve Faiz Yapısı.....	121
3.3.3. Türkiye’de Yurtiçi Orijinal Günahın Hesaplanması	126
3.3.3.1. Literatür ve Yöntem	126
3.3.3.2. Hesaplanması	129
SONUÇ.....	131
KAYNAKÇA	134

TABLÖLAR LİSTESİ

Tablo 2.1:	İsveç'te Kamu Borç Yönetiminin Bileşenleri.....	72
Tablo 2.2:	Yeni Zelanda'nın Kamu Borç Yönetimi Bileşenleri.....	75
Tablo 2.3:	İngiltere'nin Kamu Borç Yönetimi Bileşenleri.....	76
Tablo 3.1:	Borç Göstergeleri (1980-1989).....	81
Tablo 3.2:	Borç Göstergeleri (1990-1999).....	84
Tablo 3.3:	Borç Göstergeleri (2000-2009).....	89
Tablo 3.4:	Borç Göstergeleri (2010-2019).....	92
Tablo 3.5:	İç Borç Stoku Gelişimi (Milyon TL).....	116

GRAFİKLER LİSTESİ

Grafik 3.1:	İç Borç Stoku Gelişimi (Milyon TL).....	117
Grafik 3.2:	İç Borç Stoku / GSYH.....	117
Grafik 3.3:	İç Borç Stokunun Vade Yapısı (% Pay).....	119
Grafik 3.4:	İç Borç Stokunun Döviz-Faiz Yapısı (% Pay).....	121
Grafik 3.5:	İç Borç Stokunun Sabit Faizli - Değişken Faizli Yapısı (% Pay).....	123
Grafik 3.6:	İç Borç Stokunda Para Birimleri (Milyon TL).....	124
Grafik 3.7:	Türkiye’de Yurtiçi Orijinal Günah.....	128

ŞEKİL LİSTESİ

Şekil 3.1:	Kira Sertifikası İhraç Süreci.....	111
-------------------	------------------------------------	-----



KISALTMALAR LİSTESİ

AB	:Avrupa Birliği
ABD	:Amerika Birleşik Devletleri
BIS	:Bank for International Settlements (Uluslararası Ödemeler Bankası)
BİST	:Borsa İstanbul
Bkz.	:Bakınız
DC	:Döviz cinsi ve dövize endeksli iç borç stoku
DİBS	:Devlet İç Borçlanma Senetleri
DPT	:Devlet Planlama Teşkilatı
GSYH	:Gayri Safi Yurtiçi Hâsıla
GSMH	:Gayri Safi Milli Hâsıla
HMB	:Hazine ve Maliye Bakanlığı
HMVKŞ	:Hazine ve Maliye Bakanlığı Varlık Kiralama Şirketi
IMF	:International Monetary Fund (Uluslararası Para Fonu)
KHK	:Kanun Hükmünde Kararname
KİT	:Kamu İktisadi Teşebbüsü
KVSF	:Kısa vadeli sabit faizli iç borç stoku
OECD	:Organisation for Economic Co-operation and Development (İktisadi İşbirliği ve Kalkınma Teşkilatı)
OVP	:Orta Vadeli Plan
RET	:Ricardocu Denklik (Eşdeğerlik) Teoremi
SBB	:Strateji ve Bütçe Başkanlığı

SDR	:Special Drawing Rights (Özel Çekme Hakları)
SGK	:Sosyal Güvenlik Kurumu
TBMM	:Türkiye Büyük Millet Meclisi
TCMB	:Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası
TL	:Türk Lirası
TMSF	:Tasarruf Mevduatı Sigorta Fonu
TPKKK	:Türk Parası Kıymetini Koruma Kararı
TÜFE	:Tüketici Fiyat Endeksi
UVEE	:Uzun vadeli enflasyona endeksli iç borç stoku
UVFE	:Uzun vadeli, kısa vadeli faizlere endeksli iç borç stoku
UVSF	:Uzun vadeli sabit faizli iç borç stoku
V.d.	:Ve diğerleri
YEP	:Yeni Ekonomi Programı
YİOG	:Yurtiçi Orijinal Günah

GİRİŞ

1929 yılında gerçekleşen ekonomik buhran, klasik maliye görüşü yerine modern maliye görüşünü ön plana çıkarmıştır. Bu görüş borçlanmaya farklı bir açıdan bakılmasına, borçlanmanın artık “günah” olarak kabul edilmemesine, modern maliye politikası araçlarının vazgeçilmezlerinden biri olarak tanımlanmasına yol açmıştır.

Günümüzde devlet borçlanması, ister gelişmiş ülke ister gelişmekte olan ülke olsun her ülke için zorunlu bir hal olmuştur. Çünkü borçlanma, hükümetlerin özellikle bütçe açıklarının finansmanında en sık başvurduğu maliye politikası aracı haline gelmiştir. Genel kanıya göre, belli bir oranda borçlanma makul sayılırken söz konusu borçlanmanın kontrol edebilir seviyede olması gerekmektedir. Borçlanma, ülkelerin ekonomik koşullarına göre hükümetlerce karar verilmektedir. Elde edilen borçlanma ülkenin fiyat istikrarı, istihdam düzeyi, tasarruf, yatırım, tüketim ve gelir dağılımı gibi ekonomik değişkenler üzerinde birçok etkiler oluşturmaktadır.

Borçlanma hem iç hem de dış kaynaklardan elde edilmektedir. Dış borçlanma kaynağına iç borçlanma kaynağına göre daha kolay ulaşılamaması ve dış borçlanmanın başka ülkelerin isteklerine göre alınması gibi nedenler zamanla iç borçlanmanın daha çok tercih edilmesine imkân sağlamıştır. Söz konusu iç borçlanma miktarının ülkeler açısından büyük boyutlara ulaşması etkin kamu borç yönetiminin önemini ortaya çıkarmaktadır. Etkin kamu borç yönetimi, kamunun ihtiyacı için gerekli finansmanı sağlayarak risk ve maliyet unsurlarını en aza indirmeyi hedeflemektedir. Bunun yanında kamu borç yönetiminin, para ve maliye politikası dinamiklerini desteklemesi gerekmektedir.

Ülkelerin borçlanma politikası, kamu borç yönetimiyle ve yurtiçi orijinal günah gibi göstergelerle yakından ilişkilidir. Eğer uygun bir borçlanma stratejisi oluşturulursa etkin kamu borç yönetimi de gerçekleşmiş olur ve yurtiçi orijinal günahın derecesi de azalacaktır.

Çalışmanın birinci bölümünde kamu borçlarına ilişkin genel açıklamalara yer verilerek kamu açığı, borç ve kamu borcu tanımları açıklanacaktır. Daha sonra, kamu borçları vadeleri ve sağlandığı kaynaklarına göre sınıflandırılacaktır. Bu çalışma gereği iç borçlara ağırlık verilerek iç borçlanmaya yönelik teorik yaklaşımlar

açıklanacak, iç borçlanmanın avantajları, dezavantajları, nedenleri ve kaynakları ele alınacaktır.

Çalışmanın ikinci bölümünde iç borçlanma perspektifinden kamu iç borç yönetimi üzerinde durulacaktır. Buna göre kamu açıkları ve finansmanında iç borçlanmanın ekonomik etkilerine, farklı kamu borç yönetimi tanımlarına, kamu iç borç yönetiminin amaçlarına ve kamu borç yönetimi açısından bazı ülke örneklerine yer verilecektir.

Çalışmanın üçüncü ve son bölümünde Türkiye’de 2000 – 2020 dönemi iç borç yönetim politikaları çerçevesinde yurtiçi orijinal günah arasındaki ilişki ele alınacaktır. Bu bölümde öncelikle 1980’den günümüze iç borçların tarihsel seyri ve uygulanan makroekonomik politikalara yer verilecek, Türkiye’de iç borçlanma stratejileri ve borç yönetimi değerlendirilecek ve son olarak Türkiye’de Hausmann ve Panizza’nın göstergeleriyle yurtiçi orijinal günaha ilişkin hesaplamalarla yurtiçi orijinal günah probleminin var olup olmadığı tespit edilecektir. Çalışmanın sonuç kısmında konuyla ilgili genel değerlendirmeler ve çözüm önerilerine yer verilecektir.

BİRİNCİ BÖLÜM

KAMU BORÇLARINA İLİŞKİN GENEL AÇIKLAMALAR

1.1. Kamu Açığı ve Borç Kavramlarına İlişkin Kavramsal Çerçeve

1.1.1. Kamu Açığı Tanımları

Bir ekonomide kamu açığının oluşması, ülkenin kamu gelirlerinin kamu harcamalarını karşılamadığını göstermektedir. Diğer bir söylemle yapılan kamu harcamalarının elde edilen kamu gelirlerine göre fazla olması durumunda kamu açığı oluşmaktadır.

Kamu açıkları uluslararası ölçekte özellikle de 2008 yılındaki küresel ekonomik kriz sonrasında birçok ülkenin önem verdiği bir kavram haline geldi. Bu kapsamda makroekonomik istikrar açısından, yüksek borçlanma düzeyinin oluşması, borç krizlerinin meydana gelmesi, düşük büyüme oranında kalınması ve yüksek cari açığın, enflasyonun gerçekleşmesi gibi problemlerin asıl sorumlusu kamu açıklarıdır.

Kamu açıklarının finansmanında en önemli kaynak kuşkusuz kamu gelirleri içerisindeki vergilerdir. Lakin bir ülkenin vergi gelirleri kamu harcamalarını karşılayacak düzeyde değilse alternatif kamu gelirlerine yönelmek gerekir. Bu hususta vergiden sonra önemli bir finansman kaynağı olan borçlanma gündeme gelir.

1.1.2. Borç Tanımları

Borç kavramı, temel olarak karşılıklı veya karşılıksız edimleri yerine getirmeyi esas alır. Başka bir deyişle ifade edilirse borçlu ve alacaklı olmak üzere iki sacayağının taahhütlerinin yerine getirilmesi şeklinde tanımlanabilir. Bu iki sacayağından borçlu, bir davranışta bulunmak veya bulunmamak veya bir şeyi yapmak, vermek veya bir şeyi yapmamak, vermemekle hükümlüdür. Yılmaz (2015)'a göre borç kavramı ödeme sorumluluğunu ifade etmekte, bunun yanında bu kavram en dar anlamda bir para borcunu temsil ederken geniş anlamda ise alacaklı ve borçlu arasındaki hukuki bir borç ilişkisi ile ifade edilebilir (Yılmaz, 2015: 1).

Borçlar Kanunumuzda da borç kavramı genellikle geniş anlamda kullanılan borç ilişkisini ifade etmektedir. Batırel (1990) ise borç kavramını şu şekilde ifade etmektedir: ödünç alınmış herhangi bir şeyin vakti geldiğinde tekrar geri verme yükümlülüğünü ifade etmektedir. Borçlanma kavramı da borç kelimesinden türetilerek oluşturulmuştur. Borçlanma kavramı ise para veya buna benzer değerli varlıkların belirli bir vade sonunda kişi ya da kurumlardan değerli varlığın yanında ilave bir karşılık alınması biçimindedir (Batırel, 1990: 189). Başka bir ifadeyle borçlanma, devletin kişiler veya kurumlarla karşılıklı anlaşma sonunda belirli bir fon kaynağının ödünç alınmasıdır.

Borçlanma kavramı maliye literatüründe kamu borçlanması şeklinde ifade edilmekte olduğundan bu kavram kamu borçlanması perspektifinden irdelenmeye çalışıldı.¹ Kamunun borçlanması sonucu kamu borçlarının gelişimi ve bütçe açıkları başta birçok gelişmiş ülkeler de olmak üzere bütün dünyada siyasi bir problem haline gelmiştir.² Kamu sektörünün hızlı bir ivme kazanarak büyümesi ve kamunun kısa vadeli politikalarındaki artış son on yıllık dönemde kamu borçlarında artışa neden olmuştur (Neck and Sturm, 2008: 1).

Kamu borçlanması çoğu kitapta farklı şekillerde de tanımlanmaktadır. Bu tanımlardan bazıları “Kamu borçları”, “Kamu kredisi”, “Devlet borçları” şeklindeki kavramlardır.³ Kamunun borçlanması genellikle bir ülkenin bütçesinin denk olmama durumunda ortaya çıkmaktadır. Başka bir deyişle bütçe terazisinin gider kefesinin gelir kefesinden fazla olması durumunda söz konusu açığın kapatılması için devletler borçlanmaya gitmektedir. Bu bütçe terazisinin gider tarafı yani harcama kısmı ağırlıklı olarak cari harcamalar, yatırım harcamaları ve transfer harcamaları şeklinde tasnif edilir. Gelir tarafı ise vergiler, şerefiyeler, harçlar,

¹ Modern bakımdan ilk devlet borçlanması, Birinci Dünya Savaşı'nın finansman kredisini sağlamak için alınmıştır. Sonraki süreçte borçlanma, 1930'lardaki iktisadi krizle daha da büyümüştür (Bülbül, 2003: 121).

² Bugünün gelişmiş ülkelerinde kamu borcu ortalaması GSYH'nin %90'ına tekabül etmekte olup 1945 yılından günümüze kadar beklenmemiş bir seviyeye ulaşmıştır. Bunun yanında gelişmekte olan ülkelerde kamu borçlanması GSYH'nin %30'u civarında olup daha düşük seviyededir. Bu durum devlet borçlanması probleminin ülkelerin mutlak zenginlik düzeyiyle ilgili bir ilişkisi olmadığı daha çok kamu sektörü ve özel sektör aktörlerinin aralarındaki bir zenginlik paylaşımı problemi olduğunu açıklamaktadır (Piketty, 2018: 590-591).

³ Bu kavramlara, Erdem (1996: 7), İnce (2001: 1) ve Tüğen v.d., (2018: 13) adlı çalışmalarda yer verilmiştir.

resimler, parafiskal gelirler, borçlanma, mülk ve teşebbüs gelirleri, para basma, vergi cezaları ve diğer gelirlerdir. Bu gelirler içerisinde vergi gelirleri ülkelerin en önemli finansman aracıdır. Fakat günümüz koşullarında hem gelişmiş hem de gelişmekte olan ülkelerin vergi gelirleri bu giderleri karşılamadığı için ülkeler sıklıkla borçlanma yoluna gitmektedir.

Erdem (1996)'in bu konudaki görüşleri, hem borçlanmanın hem de para basmanın miktarı ve ekonomide yarattığı etki bakımından üzerinde durmuştur. Fakat para basmanın ülke ekonomisinde enflasyonist etki yaratacağından dolayı bu duruma pek olumlu bakmamıştır. Devletler şüphesiz mali, ekonomik ve sosyal koşullara bakarak bütçelerindeki zorunlu giderlerinin finansmanlarını bu koşullara göre belirlemektedir. Belirli bir dönem içerisinde planlanan giderlerin gelirlerden fazla olması durumunda devletler dört alternatif tercihi bulunmaktadır. Bunlardan vergi alternatifinde ya mevcut vergi oranlarının düzeyi artırılır ya da bunun yerine yeni vergiler bütçe sistemine eklenir. Diğer iki alternatif borçlanma ve Merkez Bankası yoluyla para basmadır. Bu alternatif finansman araçlarının ekonomik ve sosyal etkileri birbirinden farklı olduğundan dolayı devletler o dönemin ekonomik ve sosyal koşullarına göre hangi finansman aracı kolay ve daha yararlı ise o finansman aracını kullanır (Erdem, 1996: 2-3).

Borç alternatifi tercih edildiyse bu borcun ülke ekonomisinde makro dengeleri sağlama açısından çok önemli bir maliye politikası aracı olduğu bilinmektedir. Modern maliye politikası aracı olarak kullanılan borçlanma ülkelerin ekonomik büyüme ve istikrarı sağlamanın yanı sıra gelir dağılımını değiştirme, para politikasıyla uyumlu olacak şekilde fiyat istikrarının korunmasına katkı sağlayabilir. 1980'lerden itibaren küreselleşmenin hız kazanması ve Neo-liberal politikaların varlığıyla birlikte, olağanüstü finansman kaynağı olan borç sadece savaş ve büyük altyapı harcamaların finansmanı için alınırken özellikle günümüz koşullarında aynı bir vergi gibi olağan bir gelir kaynağı olmuş ve bütçe açığının kapatılmasında sıklıkla kullanılır hale gelmiştir.

Bu başlık altında iki önemli finansman kaynağı olan borçlanma ve vergi arasındaki eskisi gibi pek bir fark olmasa da benzer ve farklı yönleri ele alınmıştır.

1.1.3. Kamu Borcu ile Vergi Arasındaki Benzerlikler ve Farklılıklar

1.1.3.1. Benzer Özellikler

Devlet kamu hizmetlerinin finansmanı için kaynağa ihtiyaç duyduğunda söz konusu iki maliye politikası aracından birini o dönemin konjonktürel şartlarına göre tercih eder. Hem borçlanma hem de vergi kamunun finansman kaynakları bakımından birbirine benzemektedir (Tüğen v.d., 2018: 17). Çünkü bu iki kavram birbirlerinin alternatifidir. Sonuçta verginin toplanması ile borçlanma aynı amaca hizmet ederler. Bu amaç da kamu finansmanının karşılanma ihtiyacıdır.

Kamu borcunun ödeme vadesi geldiğinde, devlet bu borcun ödemesini alacağı vergilerle karşılar. Başka bir ifade ile borçlanma gelecekte toplanacak vergi gelirlerinin şimdiden kullanma durumudur (İnce, 2001: 6). Yaşa (1965) ve Aksoy (2011) ise bu durumu bu kadar basit görmemektedir. Günümüz itibarıyla devletler sürekli borçlanmakta ve bu borç hiçbir zaman sıfırlanmamaktadır. Bununla birlikte borçlar daha da birikerek artmaktadır. Bu devamlı artışın artık normal görülmesi sonucunda borcun vergi ile değişimi ortadan kalkmış, borçlanmayı vergiye benzer zorunlu bir gelir kaynağı haline getirmiştir (Yaşa, 1965: 5; Aksoy, 2011: 149). Kısacası, söz konusu kamu borcu biçim değiştirerek vergi gibi zorunlu bir finansman tipi haline gelmiştir. Örneğin, ülkemizde 05.01.1961 tarihinde uygulanan “tasarruf bonoları” zorlama unsuru bakımından vergiyle aynı özelliği taşımıştır.⁴

1.1.3.2. Farklı Özellikler

Devletler, borçlanmaya gittiği zaman ilgili bütçe dönemi için elde edilen borçlanma gelirini hangi harcamalarda kullanacağını açıklar. Yani elde edilen borçlanma geliri belirli harcamalarda kullanılır. Vergilerden elde edilen gelirler ise Hazineye aktarılır ve bu gelir hangi harcama kanallarına aktarıldığı belli değildir. Bu bize bütçe ilkelerinden Adem-i tahsis⁵ kavramını açıklamaktadır. Başka bir ifade ile belirli gelirler belirli hizmetlere önceden tahsil olunamaz. Elde edilen vergi gelirleri

⁴ Bu bonolar ülkemizde 12.03.1972’de çıkarılan 1598 sayılı yasayla Mali Denge Vergisine dönüştürülerek uygulamadan kaldırılmıştır.

⁵ Ülkemizde, 2003 yılında yürürlüğe giren 5018 sayılı Kamu Mali Yönetimi ve Kontrol Kanunu’nun ikinci bölümündeki kamu maliyesi temel ilkeler kısmında bu ilkeye yer verilmektedir.

hazinenin kasasında biriktirilir buradaki mal ve hizmetlerin finansmanı için kullanılır. Bunun yanında vergi gelirleri sadece devletin yurtiçi kaynaklarından elde edilirken borçlanma hem yurtiçi hem de yurtdışı kaynaklardan elde edilmektedir (Erdem, 1996: 5-6). Bu iki kavram arasında ayrılan önemli bir nokta borçlanmanın devlet için geçici bir finansman kaynağı olup, verginin ise kesin bir finansman kaynağı olduğudur. Borçlanma durumunda devlet bu borcun anapara ve faiz ödemesini bu borcun vade sonunda ödemek zorundadır. Fakat vergi de bu geri ödeme karşılığı söz konusu değildir yani karşılıksızdır, bunun yanında ülke vatandaşlarının ödediği vergi ile aldıkları hizmetlerin faydasının birebir karşılığını ölçmek güçtür (Yılmaz, 2015: 3).

Diğer bir başka ayrım, vergi gerçek anlamda bir gelir sayılırken borçlanma ise görünüşte bir gelirdir. Sonuçta alınan borç vadesinde ödenmesi gerekir. Bundandır ki vergi sürekli bir gelir kaynağı olarak göze çarparken borçlanma ise geçici bir gelir kaynağı olarak belirtilmektedir. Ayrıca borçlanma vatandaşların tasarrufları ya da Merkez Bankası'nın ve ticari bankaların kaynaklarından elde edilir iken vergi ise vatandaşların yatırımlarını ve tüketimlerinin azalmasına sebebiyet vermektedir (Aksoy, 2011: 154). Vatandaşların vergi vermekle özel mal ve hizmet talebinden vazgeçmesine rağmen topluca kamu mal ve hizmetlerine sahip olmaktadır. Fakat birikmiş parası olan tasarruflu vatandaşların ulaşmaya çalıştıkları asıl amaçları bu olmamalıdır. Çünkü devlete borç vermekle varlıklarının bileşimini değiştirme tercihinde bulunmaktadır. Böyle bir tercihte bulunmaları onları fakirleştirmemekte, tüketim harcamalarını daraltmasına sebep olmamaktadır. Bunun aksine bugünün tüketiminin gelecekteki tüketim lehine geciktirme fırsatını sunmasına olanak sağlamıştır. Bunun yanında bir faiz gelirine hak kazanmış olduğundan refah seviyesin de bir artış olacaktır (Nemli, 1996: 240).

Son olarak devlet, borçlanmaya olağanüstü ve büyük yatırımların finansmanı için başvurmasının yanı sıra özellikle son dönemlerde bütçe açıklarının zamanlama probleminden dolayı da sıklıkla başvurulduğu görülmektedir. Ancak elde edilen vergi gelirleri devletin cari harcamalarında kullanılmaktadır (Erdem, 1996: 6).

1.2. Kamu Borçlarının Sınıflandırılması

Kamu borçlanması devletin, önceden belirlenmiş anapara ve faiz ödeme hakların belirlenen bütçe takvimine göre yapılmasına ilişkin kanuni hükmü ifade eder. Karşılıklı bir değişim süreci olan kamu borçlanması hükümetin, kurumlardan, kişilerden ve başka devletlerden borçlanması sonucu ortaya çıkmaktadır. Borcu alan hükümet ve borcu veren kişi veya kurumlar için borç araçları olan devlet bonosu ve hazine tahvilinin alımı ve satımında kullanabilir kaynağın karşılıklı geçici bir değişimini izah eder (Buchanan, 1987: 1044).

Kamunun borçlanması durumunda kamu borçları gündeme gelir. Kamu borçları kendi içinde çeşitli sınıflandırmalara tabidir. Yalnız bunlar arasında iki önemli sınıflandırma vardır. Birincisi kamu borçlarının vadesi bakımından sınıflandırılmasıdır. İkincisi de sağladığı kaynak bakımından iç ve dış borç ayrımıdır. Bu iki sınıflandırmanın yanında Yılmaz (2015) ayrıca pek kullanılmayan başka bir çeşit olan gönüllülük (isteğe bağlı) ve cebrilik (zorunluluk) sınıflandırmasını da belirtmiştir. Temel ilke olarak kamu borçlanması gönüllülük esasına göre tasarruf eğilimleri fazla olanlardan alınsa da bazı olağanüstü durumlarda zorunluluk esasına göre tasarruf eğilimi düşük olanlardan da alındığı söylenebilir (Yılmaz, 2015: 20). Başka bir söylemle devlet zorunlu borçlanma durumunda, borcu veren taraf hazine bonosu ya da devlet tahvili satın almaya mecburi iken tam tersi durumda borcu veren taraf kendi rızasıyla devletin belirlediği vade süresi ve faiz oranına göre tasarruflarının tamamını veya belirli bir bölümünü devlete borç olarak verir (Susam, 2019: 225-226).⁶

Kamu borçlarının sınıflandırılmasında bazı borçlar farklı şekillerde benzer sınıflandırmalara beraber dâhil olabilir. Bu durum o borcu her farklı sınıflandırmada tekrar edilmesine yol açmaktadır. Fakat bu sınıflandırmalar, yararsız değil tam tersine olumlu ve zorunludur (Erol, 1992: 21). Ayrıca İnce (2001) bu türdeki

⁶ Bilhassa isteğe bağlı borçlanmadan yeterince katkı sağlanmadığı dönemlerde bu yöndeki uygulamalara sıklıkla başvurulmaktadır. Ayrıca, bu tür cebri borçlanmalara “zorlayıcı borçlar” da denilmektedir. Zorlayıcı borç kavramı yerine “yarı zorunlu” borçlanma kavramını kullanmak daha uygundur (Akdoğan, 1993: 370).

borçların ülkelerin demokratik olması veya olmaması durumunda değişiklik göstereceğini söylemiştir (İnce, 2001: 34).⁷ Sözü edilen önemli iki sınıflandırma günümüz koşullarına göre daha çok kullanışlı olduğundan bu iki sınıflandırma ele alınmıştır.

1.2.1. Vadeleri Bakımından Kamu Borçları

Vade olgusu hem kamu borçlarında hem de özel borçlarda borçlanmanın değişmez bir parçasıdır. Çünkü borcun vadesine göre borç koşulları değişmektedir. Borç koşullarının içinde olan faiz oranları ve diğer ilave getiriler vadenin uzunluğuna göre genellikle daha yüksek tutulmaktadır. Eğer vade kısaysa faiz oranları düşük ve ilave getiriler ve ayrıcalıklar verilmemektir (Erol, 1992: 33). Başka bir şekilde ifade edilirse vade süresi uzadıkça daha çok faiz ödemesinden dolayı borçlanmanın maliyeti artmaktadır (İnce, 2001: 35).

Kamu borçlarının vadeleri farklı şekillerde olabilmektedir. Bunun bir sebebi Devlet, gelecekte tahsil edeceği kaynakları bilmesi ve ikinci sebebi borç verecek vatandaşların kamu borçlanmasını tercih edeceğini dikkate alarak farklı vadelerde borçlanmaya gitmesidir (Tural, 1992: 32). Kamu borçlarının vade sınıflandırılması iki farklı şekilde olmaktadır. İlki uzun vadeli ve kısa vadeli ikili ayırım diğeri ise uzun vadeli, orta vadeli ve kısa vadeli şeklinde üçlü ayırımdır. İkili ayırımda kısa vadeli borçların süresi bir yıldan kısa olanlar, uzun vadeli borçların süresi bir yıldan daha uzun olan borçtur. Diğer ayırımda ise kısa vadeli olanlar bir yıla kadar olanlar, orta vadeliler bir yıl ile beş yıl arası olanlar ve uzun vadeliler ise beş yıldan daha uzun olan borçlardır.⁸ Genellikle ikili ayırım vade sınıflandırılması daha çok tercih edilmektedir.

⁷ Bunun yanı sıra sözü edilen kamu borçlarının sınıflandırması dışında eskiden, “normal borçlar-vatanperverane borçlar”, “teminatlı borçlar-teminatsız borçlar”, “tahvilli borçlar-tahvilsiz borçlar”, “verimli borçlar-verimsiz borçlar” gibi birçok farklı sınıflandırmalar da mevcuttur.

⁸ Belirtilen vade sınırlamaları itibarıyla mutlak kurallar bulunmuyorken, 10 yıla kadar sürekli devlet borçlarının da orta vadeli olarak ifade edildiği durumlar olmuştur (Akdoğan, 1993: 369).

Kısa vadeli borçlar Merkez Bankası kaynaklarından ve para piyasası kaynaklarından sağlanırken uzun vadeli borçlar genellikle sermaye piyasasından sağlanmaktadır.⁹

1.2.1.1. Kısa Vadeli Borçlar

Kısa vadeli borçlar, borç süresi 1 yıldan daha kısa olan borç türüdür. Birçok kaynakta, kısa vadeli borçlara borcun vade yapısı sürekli artış ve azalış şeklinde değişken olduğu için dalgalı borçlar da denilmektedir.¹⁰

Devlet, birçok nedenlerden dolayı kısa vadeli borçlanmayı tercih etmektedir. Bu sebeplerin başında ekonomik istikrarsızlık varsa bu durumu uzun vadeye yayılmasını önlemek, olağanüstü meydana gelen giderlerin finansmanını karşılamak, biriken kısa vadeli borçların uzun vadeli borçlanmaya hazırlık yapması, bütçede zamanlama probleminden dolayı ortaya çıkan bütçe gelir giderlerini denkleştirmek ve son olarak o dönemin mali ve ekonomik konjonktürü uygun ise kısa vadeli borçlanmaya gidilmektedir (Tüğen v.d., 2018: 50).

Yaşa (1965), devletin kısa vadeli borçları, modern maliye politika aracını etkin kullanılmasına yardımcı olmaktadır. Bu borçların çok büyük bir kısmı ilave bir satın alma gücü sağlarken ayrıca yastık altı saklanan meblağların da Hazine aracılığıyla ekonomiye kazandırılmasına olanak sağlamaktadır. Durgunluk gibi olağanüstü ekonomik durumlarda özel sektörün harcama kalemlerini kısımdan kamu sektörünün harcama yapmasını artırmak modern maliye politikası araçlarından birisidir. Eğer ekonomi tam istihdam seviyesinde ise toplam harcamaları artırmak yerine kısmak gerekir. Ayrıca önemli görülen büyük alt yapı yatırımlarının kaynağı için de kısa vadeli borçlar kullanılmaktadır. Bu borca başvurma genelde devletin gelir kaynağının azalması olduğu dönemlerde gerçekleşmektedir (Yaşa, 1965: 42).

⁹ Fakat Merkez Bankası'ndan sağlanan kısa vadeli avans, ülkemiz açısından 1211 sayılı kanunda yapılan değişiklikle 2001 yılından günümüze kadar Hazine'nin Merkez Bankası'ndan kredi imkânına yasak getirmiştir.

¹⁰ Bu kavrama, Erol (1992: 33), (Akdoğan, 1993: 369), İnce (2001: 36), Yılmaz (2015: 21) adlı eserlerde rastlanılmıştır.

1.2.1.2. Uzun Vadeli Borçlar

Vade süresi bir yıldan daha uzun borçlara uzun vadeli borç denilmektedir. Bu borçlar belirtildiği gibi sermaye piyasalarından alınmaktadır. İnce (2001), bu borçların vade süresinin bazen 100 yıla kadar ulaştığı, dahası süresi belli olmayan borçlara da çok önceleri rastlandığını belirtmiştir. Bu yüzden bu borca “sürekli borçlar” ve daimi borçlar” gibi tanımlar verilebilir. Bu borçların kaynağı daha çok büyük yatırımlar veya uzun süreli işlere ayrılan finansmanlarla sağlanır (İnce, 2001: 50).¹¹ Bunun yanında bu uzun vadeli borçların ödeme vaktine az bir zaman kaldığında bir nevi kısa vadeli borç haline gelmektedir. Bu durum aynı kısa vadeli borç gibi para piyasasında kolaylıkla alıcı bulmasına olanak sağlamaktadır (Tural, 1992: 36).

Gelişmiş ülkeler de devletin borçlanma ihtiyacını gidermede orta ve uzun vadeli borçlar daha çok tercih edilmektedir. Bu ülkeler ikincil piyasaları daha işlevli kılmak için uzun vadeli borçları kullanmaktadır. Ekonomik istikrarı iyi olan ülkeler borçlarının birçoğunu vadeleri on yıla kadar uzanan borçlardan oluşmaktadır (Bağcı, 2001: 188).

Uzun vadeli borçlar, süreli borçlar ve süresiz borçlar olarak ikiye ayrılır. Süreli borçlara borcun ödeme süresi belli olan borçlar veya vadeli istikrazlar da denilmektedir. Yaşa (1965), bu borcu itfaya tabi borçlar olarak ifade etmiştir. Alacaklı ve borçlu arasında sözleşme yapılırken ödeme şekli ve ödenme tarihi belirlenmiş bir borçlanma çeşididir. Söz konusu borçlanma şekli belirli bir plana ve programa göre yapılır, ödeme zamanı geldiğinde tüm borçlar ve faizi tamamen ödenir. Bazı nadir durumlarda bu borçların vadesinden önce ödendiği durumlar söz konusudur (Yaşa, 1965: 56-57).¹² Bu durumda borcun faiz yükü azalmaktadır. Süresiz borçlanma türünde ise devlet herhangi bir vade süresi belirtmez. Bu borcu veren kişiler ödünç verdiği anaparayı isteme durumu bulunmamaktadır, yalnızca faiz geliri istemeleri söz konusudur. Kısacası devlete verdikleri borç sayesinde faiz oranı üzerinden gelir elde ederler. Anapara ödenmesi zamanını devlet tek taraflı olarak

¹¹ Bir istisna olarak devlet bazen uzun süreli işler için kısa süreli işlerden sağlanan para piyasasından kaynak sağlayabilmektedir.

¹² Erken ödeme, bir zorunluluk olmamakla birlikte devletin koşulları elverişli olduğu ölçüde borcunu erken ödemesi ve piyasadaki tahvilleri toplamasıdır.

karar vermekte ve istediği koşullarda anaparayı ödeme serbestliğine sahiptir. Bu serbestlik devlete bir bakımdan yarar sağlar. Sonuçta devlet uzun bir süre borcun anapara ödenmesinden kurtulmuş olur. Ekonomik koşulların iyi olduğu dönemlerde borcun anapara ödemesini yapar, bu borcun ekonomi üzerinde yaratacağı olumsuz etkisini bertaraf eder ya da piyasada cari faiz haddi düştüğünde borcu öder. Bu sayede düşük faizlerle yeni tahvil ihraç etmesine kolaylık sağlamaktadır (Erdem, 1996: 36-37).

1.2.2. Sağlandıkları Kaynak Bakımından Kamu Borçları

Bu borçlar kendi içerisinde iç ve dış borç şeklinde ikili bir sınıflandırılmaya tabi tutulmaktadır. Genel bir ifadeyle ülke içi kaynaklarda tasarruf yetersizliği yoksa ülkeler ilk başta iç borçlanmayı tercih ederler. Eğer ülke içi kaynaklarda tasarruf yetersizliği varsa bu durumda dış borçlanmaya yönelim olur. Ülke içi yeterli kaynağı olmayan gelişmekte olan ülkelerdir. Bu durumda bu ülkelerin iç borçların yanında ayrıca dış borç alması gerekmektedir. Gelişmiş ülkeler ise ülke içi tasarrufları ve kaynakları yeterli düzeyde olduğu için daha çok iç borçlanmaya gitmektedir.¹³

Erol (1992), bir ülkenin iç borçlanma yerine dış borçlanmaya gitme sebebini iki temel dayanak üzerinde ele almıştır. İlk temel dayanağı ülkelerin ekonomik durumunun dışa bağımlı olması ve ülkeye girişi sağlanan döviz miktarının yeterli olmamasından dolayı ithalatı karşılayacak döviz miktarının bulunmamasıdır. Bu sebepten ötürü ülkenin ihtiyaç duyduğu süreklilik arz eden malları alabilmek için yurtdışı piyasalardan dış borç veya dış kredi alınması zorunlu olmaktadır. Bu durumda iç kaynaklar ne kadar yeterli olursa olsun yurtdışından sağlanan malların döviz ile alımı şart olduğu için ülkeler dış borca yönelmek durumunda kalmaktadır. Dış borçlanmaya yönelmenin diğer bir nedeni ise ülke ihtiyaçları iç kaynaklarla karşılanamadığı durumlar da ortaya çıkmaktadır. Ülkenin gelir toplama olanaklarının sınırına gelmesi, fakat hala ülkede karşılanacak ihtiyaçları varsa devletin dış kaynaklar yoluyla borçlanmasından başka çare yoktur. Saydığımız bu özellikler azgelişmiş ülkelerin hepsi için geçerlidir. Bu geçerlilik azgelişmiş ülkeleri bağımlı

¹³ Bu kısımda ifade ettiğimiz genel bir bakış açısidir. Çünkü 2000’li yıllarla birlikte gelişmiş ülkelerin dış borçlarında büyük bir artış görülmüştür bunun yanında gelişmekte olan ülkelerin de iç borçlarında büyük artışlar söz konusudur.

hale getirmiş ve “azgelişmişliğin kırılamaz kısır döngüsünü”nün içinde yuvarlanmasına yol açmıştır. Bu durum dış kaynak sağlayan ülkelerin az gelişmiş ülkeler üzerinde görünür veya görünmez bir şekilde hegemonyası olmuştur (Erol, 1992: 49).

Günümüzde küreselleşmenin etkisiyle para ve sermaye hareketlerinin hızla artması kredi olanaklarını sürekli şekilde yükseltmiştir. Ülkeler bu sayede uluslararası sermaye kurumlarından daha rahatlıkla para alabilmekte hatta özel sektör kurumlarının kendileri arasındaki finansal ilişkiler daha kolay hale gelmiştir. Bunun sonucunda gelişmiş ülkelerde aşırı sermaye birikimi problemi oluşurken gelişmekte olan ülkelerde sermaye birikimi yetersizliği problemi vuku bulmuştur (İnce, 2001: 71).

1.2.2.1. İç Borç ve Dış Borcu Ayıran Ölçütler

İç borç ve dış borcu ayırırken temelde iki ölçüt geçerlidir. İlki alacaklının milliyeti diğeri ise borç alınan piyasanın milliyetidir. Borç alınan piyasanın milliyeti daha gerçekçi bir ölçüttür. Sonuçta dış borçlar alındığı zaman döviz olarak alınmakta geri ödendiğinde döviz olarak alınan ülkeye transfer olmaktadır (Aksoy, 2011: 158).

Panizza (2008) iç ve dış borçlanmayı üç ölçüt itibarıyla ele almaktadır. İlk ölçüt borçlanılan para birimidir.¹⁴ İkinci ölçüt alacaklının ikametidir. İç borçlanma, ülke içi ikamet edenlerden alınmakta dış borçlanma ise ülke içinde ikamet etmeyenlerden alınmaktadır. Son olarak üçüncü ölçüt ise borçlanmanın yapıldığı yer ve borç sözleşmesinin düzenlemesini sağlayan hukuki mevzuattır. Başka bir ifade ile piyasanın milliyetidir. İç borçlanmada devletin kendi toprakları içinde ve kendi hukuki süreçleri geçerli iken dış borçlanmada yabancı devletlerde meydana gelmekte ve hukuki süreçleri yabancı devlet mahkemelerinde gerçekleşmektedir (Panizza, 2008: 4).

¹⁴ Bu kapsamdaki borç ayrımı için bazı hususlar göze çarpmaktadır. İlk husus borcun milli para üzerinden belirlenmesi, alacaklı durumunda bulunan vatandaşın devlete milli para vererek devlet borç anapara ve faizlerini milli para ile ödemeyi kabul etmesi iç borcu açıklamaktadır. Diğer yandan alacaklı kişinin yabancı parası vermesi ve borçlu durumunda olan kamunun da buna karşılık borcun anaparası ve faiz ödemelerini yabancı para ile ödemeyi taahhüt etmesi sonucunda yapılan borçlanma dış borç olarak gerçekleşecektir (Akdoğan, 2014: 370-371).

1.2.2.1.1. Alacaklının Milliyeti

Alacaklının milliyeti ölçütünde, devlet tahvil ve bono gibi borç senetlerini kendi yurttaşlarına satarsa iç borç, yabancı ülkedeki yurttaşlarına satarsa dış borç kavramı ortaya çıkmaktadır. Diğer bir söylemle Türkiye’de satışa konulan borç senetlerini ülkemizde ikamet eden yabancı uyruklular tarafından alındığında dış borç, Türkiye’nin yabancı bir ülkede satışa sunduğu borç senetlerini o ülkede yaşayan bir Türk vatandaşı aldığıda iç borç vuku bulmaktadır (Tüğen v.d., 2018: 58).¹⁵

1.2.2.1.2. Piyasanın Milliyeti

İlk ölçütün yerine piyasanın milliyeti ölçütü daha gerçekçi bir ayrımdır. Devletin ülke sınırları dâhilindeki kişi ve kurumlardan, milli para cinsinden borçlanması iç borcu kapsıyorken, dış borç ise yurtdışı pazarlardan döviz cinsinden borçlanma durumudur (Yılmaz, 2015: 22). Dış dünyadaki piyasalardan sağlanan borç dış ekonomik ilişkileri etkilerken bunun yanında devletler hukukuna giren sorunları da ortaya çıkarmaktadır. Bu iki ölçüt değerlendirildiğinde piyasanın milliyeti kriteri, birinci ölçüt olan alacaklının milliyeti kriterine göre alınan borcun ekonomi üzerinde yarattığı etkileri daha iyi analiz edebilmek için daha yeterli ve tatmin edici bir kriter olarak ifade edilebilir (Tüğen v.d., 2018: 58).

¹⁵ İlk bakışta görüldüğü gibi bu ayrım pek yeterli düzeyde değildir. İlk durumda milli ekonomiler arası bir ilişki yokken ikinci durumda borcu alan Türk olmasına rağmen ülkeden ülkeye para transferi olmakta ve kurulan borç ilişkisi dış ödeme konusuna etki etmektedir (Yaşa, 1965: 72).

1.2.2.2. İç Borç ve Dış Borcun Özellikleri

1.2.2.2.1. Kaynaklar Yönünden

İç borçlar bir ülkenin kendi iç kaynaklarından, dış borçlar ise yurtdışı kaynaklardan temin edilir. Bu iki borç türünün, geri ödenmesi sırasında ortak bir benzerliği bulunmaktadır. Bu ortak benzerlik hem iç borcun hem de dış borcun ödenmesi sırasında devletin olağan gelirleri olan vergilerle finanse edilmesidir (Erdem, 1996: 39).

1.2.2.2.2. Milli Gelir Yönünden

Hem iç borçlar hem de dış borçlar milli geliri iki farklı şekilde etkiler. Birincisi bu borçların alındığı sırada ikincisi bu borçların ödendiği sırada ülke ekonomisine yaratacağı etkiler birbirlerinden farklıdır. İç borçlar ülke içi kaynaklardan sağlandığı için milli gelire dâhildir, eğer kullanılması düşünülmeyen kaynaklar üretime katılırsa olumlu etkiler yaratır. Dış borçlardaki durum ise alındığında milli gelir miktarına ilave bir katkıdır. Çünkü ülke içi kaynaklarla sağlanması zor olan yatırım malzeme ve teçhizatın elde edilmesi milli gelirin artmasında hızlandırıcı bir rol oynar. Bu borçların geri ödendiği sırada dış borçlarda tam tersi etki kendini göstermektedir. Yani dış borçlar ödendiği sırasında milli gelirde negatif bir etki yaratırken iç borçlar ödendiği sırada milli gelirde negatif bir etki söz konusu olmaz. Aslında dış borçlarda milli gelirin bir bölümünün ülke dışına aktarılması söz konusudur. Bunun yanında ikinci bir sıkıntı dış borçlar hem anapara hem de faiz geri ödemesinde borcun dövize çevrilmesi gibi bir riskle karşı karşıyadır. Bundan dolayıdır ki özellikle gelişmemiş ülkeler için bu borcun en verimli yatırımlara kanalize edilmesi gerekmektedir (İnce, 2001: 72-73).

1.2.2.2.3. Ulusal Amaçlar Yönünden

İç borçlar, borçlanmış olan devletin bir iç problemidir, örneğin aile üyeleri arasından alınıp verilen bir borçlanma tarzıdır. Bu borçlar borç almış devletin çıkarlarına uygun olarak alınır. Herhangi bir ülkenin çıkarları ile çatışması söz konusu değildir. Başka bir deyişle ulusun kendi kendine borçlanması şeklindedir (İnce, 2001: 73). Fakat bir devletin başka bir devletten veya uluslararası bir

kuruluştan aldığı borçlarda durum daha farklı şekillerde olabilir. Çünkü dış borçta bir veya daha fazla devletin çıkarlarında çatışma olanağı vardır. Bu borcu veren devlet borcu alan devlet üzerinde ekonomik veya siyasi çıkar dürtüsüyle hareket etmektedir. Bu yüzden de dış borç almış az gelişmiş devletlerin tarihte sömürge durumuna geldiği söylenebilmektedir (Erdem, 1996: 40).

1.2.2.2.4. Kredi Riski Yönünden

Başka önemli bir ayrım da kredi riskleri açısından görülebilir. Dış borçlarda uluslararası kredi alımında önemli faktörlerden birisi güvenilirlik iken iç borçlarda bankalar kredi verirken riski sıfıra indirecek şekilde tedbirler alır. Dış borçlarda hiçbir Devlet, uluslararası düzeyde ne güvenilirliğini kaybetmek ne de sıfıra düşmesini ister. Çünkü bunun sonucunda borç almak için daha yüksek faiz ödemek zorunda kalır ya da borcun kredi kaynaklarını kaybedilmesi ihtimali ortaya çıkar (İnce, 2001: 73-74).

1.3. Genel Olarak İç Borç ve Dış Borç Ayrımı

1.3.1. Dış Borç

Bağımsız parasal sistemde, hükümet yaptığı harcamaları finanse etmek amacıyla vergilendirme, borçlanma ve para basımı olarak üç maliye politikası aracını kullanma imkânı vardır. Fakat emisyon gücü olmayan bağımlı ekonomik yönetimlerin sadece ellerinde vergilendirme ve borçlanma araçları vardır. Siyasi karar alıcılar vergilendirmede üst sınır noktasına geldiklerinde tek tercih aracı olarak ellerinde borçlanma aracı kalır (Esener, 2013: 23-24). Borçlanma kavramı önceden de açıklandığı gibi kendi içerisinde iç ve dış borç olarak ikili sınıflandırılmaktadır. Özellikle az gelişmiş ülkeler kendi yurtiçi kaynaklarında yeterli tasarruf kanalı bulamadığı durumlarda ilk bakışta dış borca yönelim yapar.

Küreselleşmenin kız kazandığı 1980’li yıllardan itibaren hem uluslararası borç stokları hem de ülkelerin aşırı borçluluk problemlerinin daha şiddetli hale gelmesi ülke borçlarının aynı tabanda izlenmesi ve standardize edilmesi gerekliliği zorunlu hale gelmiştir. Bu zorunlulukla birlikte Dünya Bankası, BIS, IMF, OECD gibi uluslararası düzeydeki organizasyonlar dış borç verilerinin kullanıma uygun hale

getirme gayesiyle 1984 yılında birlikte bir çalışma grubu tesis edilmiştir. Söz konusu çalışma grubu, 1988 yılında ülkelere sunduğu ve ülkemiz de Hazine ve Maliye Bakanlığı tarafından onaylanan genel olarak dış borç kavramı şu şekildedir. Herhangi bir ülkenin belirlenmiş bir zaman aralığı kapsamındaki gayri safi dış borçları, söz konusu ülkede yerleşik olarak ifade edilmeyen vatandaşlardan bir sözleşmeye bağlı kalınarak sağlanan kısa, orta ve uzun vadeli yükümlülükler toplamını ifade etmektedir (Bal, 2001: 14).

Dış borç, bir ekonomide alındığında yurtiçi kaynakları çoğaltmakta, ödendiğinde ise yurtdışına anapara ve faiz ödemesi aktardığından dolayı milli gelir ve yerli kaynakları azaltan borç türüdür (Batirel, 2007: 162). Az gelişmiş ülkelerin kendi içerisinde yeterli kaynağı yoksa ekonomik büyümelerini artırmak için dış borçlanma ihtiyacı oluşur. Söz konusu az gelişmiş ülkelerin bu ihtiyacı karşılamak için gelişmiş ülkelerden dış borç alması zaruridir.

Dış borçlanma durumundan söz edebilmek için ülke ekonomisinin dışa açık olması ve yurtdışından yurtiçine, yurtiçinden yurtdışına ikili bir kaynak akışı olmalıdır.¹⁶ İç borçlanmada ise bir ekonomide toplam yurtiçi kaynakları ne azaltmakta ne de çoğaltmaktadır. Yani yurtiçinde toplam arz ya da talebin bileşimi ve miktarı değişmektedir.¹⁷ Ayrıca borcun elde edildiği iç veya dış, sermaye veya para piyasası borcun iç ve dış olarak ayıran başka bir ölçüt olmasının yanı sıra borcun iç piyasada ödenmesi sonucunda dış piyasaya bir kaynak akımı söz konusu olmamaktadır (Batirel, 2007: 162-163).

Dış borcun yanında dış yardım kavramı da vardır. Dış yardım ve dış borç kavramlarının uygulamada birbirlerine karıştığı ve kesin bir dilde ayırlamadığı hatta genellikle dış kredilerin de bir dış yardım olarak ifade edildiği söylenebilir. Fakat bu iki kavram eş anlamlı değildir. Bunun yanı sıra uluslararası ilişkilerde özellikle devletten devlete dış kredilerin de dış yardım olarak telaffuz edildiği göze çarpar. (İnce, 2001: 135).¹⁸

¹⁶ Buna göre dış borçlanma aslında ülkenin ödemeler dengesi problemidir.

¹⁷ İfade edilmek istenen bu ayırmada ana nokta alınan borcun ülkenin ekonomik kaynakları değiştirip değiştirmemesidir.

¹⁸ Bu iki kavramı kesin çizgilerle birbirinden ayırmak ne kadar güç olsa da aslında dış yardımın, dış borcu da içeren daha geniş bir anlam yelpazesi olduğunu söyleyebiliriz (Yılmaz, 2015: 231).

Dış yardımlar kavramı geniş anlam ve dar anlam olmak üzere iki biçimde ifade edilir. Geniş anlamdaki dış yardım kavramı çoğunlukla gelişme çağını tamamlamış bir ülkenin veya OECD ve IMF gibi evrensel kuruluşların gelişme çağını tamamlamamış ülkelere, milli sınırlarını savunmalarını sağlamak veya ekonomik ve sosyal kalkınmalarına destek vermek gayesiyle parasal, ayni sermaye ve hizmetler gibi sermaye akımlarının toplamından oluşur (Tüğen v.d., 2018: 67-68). Bu hususta yardım veren taraf birkaç ülkenin bir araya gelmesiyle oluşan uluslararası kuruluşlar veya gelişmiş bir ülkedir. Diğer taraftan yardım alan taraf ise savunmasını güçlendirmek veya ekonomik ve sosyal kalkınmasını gerçekleştirmek için söz konusu yardımı alır. Verilen bu yardımlar nakdi olabileceği gibi mal ve hizmetler şeklinde de gerçekleşebilir. Ayrıca alınan bu yardımların belirli bir vakte kadar ödenmesi gerektiği ve vade tarihine kadar belirlenen faiz oranında faiz ödemesi yapılmalıdır (Erdem, 1996: 49-50). Dar anlamda dış yardım kavramı ise gelişmekte olan bir ülkeye aktarılan bağışlar veya piyasa şartlarından daha faydalı koşullarla elde edilen krediler toplamıdır.

Yardım kavramının bu kadar farklı biçimlerde ifade edilmesinde kuşkusuz İkinci Dünya Savaşı'nın büyük bir etkisi olduğu yadırganamaz. Önceleri ekonomik amaçla alınan yardımlar günümüz koşulları itibarıyla daha çok politik çıkarlar güdüsüyle hareket etmiştir.

1.3.2. İç Borç

Devletlerin iç borçlanmaya ihtiyacı olduğunda siyasal sınırlar dâhilinde vatandaşlarından veya çeşitli kuruluşlardan bu borcu sağlama olanağı vardır. Bu koşulda devlet dış borçlanmaya nazaran iç borçlarda borçlanma şartlarını düzenlemekte serbest davranabilir ve ayrıca devlet borçlanmak için de daha çok imkânlara sahiptir (İnce, 2001: 76).

İç borçlanma hükümetin ülke içindeki gelir kaynaklarını kullanarak para ve sermaye piyasalarından kendi harcamalarının finansmanını sağlamak gayesiyle çoğunlukla yüksek oranda faizle elde ettiği borç türüdür (Bakkal ve Gürdal, 2007: 149).

İç borçlanma da tüm toplum aynı anda hem borçlu hem de alacaklı durumundadır. Yani iç borçlanmada devlet doğrudan veya dolaylı olarak kamu borçlanma senetleri yoluyla finansal kurumlarla bağlantı kurmakta ve karşılıklı dengeyi sağlamaktadır. Ayrıca iç borçlanma sayesinde devlet, vatandaşlarıyla söz konusu iç borçlanma senetleri ile bir ilişki içine girmektedir (Holtfrerich et. al., 2016: 8).¹⁹

1.3.2.1. İç Borçlanmaya Yönelik Teorik Yaklaşımlar

Borçlanma, maliye tarihi boyunca devletlerin vazgeçilmez bir unsuru olmuştur. Vazgeçilmezdeki kasıt her bir iktisat teorisi kendi bakış açısına göre borçlanmaya bir biçim verip ekonomide devlet borcunun önem derecesini belirlemiştir. Diğer bir ifadeyle kamu borcunun miktarı, devletin ekonomiye ne kadar müdahale ettiğini göstermektedir. Devletin ekonomiye müdahale araçlarından olan borçlanma her bir borçlanma teorisinin süzgecinden tekrar şekillenmiş ekonomide farklı fonksiyonları üstlenmiştir. Bunun yanında bazı ekoller borçlanmaya olumlu bakarken bazıları da olumsuz bakmakta veya borçlanma yolunun minimum kullanımını gerekli görmektedir.

Borçlanma konusunda genellikle Klasik maliye görüşü ile Modern maliye görüşü olarak ikili bir ayırım söz konusudur. Klasiklere göre, borçlanma vergi gibi olağan bir finansman aracı değildir aksine olağanüstü bir gelir elde etme yoludur. Bunun yanında Klasikler, günün birinde devletin biriken borç taksitleriyle faizlerini ödeyemeyecek duruma düşmesi halinde devletin fakir duruma düşüp, mali iflasa sürüklenmesinden endişe etmişlerdir. A.P. Lerner'den bu yana, modern görüşün temsilcisi olan yazarlar Klasiklerin görüşlerini benimsememekte ve borçlanmayı vergi gibi olağan bir finansman kaynağı olarak görmektedirler. Lerner'e göre, kamunun borç miktarının önemi yoktur. Kamu borcunun miktarı hane halkının yoksulluğunun bir belirtisini de ifade etmemektedir. Bu sebeple, kamu borç miktarının artması devleti yoksullaştırmayacağı gibi geri ödenmesi durumunda da devleti zenginleştirmez. Bunun yanında devletin yeniden borçlanma durumuna gelmesi veya para basmak suretiyle borçlarını zamanında ödeme imkânına sahip

¹⁹ Devletler, genelde vatandaşlarıyla vergi yoluyla bağlantı kurmaktadır.

olmasından ötürü kamunun iç borçlarından dolayı batmasının hiçbir dönemde mümkün olmayacağını iddia etmektedir (Nadaroğlu, 1989: 192-193).

1.3.2.1.1. Klasik Teoriye Göre İç Borçlanma

Klasik iktisat okulunun başlangıç yılı Adam Smith'in Ulusların Zenginliği adlı çalışmasının 1776 yılında yayımlanması ile başlamıştır. Adam Smith (1723-1790), Ulusların Zenginliği isimli çalışmasının “Devlet Borçları Üzerine” ismini koyduğu kısımda kamu borçlanmasıyla ilgili nispi ve rakamsal bilgilere yer ayırmış ve çalışmanın özünü kapsayan dönemin devletleri üzerine genel değerlendirmelerde bulunmuştur. Klasik yaklaşımın Adam Smith yanında, ayrıca önde gelen temsilcileri arasında David Ricardo (1772-1823), David Hume (1711–1776), Thomas Malthus (1766-1834) ve J.Stuart Mill (1800-1873) yer almıştır. Okulun eski gücünü yitirmesi ise 1850’li yıllarda Neo-Klasik okulun ve Marjinal Analist teorisinin ortaya çıkması sonucunda gerçekleşmiştir. Klasik iktisat düşünce hâkimiyeti yaklaşık bir yüzyıllık dönemi kapsamıştır (Çelen ve Zülfüoğlu, 2008: 290; Şen ve Sağbaş, 2016: 85; Akdemir ve Yeşilyurt, 2018: 295).

Klasik iktisatçıların borçlanma ile ilgili genel görüşleri şu şekilde detaylandırabiliriz. İlk başta devletin ekonomiye müdahalesine pek olumlu bakmamışlardır. Devletin sadece asil görevlerini savunma, diplomasi, adalet ve asayişini yerine getirmekle sınırlı kılmışlardır. Bir nevi ülkelere “jandarma devlet” tipi özelliğini kazandırmışlardır. Bu iktisatçılara göre ekonomi, fiyat mekanizması sayesinde tam istihdam seviyesine erişmesiyle ekonomi kendiliğinden dengeye ulaşır. İlaveten rekabet koşullarının varlığından dolayı ayrıca bir devlet müdahalesine gerek yoktur (Yılmaz, 2015: 6). Çünkü devletin ekonomiye müdahale etmesi bir yarar sağlamak yerine aksine ekonominin kendi kendine olan işleyişini bozarak ekonomiye zarar verir. Klasik teorinin savunucularının dediği gibi piyasanın görünmeyen eli ekonomiyi istenen tarafa geliştirmeye yeterlidir (Savaş, 1984: 34). Bunun yanında devletin müdahalesi ekonomik dengesizlikleri daha uzun süre devam ettirerek kaynak dağılımını olumsuz etkilemektedir. Bu yüzden de devletin ekonomiye karışmasını engelleyecek biçimde “en iyi bütçe denk bütçe” ve “en iyi vergi nötr (kaynak dağılımını etkilemeyen) vergidir,” olarak ifade etmişlerdir (Eğilmez ve Kumcu, 2012: 10). Zaten Klasik iktisatçılar devletin ekonomiye

müdahalesini istemedikleri için borçlanmayı olağanüstü bir davranış olarak görmektedirler. Bu yüzden temel görevleri olarak sadece savaş, olağanüstü durumlar, kamu düzeni, büyük altyapı yatırımlarında borçlanma gerekliliğini hissederler.

Klasiklere göre, devletin faaliyet sahası temel görevlerle sınırlı olmalıdır. Ayrıca denk bütçe politikasıyla hareket edilmeli bu yüzden de borçlanmayı, geçici ve olağan olmayan bir davranış biçimi olarak tanımlamaktadırlar (Şeker, 2006: 76). Söz konusu teoremin ekonomide denk bütçenin zorunluluğunu istemesinin ana sebebi, kamunun ekonomideki gücünün zayıflatılması, kamu sektörü büyümesinin gözetim altında tutulması ve iç borçlanmadan kaçınılmak istenmesidir (Çeliköz ve Yukacı, 2016: 480).

Diğer taraftan Devlet, en önemli gelir kaynaklarından vergi yerine iç borçlanmaya başvurduğu durumda, devletin ödünç verebilir fonlar piyasasında özel sektördeki kurumlarla rekabet içinde olması faiz oranlarını artırmaktadır. Bu durum ise özel sektörün piyasalardan dışlanmasına yol açmaktadır (Yılmaz, 2015: 6-7). Kaynaklar etkin bir şekilde kullanılırsa, kamu hizmetlerindeki artış kaynakları özel sektörden kamu sektörüne kaydırır ve özel malların üretimini azaltır. Bu kaynak aktarma anlamında, yükün şimdiki nesil tarafından üstlenilmesi gerekmektedir. Azaltılmış sermaye oluşumu yoluyla ilk bakışta bir yük transferi gerçekleşir. Bu dar anlamda, bugünün kamu harcamalarının yükü bugünün nesli tarafından üstlenilmesidir. Ancak özel sektörden kaynağın azaltılması tüketimden veya sermaye oluşumundan olabilir. İlk durumda, mevcut neslin tüketimi ile ölçülen refahı azalır ve gelecek neslin geliri etkilenmez. İkinci durumda, mevcut neslin tüketim refahına dokunulmazken, gelecek nesil daha küçük bir sermaye stoku devralır ve böylece daha düşük gelir elde ederler. Bu anlamda gelecek nesil yük altındadır. Vergi kaynağının tüketimden elde edildiğini varsayarsak, kredi finansmanı tasarruftan çıkar (dolayısıyla klasik bir sistem varsayımı altında), yatırım dışı kullanılan kredi finansmanı gelecek nesillere yük olur (Musgrave and Musgrave, 1989: 552-553).

Klasik okula göre, borçlanma yoluna gidilmesinin birçok sakıncaları vardır. İlk olarak Klasik okulda devlet, tüketim sürecinde savurgan bir biçimdedir ve iç-dış borçlanma araçlarıyla sağladığı kaynakların finansmanlarını, sonraki kuşakların üzerinde kalması muhtemeldir. İkincisi, özel kesimin sanayi ve ticaret gibi verimli

bölgelerde harcayacağı kaynakları, devlet borçlanama yoluyla düzenli olmayan harcamalara aktarmaktadır. Üçüncüsü, borçlanmanın sürecinin vergi kaynaklarının yükselmesine nazaran daha az bir zamanda ve daha kolay bir biçimde uygulandığı için hane halkının reaksiyonu aşırı derecede olmamaktadır. Bu durum da devletin harcamalarını kolay bir şekilde yükseltmesinin sebebidir (Kökocak, 2005: 2).

1.3.2.1.1.1. David Hume

Klasik iktisat savunucusu David Hume göre, kıtlık ve savaş gibi dönemlerde meydana gelebilecek kamu açıklarının bütçenin fazlası ile ödenebileceğini ifade etmiştir fakat söz konusu kamu borçlanmasının kötü sonuçlara sebep olacağını belirtmiştir. Hume, kamu borçlanması zararlarını beş başlık altında toplamıştır. İlk olarak vatandaşların elinde bulunan tasarrufları üretim araçlarının satın alınması yerine devlet iç borçlanma senetlerinin satın alımında işletilmekte, bu durum üretim ve istihdam üzerinde zararlı aksiyonlara neden olmaktadır. İkincisi kamu iç borçlanma senetlerinin paranın değerini azalttığını ifade etmiş, üçüncüsü devlet iç borçlarının faizleriyle birlikte geri ödenebilmesi amacıyla yükseltilmiş olan vergi oranlarının ise gelir dağılımında bozulmalara, dördüncüsü ülkenin borçlanma senetlerinin yabancılar elinde olması ülkenin ekonomik bağımsızlığına zarar veren etkiler yaratması ve son olarak devlet borçlanması bir rantıye sınıfı oluşturup bu durum da sınıflar arası çatışmalara yol açtığını iddia etmiştir (Vardar, 2007: 5-6).

1.3.2.1.1.2. Adam Smith

Adam Smith, borçlanma konusunu daha çok savaşlar dönemindeki etkisini açıklamıştır. Çünkü kamu harcamasının arttığı dönemler çoğu zaman savaş gibi olağanüstü dönemlerde gerçekleşmiştir. Olağanüstü durumlar meydana geldiğinde vergi oranlarının yükseltilmesi ya da yürürlükteki vergilerin yanında yenilerin dâhil edilmesi söz konusu olsa bile, söz konusu finansman kaynağının hazine kapsamına alınması yaklaşık olarak bir senelik dönemi oluşturmaktadır. Ayrıca olağanüstü dönemlerde devletin vergileri artırması, hane halkının bu dönemdeki maliyet bedelini kısa sürede hissetmesine neden olmaktadır. Diğer yandan devletin, kamu harcaması yapmaya başlaması savaş başlamadan önce yani tehdit gerçekleştiği anda uygulanması zorunlu bir gerekliliktir. Bu yüzden bu dönemlerde devletin gelirleri

harcamalarını karşılamadığı için Smith, bu olağanüstü dönemlerde borcun alınmasına mesafeli durmamıştır. Fakat Smith döneminde kamu borçları oldukça düşük miktarlarda olması bile devletin müsrifliği hakkında önemli bir endişe oluşturmaktadır. Genellikle istikrarın olmadığı dönemler de bu müsrifliğin neden olabileceği sonuçlar, Smith'in borçlanma konusuna uzak bir tutum almasının ana nedenini oluşturmuştur (Çelen ve Zülfüoğlu, 2008: 292-297).

Klasik iktisat teorisyenlerinden Smith, Hume gibi benzer fikirleri ifade etmiş ve bu fikirlere ilave olarak borçlanmanın finansman kaynağı sermaye birikimini azalttığını, borç stokunu düşürmeyi beceremeyen ülkelerin borçlarını tazmin edemeyen ülke haline geldiklerini savunmuştur. Bu yüzden de Smith'e göre borçlanma uzun bir süreçte ülkelerin iflas etmesine yol açtığını belirtmiştir (Ulusoy ve Erdem, 2014: 123-124).

1.3.2.1.1.3. David Ricardo

İngiliz ekonomist David Ricardo, bütçe açıklarının vergi veya borçlanma ile karşılanmasının ekonomi üzerinde herhangi bir etki oluşturmadığı, her iki durumda da meydana gelen sonuçların eşdeğer olduğunu ifade etmiştir (Bernheim, 1989: 63). Ricardo Eşdeğerlik Teorisi (RET) kapsamında devlet borçlarına ilişkin görüşlerini şu biçimde formüllestirmiştir.²⁰ Kamu borçları ve marjinal vergi oranları iki önemli kavramdır, ancak kamu harcamaların bedelinin borç yada vergi ile karşılanması önemsizdir. Çünkü kamu harcamalarının finansmanı için bugün alınan verginin, borç almanın ve söz konusu borçların gelecekte faizi ile karşılanmasının bugünkü değerine eşittir. Rasyonel ajanlar, bugünkü değeri yeniden düzenlemekte, borç yokmuş gibi devam etmekte ve böylece borcun iktisadi faaliyet üzerinde hiçbir etkisi olmamaktadır. Diğer bir ifadeyle kamu kesiminde geliri aşan harcamalar özel kesimin tasarruflarındaki bir artışa denktir (Seater, 1993: 142). Sonuç olarak, mevcut bireylerin tüketimi etkilenmemektedir bununda yanında kamu tasarrufları cari hesap,

²⁰ 1817 yılında David Ricardo bugünkü "Ricardocu Denklik" adıyla ifade edilen, bazı hallerde kamu borcunun yerli sermaye birikimi üzerinde herhangi bir tesiri olmadığını ileri sürdüğü teorisini formüle ettiğinde, o dönemin İngiltere'sinden çok etkilendiği söylenebilir. Ricardo söz konusu husus hakkında yazdığında, kamu borcu GSYH'nin %200 oranına yaklaşmak üzereydi. Ayrıca bu durum hala özel kesimin yatırımlarını ve sermaye birikimini harcamış gibi gözüküyordu. Diğer bir söylemle, dışlama etkisi gerçekleşmedi, çünkü kamu borcundaki büyüme özel sermayedeki artışla finanse edilerek sağlandı (Piketty, 2018: 142).

faiz oranları, para talebi, milli gelir ve yatırımlar üzerinde nötr bir etkisi vardır (Artidiatun and James, 2016: 6).²¹

Ricardocu Denklik (Eşdeğerlik) Teoremi

Ricardo'nun genel görüşüne büyük ölçüde paralellik göstermesine rağmen literatürde özellikle Barro (1974)'nin makalesi ile RET farklı bir başlıkta ele alınması gereken bir teori durumuna getirmiştir (Vardar, 2007: 10). Bu kuram kamu borçlarının genel etkilerinin kuramsal atışmalarından ilki Barro (1974)'nin "Are Government Bonds Net Wealth?" adlı makalesiyle gerçekleşmiş, fakat söz konusu makaleyi eleştiren J.Buchanan (1976), ileri sürülen düşünceleri D.Ricardo tarafından başta tavsiye edildiğini belirtmiştir. Ricardo, kamu kaynağının vergi ya da borçlanmayla gerçekleşmesinin vatandaşların tüketimi ve ekonominin sermaye birikimi üzerinde tesir oluşturmadığı ve söz konusu iki kamu kaynağının etkilerinin denk olduğunu açıklaması literatürde "Ricardo Denklik Teoremi" olarak isimlendirilmiştir (Arıcan, 2005: 78). Bu teorinin temel varsayımları kısaca şunlardır (Bernheim, 1989: 63-64; Seater, 1993: 142);

- Bireyler rasyonel ve ileri görüşlüdür çünkü ellerindeki mevcut tüm bilgiyi kullanarak hata yapmamaktadırlar,
- Nesillerin kendinden sonraki nesillere karşı duyarsız olmadığı,
- Bireyler, tüketim kararlarını sürekli gelirlerine göre belirlemekte,
- Bireyler sonsuz bir yaşam sürelerinin olduğu gibi yaşarlar,
- Bireyler tıpkı kamu gibi aynı seviyede borç alıp geri verebilirler,
- Sermaye piyasalarında tam rekabet koşulları geçerlidir,
- Alınan vergi götürü usuldedir ve piyasaya herhangi bir bozucu etkisi yoktur,
- Mali bir araç olarak açık finansmanın kullanımı siyasi süreci değiştirmemektedir.

1974 yılında Barro tarafından yayımlanan "Are Government Bonds Net Wealth?", ünlü makalesinde bu teori şu şekilde açıklanmıştır. Kamu açıklarının finansmanında

²¹ Bu görüş, iki yüz yıl önce bu denkliği ilk kez öneren David Ricardo'nun ardından "Ricardian Equivalence" olarak adlandırılmıştır.

vergileme yerine borçlanmanın tercih edilmesinin belirli şartlar altında kişilerin servet oranlarında hiçbir farklılık yaratmayacağı ifade edilmektedir. Çünkü kişiler sahip oldukları bonoları servetin bir unsuru olarak görmediklerinden tüketim düzeylerinde herhangi bir farklılık ortaya çıkmamaktadır (Barro, 1974: 1095-1098). Ayrıca kişiler ellerindeki hazine kâğıtlarını devlet tarafından sonraki yıllarda anapara ve faiz ödemelerini yapacağını varsaydığından, tasarruf düzeylerini söz konusu anapara ve faiz ödemelerini denk olacak oranda yükseltirler. Kişiler, mallara olan isteği beklenen bugünkü vergi oranlarının değişimine göre belirlenmektedir. Her bir birey gelir seviyesine ilintili olarak servet portföyünü belirlemektedir. Bunun sonucunda maliye politikası toplam tüketici talebini beklenen vergi oranlarının bugünkü değerine kıyasla değiştirebilmektedir (Dağ, 2014: 16).²²

Ricardo Eşdeğerlik teoreminin temel de iki problemi vardır. Bunlardan ilki, kişilerin yaşam döneminin sınırlı olduğu varsayımdan hareketle, bugün yapılmış olan vergi indiriminden yararlanan kişi yarın borcu ödeyen kişi değildir. Ayrıca söz konusu teori, bugün sağ olanların, gelecekteki torunlarının daha yüksek vergileri ödeyeceklerini dikkate almamıştır. Diğer bir problem ise birçok kişinin borçlanamadığından kalıcı gelirlerine göre tüketim yapamadıkları söz konusudur. Onlar bugün tüketmek isterler yalnız likidite limitlerinden dolayı kalıcı gelirlerine göre arzuladıklarından daha az tüketim yapmak zorunda kalırlar. Ayrıca bir vergi indirimi, onların likidite sınırları azaltır ve daha fazla tüketim gerçekleştirmelerine imkân verir (Koç, 2009: 17). İfade edilmek istenen, söz konusu teorideki varsayımlar gerçek hayattaki koşullara uygun olmadığıdır. Bu yüzden söz konusu teoreme Ricardocu Denksizlik Teorimi olarak söylenmesi daha mantıklıdır.

Kamu yatırımları (harcamaları) ve özel sektör yatırımları arasındaki ilişkide üç yaklaşım söz konusudur. Birincisi az önce ele alınan Ricardian yaklaşımı; ekonomide genişletici maliye politikası uygulamasının özel yatırımları etkilemediği, ikincisi negatif etkilendiği Neo-Klasik yaklaşım ve üçüncü yaklaşım olan Keynesyen yaklaşım; pozitif etkilediğini iddia etmektedir. Bu konunun devamındaki Neo-Klasik

²² Robert Barro tarafından iddia edilen "Ricardocu Denklik" in radikal bir şekilde yeniden ifadesi, kamu borcunun çok büyük bir bölümünün nüfusun çok az düzeydeki bir kesimin sahip olduğunu belirtmiştir. Örneğin, 19. yüzyılda İngiltere, borcun geri ödenmesinin veya ödenmemesinin ülke içinde yeniden gelirin bölüşüme neden olduğu gerçeğini dikkate almamıştır (Piketty, 2018: 143).

ve Keynesyen yaklaşım içerisinde, kamu yatırımları ve özel sektör yatırımları arasındaki bağlantı ayrıca detaylandırılmıştır.

1.3.2.1.1.4. Thomas Robert Malthus

Thomas Robert Malthus, Klasik iktisatçıların kamu borcu hakkındaki genel görüşlerini kısmen kabul etmedi. Yine de Hume, Smith ve Ricardo ile ilke olarak, yüksek kamu borcunun ve buna hizmet etmek için zorunlu olarak alınan yüksek vergilendirmenin genel olarak ekonomiye ve özellikle gıda üretimine zarar verdiğini kabul etti. Malthus'a göre kamu borçlanması, üretken işgücünden atıl tüketicilere doğru faiz ödenmesine neden olmaktadır. İlaveten kamu borçlanması ile milli üretimin yeniden dağıtımının sağlanması sonucu hem tüketim hem de üretim seviyesini yükseltir. Fakat devletin borçlandığı sermayedarlar, toprak ağaları ve orta sınıfın ek tüketimi, üretim ve tüketim arasındaki açığı doldurmak amacıyla zaruri olan isteği nispet oranla tekabül etmemektedir. Bundan ötürü devletin borçlanması hane halkının zenginleştirmenin aksine daha da fakirleştirmektedir (Holtfrerich, 2014: 66-67). Kamu borç miktarının artması diğer olumsuz noktası vergi yükünün artmasına yol açması ve aşırı yüksek vergiler üretim süreçlerinde durgunluğa, işsizlik artışına, ulusal para biriminin devalüasyonuna yol açabilir ve son aşamada hükümetin borç yükümlülüklerini yerine getirmekte kabiliyetsizliği ortaya çıkmasıyla sonuçlanmaktadır. Sonuç olarak büyük miktarda kamu borçlarının felaket koşullarına yol açacağını ifade etmektedir (Omelianenko, 2016: 185).

Malthus, kamu borçlarının hane halkının tasarrufları ile ödenmesinin faydalı olup olmayacağından şüphe etmiştir. Mal ve hizmetlere yönelik devlet harcamalarının mı yoksa vergileri azaltmanın mı daha yararlı olacağını tartışarak kararını devlet harcamaları yönünde kullanmayı tercih etmiştir. Çünkü vergi indirimlerinin genişletici etkisi hane halkının vergi iadesinin ne kadarını tasarruf ettiğine ilintili olarak sınırlama ihtimali söz konusudur. Aslında vergi ile finansmanı sağlanan bayındırlık işleri, mallar ve emek için önemli bir talep oluşmaktadır. Bu bayındırlık çalışmalarının da, piyasada muhtemel olmayan malların üretimine doğru yöneltmeyen olanlardan seçilmesi gereklidir (Arıcan, 2005: 79).

1.3.2.1.1.5. John Stuart Mill

Klasik teorinin diğerk önemli savunucusu John Stuart Mill, devlet borçlanması konusunda Smith'in çalışmasına benzer ifadeleri belirtmiştir. Fakat Mill'in ayrılan noktası Smith kadar sermayenin atıl olduğı durumlarda borçlanmaya karşı katı bir davranışta olmamıştır. "Politik ekonomi ilkeleri" kitabının yedinci bölümünde, politik iktisatçı, nüfusun çalışma katmanındaki vergi yükü üzerindeki fiyat düzeyinin artırılması yoluyla borcun ekonomi üzerindeki olumsuz etkisine vurgu yapmaktadır (Omelianenko, 2016: 185). Aynı zamanda Mill üç durumda kamu borcunun kullanılmasına imkân sağlamaktadır. İlk olarak borçlanmanın yabancı sermaye yoluyla fonlanması durumunda ikinci olarak borç olarak tercih edilmeyen tasarruf sağlanmayacak kaynaklardan, diğerk ülkelerde istihdam edilmek için yollanılan veya üretken olmayan kurumlarda kullanılan kaynaklardan karşılandığında gidilmektedir. Üçüncü olarak da sermaye birikimindeki yükseliş sonucunda kârlılığın sermaye yükselişini bastırarak oran kadar daraltmasına neden olacağını ifade etmiştir. Son problem olarak kamu borçlarının geri ödenmesi sürecini değerlendirmektedir. Devlet, harcamalarının finansmanını sağlamak için vergi alması durumunda birkaç olumsuz etkisi söz konusudur. Fakat devlet borca başvurduğunda, emek sınıflarından elde edilmiş fon devletten ziyade işveren kesim fayda sağlamış olur. Çünkü devlet borcun yanında ayrıca borcun faizinden de sorumlu olmaktadır. Nihayet devlet borçlanmasının tüm finansman kaynakları içerisinde en kötü sonuçlar verdiği söylenebilir (Mill, 1885: 684-685).

1.3.2.1.2. Neo-Klasik Teoriye Göre İç Borçlanma

Neo-Klasik teori, aslında kendinden önceki Klasik teoriyi tekrar biçimlendirerek makroekonomik analizlerle ilgilenmiştir. Bu teori ileri görüşlü bireylerin tüketimini kendi yaşam döngüleri boyunca ön planda tuttuğunu söylemektedir. Bütçe açıkları, vergileri sonraki nesillere kaydırarak toplam yaşam boyu tüketimi artırır. İktisadi kaynakların tamamı kullanılıp atıl kaynak kalmazsa, artış gösteren tüketim mutlaka tasarruf miktarını azaltmaktadır. Sermaye piyasalarının dengeye kavuşması için faiz oranlarının yükselmesi gerekir. Böylece, kalıcı açıklar özel sermaye birikimini artırır. Mevcut ekonomik düzende, çoğuk ekonomist bu sonuçların son derece zararlı olacağını

konusunda hemfikirdir. Bu yaklaşımın dayandığı üç temel varsayım bulunmaktadır. İlk olarak bireylerin sınırlı yaşam süresine sahip olduklarından tüketimlerini sınırlanmış yaşamlarına göre belirlerler ve her tüketicinin bir nesli vardır. İkincisi piyasa genellikle tüm dönemlerde kendi kendine dengeye ulaşmaktır. Son olarak da her bireyin tüketimi, piyasa faiz oranlarında hem borçlanmaya hem de borç vermeye izin verilen zamanlar arası bir optimizasyon probleminin çözümü olarak belirlenmesi gerekmektedir (Bernheim, 1989: 55-57).

Neoklasik düşünceye göre, merkezi yönetim açıklarının fonlanmasında devlet borçlanması veya vergi tercihi aynı sonuçları elde etmemizi doğurmaktadır. Her iki finansman kaynağında da özel bir alandan kamusal bir alana kaynak akımı gerçekleşir. Kamunun borçlanmaya gitmesi, kamusal alan ile özel alan arasında bir rekabeti ortaya çıkarmaktadır. Bundan dolayı yapılacak yatırımlar için belirlenen kaynakların kamusal alan aracılığıyla vergilerden alınması özel yatırımların faiz düzeyindeki değişim sonucunda özel sektörün dışlama etkisini (crowding-out) yaşamasına yol açmaktadır (Rosen and Gayer, 2008: 470). Diğer bir ifadeyle merkezi yönetimin özel piyasalardan yüksek bir seviyede borçlanması durumunda özel sektörün yatırım yapmasını engellemektedir. Aksi durumda kamu yatırımları özel yatırımların artmasına katkı sağlarsa crowding-in etkisi ortaya çıkmaktadır. (Dileyici ve Özkıvrak, 2010: 20).²³

1.3.2.1.3. Keynesyen Teoriye Göre İç Borçlanma

1929 yılında ABD ekonomisinde ortaya çıkan ve kısa bir dönemde diğer tüm ülke ekonomilerini etkisi altında tutan “Büyük Ekonomik Buhran”, bütün iktisat politikalarına yeniden şüpheyile bakılmasına yol açmıştır. Bu doğrultuda Keynes okul ortaya çıkmıştır. Keynesyen okul, İngiliz iktisatçı ve hazineci J.M.Keynes’in 1936 yılında yayımlanan “İstihdam, Faiz ve Paranın Genel Teorisi” adlı yapıtıyla biçimlenen ve Klasik okulun “bırakınız yapsınlar, bırakınız geçsinler” düşüncesine meydan okuyan bir görüştür. Bu yapıtın yayımlanması ile birlikte makro iktisat cephesinde büyük bir devrim yapmış ve iktisat literatürüne “Keynesyen Devrim”

²³ Örnek olarak kamusal alanın altyapı yatırımları gerçekleştirmesi özel alan yatırımlarının maliyetlerini azaltarak hasılatını artırma olasılığı vardır. Lakin bütçeden sağlanan finansmanlar bilhassa gelişmekte olan ülkelerde yatırım harcamalarından ziyade personel harcamalarına ve borç faiz ödemelerine karşılık ayrılmaktadır.

olarak adını yazdırmıştır. Keynesçi ekonomi devrimi, Keynes'in Genel Teori'si ve diğer yapıtları alanında oluşan ekonomi teorisi ve politikası olarak, ayrıca borçlanma çerçevesinde de önemli fikirler vermektedir (Çoban v.d., 2008: 246; Yılmaz, 2012: 1; Şen ve Sağbaşı, 2016: 93). Keynesyen teori, 1970'ler boyunca kapitalist dünyaya hâkim olmuştur. Bu teori, bilhassa ekonomik büyüme modelleri ve başka dinamik ekonomik analiz araçlarının da eklenmesiyle, uzun bir dönem boyunca birçok devletin resmi ekonomi felsefesi olma konumunu devam ettirmiştir (Eğilmez ve Kumcu, 2012: 11).

Keynesyen teori sanayileşmiş ülkelerde meydana gelen eksik istihdam efektif talepteki daralmanın bir sonucu olduğunu belirtmiştir. Bu yüzden, izlenecek politikalar efektif talebin artırılmasının asıl hedefi olmalıdır. Bundan dolayı da dünya ekonomik krizi arifesinde uygulamada olan denk bütçe anlayışı 1930'lı yıllarda önemini kaybetmiş ve iktisat politikaları talep yükseltmeye doğru değişiklik uğramaya başlamıştır (Taban ve Kara, 2006: 13). Bu yaklaşımda temel gaye, durgunluk içindeki ekonomiyi büyüme patikasına sokmak ve devlet harcamaları ile özel sektör harcamalarındaki eksiklikleri ortadan kaldırarak ekonomiyi istenilen durum olan tam istihdam düzeyine ulaşmasını sağlamaktır (Dileyici ve Özkıvrak, 2010: 12).

Keynesyen teoride kamu açıklarının finansmanı ve sonuçları, kapalı bir ekonomi de IS-LM modeli dâhilinde açıklanmaktadır. Kapalı bir ekonomideki para ve mal piyasalarında eşanlı denge şartlarının varlığından dolayı merkezi yönetimin açıkları borçlanmayla fonlandığında açığın finansmanı için piyasaya sunulan devlet borçlanma senetlerin faizleri özel sektörün servetinde bir yükselmeye yol açmaktadır. Bu yükselmeyle birlikte mal piyasasında genişletici bir etki ortaya çıkmaktadır. Ortaya çıkan bu artan gelirle ilintili olarak işlem amaçlı para talebi de artmaktadır. Para talebinin artması sonucu, para piyasasında daralmaya yol açmakta ve sonuç olarak faizler yükselmektedir. Söz konusu faizlerin ivme kazanması da, dışlamaya sebebiyet vermektedir. Aslında ulusal gelirde artış veya azalış olması, özel kesimin servetindeki yükselişin mal ve para piyasalarında meydana getireceği etkiye bağlı olmaktadır. Özel kesimin servetindeki yükselişin para piyasası üzerindeki bıraktığı etkisi mal piyasası üzerindeki etkisinden daha az olması halinde milli gelir

üzerindeki net etki daha küçük olması beklenmektedir. Başka bir ifadeyle Keynesyen teoriye göre, borçlanma ile elde edilen fonlar kendini finanse eden yatırımlar için kullanıldığı müddetçe, kamu açıklarının borçlanmayla finansmanı gelecek nesiller üzerine bir yük bırakmamaktadır. Çünkü alınan bugünkü borç söz konusu neslin daha iyi koşullarda yaşamalarına fırsat sağlamaktadır. Bu iyi koşullarda yaşamının bedeli olarak da ilave borcun faiz yükü ödenmektedir. Aksi durumda, gelecekte borç yükü artacağından dolayı vergi yükü de artmaktadır (Koç, 2009: 18-19). Domar (1941) borç yükü sorununu, milli gelirin artış sorunu olarak ifade etmiştir. Sonuçta milli gelir ne kadar artarsa, borç yükünün ekonomideki önemi bir o kadar önemsiz hale gelmektedir. Bu hususta önemli olan milli gelirin nasıl arttırılabileceğine ilişkin politikalar seti oluşturmaktır (Yılmaz, 2015: 11).

Keynesyen okul, ekonominin küçülme dönemlerinde talebi yükseltici açıkların tek finansman çeşidi olarak gören ekonomik politikalara yönünü çevirmiştir. Ayrıca kamunun ekonomik duruma zorunlu karışmasını ve bunun artan seviyelerde yapmasını desteklemektedir. Bilhassa ekonomideki durgunluk dönemlerinde piyasada talebin yükselmesi için bütçe açıklarına olanak sağlamıştır (Şeker, 2006: 78). Bunun aksine Keynes teorisinin konjonktürel bütçe görüşünde, yani konjonktür boyunca²⁴ bütçenin yaklaşık bir düzeyde denk olması gerekmektedir. Para kısıtlaması koşullarının geçerli olması durumunda toplam talebin arttırılması için kamu harcamalarının arttırılıp ya da vergi oranlarının daraltılması seçeneği tercih edilip meydana gelecek bütçe açığı, enflasyon dönemlerinde ekonomideki sürekli yükselen talebin elimine edilmesi amacıyla kamu harcamalarının azaltılıp ya da vergi düzeylerinin arttırılmasıyla meydana gelen bütçe fazlası ile kapatılması gerekmektedir. Bu sayede açık bütçe politikası kamunun ekonomik döngüye giderek daha fazla şekilde karışmasına imkân sağlamakta, bütçe açık verme durumunda bile kamu harcamalarının genişlemesi yoluyla üretim artmakta ve işsizlik azalmaktadır (Yılmaz, 2015: 9-10).

Keynesyen teori, 1929 yılındaki dünya ekonomik buhranı ile birlikte dünya sahnesine genişletici maliye politikaların kullanımı ile ortaya çıkmıştır. Bu teori 1973 yılında durgunluk içinde enflasyonun yaşanmasıyla birlikte önemini yitirmiştir.

²⁴ Bu dönem, ortalama olarak 7-8 yıl kabul edilmektedir.

Ayrıca bu yıllarda finansal kapitalizmin daha popüler hala gelmesinin de bu teorisinin yıkılmasında etkisi vardır. Yine bu teoriyi kullanan çoğu ülkeler yüksek borçluluk oranları, kronikleşen enflasyon ve yüksek işsizlikle yüzleşmek zorunda kalmışlardır.

1.3.2.1.4. Monetarist Teoriye Göre İç Borçlanma

Monetarist görüş, Milton Friedman (1912-2006) önderliğinde büyüyen ve güçlenen bir parasalcı teoridir. Bu yüzden para kavramı Friedman ismi ile özdeşleşmiştir. Bu teorinin ortaya çıkışı 1973 yılı sonrasın ortaya çıkan petrol krizinin yanında Avrupa ve Amerika’da boyutu sürekli yükselen enflasyonla birlikte meydana çıkmış işsizlik ve durgunluk²⁵ etkili olmuştur. Bu hususunda, Keynesyen teorisindeki tahmin edilen tedbirlerin bu yeni durumda pek etkili olmayacağını göstermiştir. Bu yıllarda talebe dayalı para ve maliye politikalarının enflasyonu engelleyeceği bir yana onu giderek daha da şiddetlendireceği önemini korumuştur. Ayrıca bu görüşte, kamunun büyümesini engellemek, enflasyonla başa çıkabilmek amacıyla kamu harcamalarının azaltılması ve daraltıcı para politikası gibi öneriler tavsiye edilmiştir (Nadaroğlu, 1989: 131; Şen ve Sağbaş, 2016: 98).

Monetarist teori Neo-liberal teori gibi ekonomideki temel sorunların kaynağı olarak devletin ekonomiye müdahalesini görmektedir. Bundan dolayı da devlet ekonomiye müdahale etmemesi gerekir. Çünkü genel olarak ekonomi hem istikrarlı hem de piyasalar rekabetçi durumdadır. Ekonomideki sorunların üstesinden gelebilmek için devlet küçültülmelidir. Bunun yanında denk bütçe ilkesine sadık kalınmalıdır (Şen ve Sağbaş, 2016: 100). Denklik ilkesine uyulmadığı durumlarda bütçe açık vermektedir. Bütçe açıklarında ortaya çıkan bu durum para arzında bir artışa neden olmaktadır. Bu durum fiyatlar genel düzeyinde bir artışa sebebiyet verir. Bunun sonucunda ekonomide enflasyonun yükselmesi kaçınılmazdır.

²⁵ Bir ekonomide hem enflasyonun artış trendine girmesi hemde durgunluğun yaşanması olgusuna stagflasyon denilmektedir. Bu kavram, İngilizce 'Stagnation' yani durgunluk ve 'Inflation' yani enflasyon kavramlarından türetilmiştir. 1970’li dönemlerde literatüre giren bu kavram hem Klasik iktisat teorisinde hem de Keynesyen iktisat teorisinde çelişkili bir hal olarak görülür. Böyle görülmesinin sebebi ise genel olarak enflasyon ve işsizlik arasında ters orantılı bir ilişkinin var olmasından kaynaklanmaktadır. Başka bir ifadeyle biri azalırken diğeri yükselmektedir.

Monetarist görüşe göre, bütçe açığının iç borçlanma yolu tercih edilerek fonlanması halinde, uzun dönemde üretim ve istihdam oranlarını kısıtlayıcı bir etki ortaya çıkarmaktadır. Bu durumda özel sektörün kredi olarak kullanmak istediği kaynaklar kamu sektörü tarafından kullanıldığından dolayı özel sektör yatırımları için hem finansman bulma sıkıntısı ortaya çıkmakta hem de bulduğu kredilere aşırı faiz ödeme zorunluluğu oluşmaktadır. Sonuçta özel sektörü dışlama etkisi gerçekleşmektedir. Diğer bir söylemle Monetarist teori, hazine kâğıtları hane halklarına satılarak borçlanmayla fonlanması halinde, ekonomide ödünç verilebilir fonların talebi yükselmekte ve bu durum faiz seviyesini artırmıştır. Söz konusu faiz seviyesindeki yükseliş, yatırımlar için bir maliyet oluşturduğundan özel sektör yatırımlarını dışlamıştır. Bu durumda özel sektör harcamaları kamu harcamalarındaki yükseliş kadar düşerken, toplam harcama ya da milli gelir düzeyinde bir değişim gerçekleşmemektedir (Altunöz, 2013: 32-33).

1.3.2.1.5. Kamusal Seçiş Teorisine Göre İç Borçlanma

Kamu finansmanı ve kamu borçlarıyla ilgili olarak kamusal seçim okulu, 1986 Nobel ödüllü James Buchanan, Richard Wagner ve Geoffrey Brennan'ın eserlerinde daha çok ele alınmıştır. Kamu borcunun sonuçlarına daha fazla odaklanan diğer yaklaşımların aksine kamusal seçim okulu, özellikle siyaset ve piyasaların etkileşimi, mali dürüstlük, mali uzmanlık ve dürüstlükten ayrılan kurumlar üzerinde nedenselliğine daha fazla odaklanmaktadır.

Kamusal seçim yaklaşımı, siyasi ve ekonomik ilişkiler arasındaki ortak çizgiyi kabul etmemesi ve siyasi aktörlerin ortak iyiliği teşvik eden özverili, kamusal ruhlu fedakârlar olduğuna dair geleneksel düşünceye kuşkuyla yaklaşmaktadır. Kamusal seçim teorisyenleri herkesin kendi çıkarlarıyla ilgilendiğini varsayar, ancak ekonomik aktörler servet oluşturmak ve biriktirmeye çalışırken, politik aktörler zorlayıcı gücünü kullanarak kişisel çıkarlarını artırmaya çalışır. Hayatın özgürlüğü ve mülkiyeti korumak için devletin kamu harcamalarının sınırını anayasal hükümlerle kısıtlamalıdır (Salsman, 2017: 153). Bu anayasal sınırla birlikte aslında devletin büyümesi ve ekonomiye müdahalesi engellenmiş olur.

James Buchanan, kamu borçlarının gelecekteki vergi mükellefleri için bir yük oluşturduğunu ifade etmiştir. Çünkü cari borçlar sadece zamanın finansmanını geciktirmektedir. Ayrıca kamunun bugünkü gelirini artırmak için yüksek faiz ödemesi gerekmektedir. Faiz ödenmesi ulusal serveti olumsuz etkilemektedir, çünkü borçları artan kamunun kamu açıkları devamlı artmaktadır (Omelianenko, 2016: 189). Kamu borcunun vadesi geldiğinde geri ödenmesi için vergi ödeyicilerine başvurulduğundan daha az harcanabilir gelire sahip olan bireyler, bir yükü karşı karşıya gelmekte ve bu yükü hissetmektedirler (Cural, 2012: 49). Alacaklılar için ise, sadece varlıklarının bünyesinde değişiklik olmaktadır. Devlet tahvilleri yeni yatırım alanlarına yönlendirebilecek paraya dönüştüğünden alacaklılar açısından bir tatmin kaybı söz konusu değildir (Nemli, 1996: 255).

Başlangıçta Buchanan, sermaye giderlerini finanse etmek için kamu borçlarını uygun bulsa da, daha sonra bakış açısını değiştirdi çünkü kamu harcamalarının çoğunluğu sermaye harcamalarını oluşturmuyordu (Omelianenko, 2016: 189). Bunun yanında Buchanan, kamu borçlarındaki artışın ahlaki değerlerin bozulması sonucunda ortaya çıktığını iddia etmiştir. Ahlaki değerlerin yitirilmesinin Keynesyen teorisinin uyguladığı politikalardan kaynaklanmıştır. Keynesyen teori, modern politik süreç kapsamında sorumsuz bir insan modeli oluşturmada başarı sağlamış ve söz konusu insan modeli kendi milletinin sermaye birikimini son vermek amacıyla yetkilendirilmiştir. Buchanan'ın ifadesiyle Keynesyen teorisinin şekillendirdiği bu sorumsuz insan modeli, ahlaki bakımdan önemli kırılmalarla baş başa bırakmıştır (Buchanan and Wagner, 1977: 139).²⁶

1.3.2.1.6. Radikal Yaklaşım Teorisine Göre İç Borçlanma

Radikal yaklaşım teorisini savunanlara göre, kamu sektörünün işlevi özel sektörünün sermaye birikiminin artırılmasına destekleyici rol oynamaktadır. Bunun yanında sermaye kesiminin karlarını artırmak için de devlete ihtiyaç duyulmaktadır. Başka bir deyişle, sermaye kesiminin ekonomik, sosyal ve politik olarak güçlü

²⁶ Hatta gelecek nesillerin aşırı borç yüküyle ipotek altına alınması bir ahlaksızlık olarak görülmemiştir.

konumunu devletin desteği olmadan sürdürülmesi imkânsızdır.²⁷ Bu görüşe göre, borçlanma çoğu durumda vergilemenin bir alternatifidir. Borçlanmaya gidildiği zaman kamu harcamalarının finansman kaynağı için vergi gelirlerini artırmaya gerek yoktur ve bunun yanında ekonomideki toplam talep de olumsuz bir şekilde etkilenmemektedir (Arıkboğa, 2002: 18-41).

Kamu ekonomisi perspektifinde kamunun ekonomideki rolünü Marksist bakımdan ifade etmeye çalışan O'Connor, 20. yüzyılda kamunun sürekli yükselen harcamalarını tekeli sermayenin büyümesiyle ilişkilendirmektedir. Kamu ile tekeli sermaye arasında bir ortaklaşma sürecini başlatmaktadır. Söz konusu bu durum ayrıca özel sektörde sermaye birikiminin ivme kazanmasını sağlamaktadır. Aslında tekeli sermaye, sermaye maliyetlerini, uzun dönemde kamu harcaması olarak devlet bütçesinden ödenmektedir. Bu sebeple de maliyetler bütün topluma yayılmaktadır.²⁸

Diğer bir deyişle kamu, sermayenin maliyetlerini sahiplenerek sermayeye katkı sağlamaya çalışmakta ve sermaye birikimine destek vermek amacıyla harcamalarını artırmaktadır. Devletin artan kamu harcamaları sonunda, özel sektörün tekel gücü büyümektedir. Kaynak ihtiyacı içerisinde olan kamu, yüzleştiği politik tepkiler yüzünden, kamu harcamalarının vergi gelirleriyle karşılanması zor hale gelince, verginin alternatifi olan borçlanmaya başvurmayı tercih eder. Sonuçta bu borçların ödenmemesi halinde devleti mali krize sürüklemektedir. Ayrıca ekonomide var olan tekelleşme uluslararası boyut kazanıp derinleştikçe, devletin mali krizi ister istemez büyümektedir. Söz konusu olan kamunun borçlanma durumu, birkaç önlemlerle engellenebilecek konjonktürel bir olgu değildir. Bu olgu yapının iç aygıtlarından kaynaklanmış olan yapısal ve kronik bir biçime bürünmüştür (Önder v.d., 1993: 19-20).

²⁷ Eğer devlet desteği olmazsa sosyal ve ekonomik sorunlar ortaya çıkabilmektedir. Bu yüzden devlette kapitalist sınıfın çıkarını korumak için büyük şirketlere doğrudan ve dolaylı olarak destek sağlamaktadır. Örneğin bazı büyük şirketlere doğrudan doğruya mali yardım sağlaması veya eğitim sistemi üzerinde kapitalizm temel kurumlarını destek sağlamak ve bu eğitim sistemini güçlendirecek bir kontrol mekanizması kurarak dolaylı bir şekilde müdahale etmesi beklenmektedir (Savaş, 2000: 952).

²⁸ Bunun yanında O'Connor, tekeli kapitalist düzende devletin mali bir krizini sermaye maliyetlerinin toplumsallaştırılmış olmasına bağlamaktadır (Kirmanoğlu, 2013: 17).

1.3.2.1.7. Kurumsal İktisat Teorisine Göre İç Borçlanma

Kurumsal iktisat teorisi, Wesley C. Mitchell, John R. Commons ve T. Veblen gibi iktisatçıların katkıları sonucunda 20. yüzyılda ABD’de tartışmaya açılan bir teoridir. Bu iktisatçıların yanında hem Kurumsal iktisat hem de Neo-klasik iktisat yazınında bulunan John M. Clark gibi isimlerin çalışmaları bu teorinin gelişimine katkı da bulunmuştur. Söz konusu bu iktisatçıların kapitalizmin gelişim süreci ve yapısal evrimini de önem vererek ekonominin denge dışı seyrini kurumsal bir alanda açıklamayı hedef almışlardır (Biber, 2010: 4). Söz konusu görüşün en verimli olduğu dönem Birinci Dünya ve İkinci Dünya Savaşı arasındaki yıllar olarak ifade edilmektedir (Ulusoy, 2010: 64).

İktisadi tarihi açısından Kurumsal iktisat denilince akla ilk gelen iktisadi davranışların ana öznesinin fertlerin olmadığı asıl olanın kurumlar olduğu ve söz konusu fertlerin bu kurumlardan bağımsız bir şekilde hareket edemeyeceği ifade edilmektedir. Diğer bir ifadeyle kurumlar ve kurumsal yapılar ön plandadır (Ulusoy, 2010: 65). Veblen’e göre kurumun tanımı “bireylerin ve toplumun belirli ilişkileri ve işlemleri bağlamında geçerliliği olan egemen düşünce alışkanlıkları” şeklinde açıklamıştır (Şenalp, 2007: 57). Aslında kurumların gelişimi sayesinde toplumda gelişmektedir, toplumun gelişmesi sonucunda bireyler istikrarlı yapı oluşturarak belirsizliği en aza indirmektedir, kısaca bu olgular paralel şekilde ilerlemektedir.

Veblen Ayres görüşü, toplumsal gelişmenin ana kaynağı teknolojiye dönüşümü sağlamaktır (Derya: 2017, 1095). Bu görüş, hem teknoloji ve sanayileşmeyi değerli kaynağı ve hareket geçirici bir güç olarak ele alırken hem de söz konusu kurumları yeni teknolojilerin oluşturulmasını ve yeni düzenlemeleri yasaklayan önemli bir güç olarak görmektedir. Bu kapsamda, bu gruptaki Kurumsal iktisatçıların kurumların öneminden bahsetmesinin yanında bu kurumları kötülemeyi tercih ederek ikisi arasında çelişki oluşturmuşlardır (Samuels,1991:108). Eğer geleneksel kurumlar, teknolojik değişimin meydana getireceği yeniliklerle karşı karşıya gelirse, bu kurumlarda tembel bir sistem oluşmaktadır (Derya: 2017, 1095). Aksi durumda geleneksel kurumlar teknolojinin getirdiği yenilikler ile ilişki kurarsa ekonomik gelişmeyi yükseltir ve bu ilişki kurumsal politik iktisadın öncelikli ilgi alanına girmektedir (Levent, 2020: 6).

Kurumsal iktisat, teknolojinin getirdiği yenilikler sayesinde geleneksel kurumlar yerine kaliteli ve verimli kurumlar ortaya çıkmaktadır. Söz konusu bu kaliteli kurumların ortaya çıkması sonucunda ülkenin milli hasılasına katkı sağlamaktadır. Milli hasılanın artması ekonomik büyüme oranını arttırmaktadır. Ekonomik büyümedeki artışlar, borçlanma, gelir dağılımı, kaynak tahsisi ve fiyatlar genel seviyesi gibi ekonomik konularda olumlu değişimler meydana getirmektedir.

Belirli bir sistem içerisinde teknolojiye entegre olmuş kurumları olan ülkelerin kamu borcu varsa bu borçların oranı da azalmaktadır. Bunun yanında bu kurumlar gelir dağılımında eşitsizliğin azaltılması, yolsuzluğun en az indirilmesi, eğitim seviyesinin yükseltilmesi, istihdamın artması ve bürokrasinin azaltılması gibi önemli hususlarda da katkı sağlamaktadır. Sonuç olarak kurumların bu teknolojik değişimlerle bütünleşmesi ülkelerin kamu borcunu azaltmaktadır.

1.3.2.2. İç Borçlanmanın Avantajları ve Dezavantajları

Kamu borçlanmasında iç borçlanmanın ekonomi üzerinde birçok avantaj ve dezavantajları bulunmaktadır. Olumlu avantajlardan en önemlisi özel yatırımların hacim ve derinliğini artıran daha gelişmiş sermaye piyasaları sayesinde iç borçlar büyüme, enflasyon ve tasarruflar üzerinde olumlu bir ivme katmaktadır. Ayrıca iç borçlanma kâğıtlarından sağlanan getiriler bankalara bir fiyat göstergesi niteliği taşımakta bu durum özel sektör borç piyasasını büyümesine katkı vermektedir. Bunların yanında iç borçlanmaya başvurmak yabancı para cinsi borçlanmayı azaltmakta bu durum milli paranın değer kaybetmesine engel olmaktadır. Son bir avantajı olarak da dış borçlanmadan iç borçlanmaya yöneliş ülkenin dış kaynağa bağımlılığını azaltarak siyasi hesap verilebilirliği ve kurumsal yenilikleri artırabilir.

İç borcun dezavantajlarına bakılırsa, ilk olarak iç borca fazla başvurmak yüksek kamu açıklarına sebebiyet verdiği için belirli dönemler de krizlere yol açabilmektedir. Bu durum, iç borcun faiz oranı riskini veya borç çevirme riskini yükseltmektedir. Diğer bir dezavantajı ise devletin ödünç verilebilir fon piyasasında özel sektörün yatırımlarını dışlamasıdır. İç borçlar için söylenilen bu özellikler sonucunda söz konusu borcun fayda ve maliyetleri iyi analiz edilip arasındaki denge kurulmalı, sürdürülebilir makroekonomik bir ortam olmalı, etkin bir para ve maliye

politikası koordinesi oluşturulmalı, sağlam yasal altyapı ve denetleyici düzenleyici sözleşme koşulları olmalıdır. Bu söylenen koşulları içermeyen bir ülke de iç borcun avantaj ve dezavantajlarının ne tarafta olacağını bilmek zordur (Eser ve Birinci, 2014: 39-40).

Yılmaz ve Cural (2010), iç borçlanmanın ekonomide bazı olumsuzluklara sebebiyet verdiğini belirtmişlerdir. Bunlardan biri açık finansman aracı olarak kullanılan iç borçların faiz ödemelerinin bütçeden ödenmesi, bütçe açıklarını büyüten bir durum oluşturmaktadır. Bu durum karşısında faiz oranları artmakta, vade süreleri kısaltmakta ve borcun risk primi yükselmektedir. İç borçlanmanın faizler üzerinde oluşturduğu etkilerden biri özel kesim yatırımlarının dışlanmasına sebep olmasıdır. Bunun ise iki etkisi vardır. İlki yatırım maliyetlerini yükseltmesi ikinci olarak da büyüme hızını azaltmasıdır. İlaveten iç borçlanmanın ve özellikle faiz ödemelerinin ulaştığı boyut, gelir grupları arasında adaletsizliğe de neden olmakta, iç tasarrufların yatırım kanallarına aktarılmasını engellemektedir (Yılmaz ve Cural, 2010: 4).

Sargent ve Wallace (1981), iç borçlanma ile ilgili bir başka olumsuz etkiyi ele almaktadırlar. Bu kapsamda, bütçe açıklarının devamlı arttığı bir durumda enflasyonun ve parasal genişlemenin engellenmesi için iç borçlanmaya gitmek reel faizleri artırır, artan faizler için tekrar borçlanmaya gidilir. Bu borç kısır döngüsü sonucunda borçlar tekrar artmakta bunun yanında ilk baştaki enflasyon oranından daha yüksek bir enflasyon oranı ile yüzleşmek zorunda kalınmaktadır. Diğer yandan, reel faiz oranını büyüme oranından daha düşük ve daha uygun miktarda iç borçlanma sayesinde para ve maliye politikası arasındaki koordinasyonu sağlanmasıyla enflasyon dönemsel olarak tekrar kontrol altına alınmaktadır (Sargent and Wallace, 1981: 3).

Tüm bu sayılan olumsuzlukların yanında ayrıca asıl sorun ödenmemiş iç borcun ekonominin işleyişini nasıl etkilediğidir, yani geçmiş politikaların sonuçlarının (örneğin borca eklenmiş açıklar) gelecekteki ekonomik koşullar üzerinde nasıl bir etki yarattığıdır. Ödenmemiş iç borcun ekonomik etkileri, bu nedenle, borç yaratmayı içeren açık finansmanın mevcut etkilerinden ayırt edilmelidir. İç borç birikiminin devam etmesinin, sonuçta mali iflasa yol açacağı kesindir (Musgrave and Musgrave 1989: 550).

1.3.2.3. İç Borçlanmanın Nedenleri

Devletlerin borç alma nedenleri birbirinden oldukça farklı ve çeşitlidir. Örnek olarak iç borçlanmada amaç, tasarrufları teşvik yoluyla artırmak ya da belirli dönemlerde ortaya çıkan bütçe açıklarının finansmanını sağlamak iken; dış borçlanmada amaç iç borçlanma olanaklarının azaltılması, büyük boyutlu yatırımların finansmanı, ithalatın kaynağını sağlama, geçici döviz ihtiyacının karşılanması gibi nedenler olabilir (Şen ve Sağbaş, 2016: 36). Dış borçlanma üzerinde yapılan çalışmalar dış borçlanmanın iki temel nedenini önemli bulmuşlardır. İlk neden olarak iç borçlanmada mevcut kaynaklar el değiştirirken, dış borçlanmada ülkelerin yeni kaynak elde etme durumu vardır. Diğer neden ise özellikle gelişmekte olan ülkelerin Merkez Bankası yoluyla emisyonu başvurarak dış borçları ödeme kabiliyetleri yoktur. Hatta bu ülkelerin dış borçlanmaya başvurmaması durumunda ciddi borç krizleri ortaya çıkmaktadır (Panizza, 2008: 1). Bal (2001)'a göre gelişmekte olan ülkelerin diğer bir problemi sermaye kaçışlarıdır. Çünkü dışarıdan gelen sermaye yurtiçi sermayeyi oldukça olumsuz etkilemektedir. Bunun yanında bu ülkelerin bazılarında iç tasarruf oranı yeterli düzeyde olsa bile bu tasarruflar gerekli yatırımlara etkin bir şekilde kanallanmamakta hatta gösteriş tüketimi²⁹ dediğimiz yerlere aktarılmaktadır (Bal, 2001: 8).

Hükümetler kesin olarak elde edilen vergiyi almaktansa mükelleflerin ekonomik gücünü azaltmayan iç borçlanmayı rasyonel görmektedir. Çünkü vergiler mükelleflerin ekonomik gücünü azalttığından siyasi açıdan kısa dönemde iç borçlanma tercih edilmektedir. Kısa dönemde tercih edilen bu iç borçlanma politikası siyasi tarafların oylarını artırmak ve vergi yükünden kurtulmak isteyenler tarafından desteklenirken, orta ve uzun vadede vatandaşları ve siyasileri sıkıntıya sokan kamu yatırımları ile uyuşmayan problemler doğurmaktadır (Yılmaz ve Yılmaz, 2007: 11). Başka bir şekilde ifade edilirse devletler, çoğu zaman vergi sistemine yeni bir vergi koymanın veya mevcut vergi oranlarının artırılmasının zorluğu nedeniyle özellikle

²⁹ Kurumsal iktisat teorisinin önemli kurucularından olan Amerikalı iktisatçı Veblen, Aylak Sınıf teorisinde gösteriş tüketimi kavramını açıklamıştır. Söz konusu kavram günümüzde hala Neo-klasik tüketim teorisinin önemli bir eleştirisini temsil etmesinin yanında tüketimin diğer insanlar tarafından beğenilmesi ve takdir edilmesi üzerine kurulmuştur.

siyasi, sosyal ve ekonomik şartlar sonucunda iç borçlanma yolunu tercih etmektedirler. Ayrıca kamu kesiminde ortaya çıkan geçici ya da sürekli açıkların giderilmesi, devletin zaman yönünden ortaya çıkan gelir gider açıklarının kapatılması, borcun borçla ödenmesi gibi nedenler iç borçlanmaya sebebiyet vermektedir (Bayraktar, 2011: 2).

Ülkelerin iç borçlanma nedenlerini daha detaylı şekilde ele almak gerekmektedir. Bu yüzden iç borçlanma nedenlerini genel hatlarıyla şu şekilde sınıflandırılabilir (Orhan, 1996: 12-14; Akbulak v.d., 2004: 2-3; Tüğen v.d., 2018: 60) :

- Devletin gelir gider dengesinin yer ve zaman bakımından dolayı açık vermesi ve bu açığın giderilmesi,
- İzlenen iktisat politikalarının ve borç yönetiminin yanlışlığı iç borçlanmaya neden olması,
- Siyasi, ekonomik ve sosyal nedenlerden dolayı yeni bir vergi türünün sisteme eklenmesinin zorluğu veya mevcut vergi miktarının artırılmasının sınırına gelinmesi,
- Vadesi gelmiş olan borçların ödenmesi için yeniden iç borca başvurulması (röfinansman),
- KİT ve SGK gibi kamu kuruluşlarının açıklarının kapatılması ihtiyacı,
- İç ve dış şokların yaşandığı dönemde devletin dış piyasalardan kaynak temin etmenin mümkün olmadığı durumlarda, hükümetin bir maliye politikası aracı olarak iç borçlanmaya başvurmaktadır.

Günümüz itibarıyla hem gelişmiş hem de gelişmekte olan ülkeler için iç borçlanmanın ekonomi içindeki yeri giderek önemli hale gelmeye başlamıştır. Değişen sosyal ve ekonomik koşulların yanı sıra uluslararası mali ve ekonomik düzendeki değişimler, devletleri için iç borçlanmanın sürekli başvurulmuş bir kaynak haline gelmesine neden olmuştur (Orhan, 1996: 13).

1.3.2.4. İç Borçlanmanın Kaynakları

Normalde bir devletin borçlanma kaynağının yurtiçi tasarruflar olması beklenir. Fakat yurtiçi tasarrufların istenilen miktarda olmaması halinde dış tasarruflara başvurulması gereklidir. İç borçlanmada alacaklı ve borçlu aynı ekonomi içinde bulunduğundan ulusal gelir miktarında bir farklılık ortaya çıkmaz, fakat zamanla millî gelirin yapısı ve dağılımında birtakım önemli farklılıklar meydana gelir. İç borçlanma sayesinde ulusal kaynağın bir bölümünün özel sektöre, kişilere ve kamu kurumlarına aktarımı gerçekleşir. Ayrıca borcun anapara ve faiz ödemeleriyle borçlanmayla ilgili diğer ödemeler, en sonunda vergi gelirleriyle karşılanacağından ulusal gelirin dağıtımında önemli farklılıkların ortaya çıkması muhtemeldir (Şen v.d., 2007: 8).

Devlet, iç borçlanmayı birçok farklı kaynaktan yapabilmektedir. Alınacak iç borcun kaynağının yaratacağı mali ve iktisadi etkiler birbirlerinden çok farklı şekilde olabilmektedir. Bu yüzden devletin seçeceği kaynak veya tercih ettiği kaynak birleşimi çok iyi belirlemesi gerekir (Erol, 1992: 51). Belirlenen kaynak o dönemin koşullarına uygun değilse ekonomide çok ciddi çatlaklıklar ortaya çıkabilmektedir.

Hükümetler, ülkenin siyasi sınırları içindeki bireylerden, sosyal güvenlik kurumlarından ve iktisadi devlet teşekküllerinden, Merkez Bankası ve ticari bankalardan iç borçlanmaya gidebilmektedir (Beaugrand v.d., 2002: 7).

1.3.2.4.1. Bireyler ve Özel Kurumlardan Borçlanma

Bireyler elde ettikleri gelirin bir bölümünü tüketime ayırır diğer bir bölümünü de tasarruflara ayırır. Bazı kimseler de elindeki tasarruflarından belirli bir süre için kullanmayıp bu tasarrufları faiz geliri elde etmek gayesiyle devletin çıkarmış olduğu borç senetlerini satın alır. Bu borcu vermeden bireyler rasyonel olarak bu borcun ne zaman ödeneceği, bu borç sonucunda ne kadar faiz geliri elde edileceğini, borç verdikleri zamanda satın alma güçlerinin azalıp azalmadığını bilmek isterler. Eğer rasyonel birey bu konularda olumlu düşünceye kapılırsa borç verir; aksi durumda borcun ödeneceği zaman ve faiz getirisi belirsiz, devletin borcu ödediği zamanda bireyin satın alma gücünde bir azalma olacaksa borç vermekten vazgeçer (Erdem, 1996: 43). Bu söz konusu şartlar önceden de sözü edilen gönüllü isteğe bağlı borçlar

için geçerlidir. Zaten zorunlu borçlanma olduğu durumda bu şartların hiç biri gerçekleşmez. Devlet tek başına karar verici olur.

Birey ve kurumlardan borçlanmanın ekonomik etkileri de söz konusudur. Ekonomide enflasyonun olduğu dönemlerde en uygun kaynak iç borçtur. Bu süreçte bireylerin tasarruflarından borç almak yerine bireylerin tüketim harcamaları kısılarak devletin borç kaynağı sağlanmış olur. Bu sayede toplam talep ve tüketim harcamaları seviyesi düşer (Orhan, 1996: 19). Eğer ekonomide durgunluk hâkimse bu sefer de toplam talebi artırmak için kullanılmayan tasarruflara yönelim olmalıdır. Devlet yüksek seviye kaynak istediği dönemlerde özel kurumların atıl tasarruflarını elde etmek ister. Çünkü özel kurumların biriktirdikleri tasarruflar yüksek seviyede olduğu için bu tasarrufları durgunluk döneminde kullanmak daha rasyoneldir.

Ekonomik açıdan faiz oranlarının da büyük etkisi söz konusudur. Devletin sunduğu faiz oranları borçlanma açısından özel kurumlar için önem arz etmektedir. Devletin ödünç verilebilir fonlar piyasasında özel sektöre rakip olduğunda faiz oranlarında bir artış gerçekleşir. Bu durum özel kesim yatırım harcamalarını azaltarak bir dışlamaya sebebiyet verir. Azalan özel kesin yatırımları sonucunda kamu harcamaları artar, kamu kesiminin boyutu da büyümüş olur. Eğer devlet özel kesimden elde ettiği kaynakları yatırıma aktarırsa ekonomide genişletici bir etki olurken, devlet özel kesimden elde ettiği kaynakları verimsiz yerlere kanalize ederse bu durumda daraltıcı etki ortaya çıkmış olur (Yılmaz, 2015: 275-276).

1.3.2.4.2. Ticari Bankalardan Borçlanma

Bankacılık kesimi denince akla tasarruf kurumları gelir. Bankacılık kesimi kendi içerisinde bankalar, sigorta şirketleri ve özel finans kurumları olarak üç çeşittir. Daha detaylı incelenirse bankalar, özel ve kamu bankaları olmak üzere ikiye ayrılmaktadır (Erol, 1992: 61).

Devlet borç senetlerinin en büyük alıcısı kuşkusuz bankalardır. Bankaların genellikle fazla rezerve sahip olması devlet tahvillerinin bankalar yoluyla alınmasına ön ayak olur. Bilhassa ekonominin yavaşladığı ve bankalarda kredi hacimlerinin düşük olduğu dönemlerde kamu borçlanmasının önemli avantajları söz konusudur. Çünkü bankalarda kullanılmayan ve işletilmeyen fonlar, kamu borçlanma araçlarıyla

ekonomiye kazandırılmaktadır. Bunun yanında bazı durumlarda devlet piyasayı denetlemek ve ticari kredileri daraltmak gayesiyle de bankalara tahvil sattığı söylenebilir. Ayrıca enflasyonist eğilimler ortaya çıkınca bu yöntemin uygulanması tercih edilir. Fakat bu gibi olağanüstü durumlarda toplanan bu fonlar kullanılmadan tutulması veya enflasyonu artırmayacak şekilde dikkatli bir şekilde kullanılmalıdır (İnce, 2001: 82).

Türkiye’de bankacılık kesimi bir yandan devlete en çok borç veren kesim iken bunun yanında faiz oranlarına karar vererek devletten önemli bir miktarda gelir sağlamış olurlar. Bu olumsuz durumun bir nedeni Türkiye’de mali piyasaların yeterince gelişemediğinden dolayıdır (Önder v.d., 1995: 56).³⁰

1.3.2.4.3. Merkez Bankasından Borçlanma

Merkez Bankası ticari bankalar gibi mevduat kabul eden bir banka olmadığından Hazine’nin istemiş olduğu parayı basma yoluyla elde eder. Ayrıca bu para basma yöntemi devletin para politikası ile ilgilidir (Erdem, 1996: 46). Merkez Bankası’ndan borçlanma doğrudan ve dolaylı kaynaklı kullanımı şeklinde iki türlü yapılmaktadır. İlk kullanım kısa vadeli avans şeklindedir. Yani Hazine’nin Merkez Bankası’ndan doğrudan borçlanma yoludur. Bu borçlanma türüne ayrıca parasal avans ya da Hazine’ye avans denilmektedir. Diğer kullanım ise açık piyasa işlemleri ile gerçekleşmektedir. Açık piyasa işlemi yoluyla Merkez Bankası Hazine’den tahvil alıp satarak ekonominin likiditesini ve para arzını değiştirmektedir.

Hazine’nin Merkez Bankası’ndan borçlanması, bankanın borç senetlerini para basmak suretiyle alması sonucu ekonomide ilk olarak para arzının, borçlanma düzeyinde artması gerekir. Bununla birlikte banka yapısındaki nakit dengesinin yükselmesi, bankaların özel kesime daha çok kaynak verme imkânını yükselterek parasal büyümeyi artırmış olur bundan dolayı da ekonomi üzerinde genişletici etki gerçekleştirmiş olur (Yılmaz, 2015: 272-273).

Özellikle az gelişmiş ve gelişmekte olan ülkelerde Merkez Bankaları’nın bağımsız bir yapıda olamamasından dolayı, bu bankalardan yapılan borçlanmalar yüksek

³⁰ Örneğin, birçok AB üyesi ülkeler de özel finans kurumları ve sigorta şirketleri mali sistem içerisinde önemli paylara sahiptir. Bu yüzden de ülkemizdeki gibi faiz tarafında bu tür olumsuzları yaşamamaktadırlar.

düzeyde gerçekleşmektedir. Aynı zamanda bu gibi ülkeler de sık sık Merkez Bankası kaynaklarına başvurulması enflasyon oranlarının artmasını tetiklemektedir (Tüğen v.d., 2018: 66).

1.3.2.4.4. Kamu Kurum ve Kuruluşlarından Borçlanma

Devletlerin, dönem sonunda kar elde eden kamu kurumları kamuya finansman bulma görevini üstlenirler. Özellikle de, zorunlu veya yarı zorunlu belirli fonları veya kesintileri toplayan kurum ve kuruluşlar, Devlete veya diğer kurum ve kuruluşlara ödünç vererek değerlendirmek isterler (Erol, 1992: 54).

Devlet iç borçlanma araçlarının başlıca alıcıları sosyal güvenlik kurumları, iktisadi devlet teşekkülleri ve emekli sandıklarıdır. Bu kuruluşlar için devlet tahvilleri bir gelir kaynağı gibidir. Yalnız, tahvillere yatırılan paralar, bazı durumlarda bu kuruluşların yatırımlarını olumsuz etkileyebilir. Fakat milli ekonomi açısından bunun payı pek önemli sayılmaz. Çünkü Devlet de aynı parayı çoğunlukla yatırımların kullanımında harcar (İnce, 2001: 86). Ayrıca bu gibi kamu kurumları genellikle ellerinde önemli boyutta bir fon saklarlar. Söz konusu kurumlar bu fonlarla devletin borçlanmasına yardımcı olurlar. Eğer paranın değerinde istikrar sağlanır ve fiyat istikrarı olursa söz konusu kurumlar için hazine kâğıtları güvenilir bir yatırım limanı oluşturur. Bunun yanında bireylerden sonra, Devletin iç borçlanma tercihini bu kuruluşlardan yana kullanmalıdır. Çünkü bu kurumlar bankalar gibi para arzını artırmazlar. Bu kurumlardan elde edilen kaynaklar toplam talep üzerinde yavaşlatıcı etkiler yaratarak, ülke içi enflasyonun azalmasında yardımcı olabilirler (Orhan, 1996: 20).

Söz konusu kısım kısaca özetlenirse, iç borçlar ülke içi piyasalardan elde edildiğinden vadeleri ve ödeme koşulları dış borçlara oranla daha kolay bir şekilde karar verilmektedir. Bunun neticesinde hükümetler genellikle iç borçlanmayı tercih ederken devlet borçlarının birçoğu da bu borçlardan meydana gelmektedir. Bir ülkenin iç borçlanmasının ana kaynakları Merkez Bankası, ticari bankalar ve özel kişi ve kurumlardır. Fakat gelişmekte olan ülkelerin düşük tasarruf düzeylerinden dolayı ticari bankalar en önemli iç borç kaynağını oluşturmuştur (Demir ve Sever, 2008: 173). Ülkemiz açısından da iç borçlanmanın en büyük alıcıları ticari bankalar

ve kamu bankalarıdır. Özellikle son yıllarda iç borçlanma da kamu bankaları ticari bankaların önüne geçmiş olduğunu söyleyebiliriz.



İKİNCİ BÖLÜM

KAMU AÇIKLARI VE KAMU BORÇ YÖNETİMİ

2.1. Kamu Açıkları ve Finansmanında İç Borçlanmanın Ekonomik Etkileri

Ülkelerin, borcu hangi kaynaktan aldığı ekonomi üzerinden bir takım farklı etkileri söz konusudur. Örneğin borç Merkez Bankası kaynaklarından alındıysa ülke ekonomisi enflasyonist dönem yaşaması muhtemeldir ya da ticari bankalardan alınan borç ülke ekonomisini genellikle deflasyonist etki bırakmaktadır. Diğer bir önemli husus bu borcun türü ve borcun hangi kamu harcamasında kullanıldığıdır. Borç türünün, kısa veya uzun vadeli olması, elde edilen borcun cari veya yatırım harcamalarında kullanılması ekonomi üzerinde olumlu veya olumsuz etkiler gerçekleştirmektedir.

İç borçların ekonomik etkileri; ekonomik, mali ve sosyal etkiler olarak üç ana başlık altında ele alınmaktadır.

2.1.1. Ekonomik Etkiler

Hükümetlerin iç borçlanmaya giderken ortaya çıkabilecek etkileri önceden düşünerek dikkate alması gerekir. İç borçlanmanın bedeli, ekonomi ve toplum bakımından analiz edilmesi iç borçlanma politikasının temel bir görevidir. Çünkü kamunun borçlanması aynı vergi veya harcamalar gibi ekonomiyi olumlu veya olumsuz etkileyebilir (İnce, 2001: 347). Örneğin iç borcun vadesinin uzun veya kısa olması, faiz oranının yüksek veya düşük olması, borçlanma yoluyla elde edilen finansmanın harcanması ya da harcanmayarak atıl tutulması gibi durumlar ekonomiyi farklı şekillerde etkilemesi söz konusu olabilmektedir.

Yurtiçinde alınan bir kaynak olarak iç borcun kullanım şekilleri ekonomide farklı etkiler oluşturur. Buna göre devlet, borç aldığı zaman bu kaynağı tüketim, yatırım veya eski borçların geri ödenmesinde kullanabilir. Bunun yanında borçlanmanın yapıldığı ve ödeneceği zamanda ulusal ve uluslararası makroekonomik ortam

borçların farklı şekillerde etkiler oluşturmalarına neden olur. Örneğin deflasyonist bir ekonomik dönemde kamu borçlanmasıyla kamu yatırım ve tüketim harcamalarının artışı ekonomide olumlu etkiler bırakabilirken, enflasyonist bir makroekonomik dönemde bu borç politikasının hayata geçirilmesi ekonomik olarak çok olumsuz etkilere sebebiyet verebilir (Cural, 2012: 76).

Buchanan (1986)'a göre, borç ile finansmanı sağlanmış olan bir bütçe açığının ekonomik sonuçları, en kısa şekilde herhangi bir finansman biriminin kayıtlarında borç ile finansmanı elde edilen bir açığın ekonomik sonuçlarıyla aynı olmaktadır. Hem borç veren hem de borç alan için, borç araçlarının alımı ve satımı kullanılabilir kaynağın bir geçici bir yer değişimidir. Borç, alan kişiye ilk başta bütçe dönemindeki gelirinden daha fazla harcama imkânı sağlarken gelecek dönemlerde ise gelirlerden daha fazla harcamayı zorunlu kılmaktadır. Borç veren kişi ise ilk baştaki bütçe dönemindeki gelirinden daha az harcama yaparken borcun ödenmesi durumunda daha fazla harcama olanağına sahip olabilmektedir (Buchanan, 1986: 2-3).

2.1.1.1. Enflasyonist Etki

Enflasyon kavramı, bir ülke ekonomisindeki genel fiyatlar düzeyindeki devamlı yükselişler şeklinde ifade edilmektedir. Ayrıca enflasyon kavramı sadece bir mal veya malların belirli bir kısmındaki artış değil, bir ekonomide satın alınan bütün malların ortalama fiyatındaki bir artıştır. Buna göre enflasyon, aslında reel ve parasal faktörler arasındaki karşılıklı etkileşim sonucu meydana gelen bir olgudur (Kibritçiöğlu, 2001: 45). Akçay ve diğerleri (2001), çoğu ekonomistin enflasyonu parasal bir olgu olduğunu kabul ettiğini ifade etmesinin yanında enflasyonun vuku bulması halinin para arzı oranındaki artışın ekonominin büyüme oranı artışından büyük olduğu hallerde ortaya çıkabileceğini ileri sürmüştür. Bu ekonomistlerin görüşüne göre, Merkez Bankaları'nın enflasyon ile kamu açıkları arasındaki bağlantıyı, kamu açıklarını parasallaştırmadan veya hükümetin çıkarmış olduğu tahvilleri satın almadan yok edebilecekleri düşüncesindedirler (Akçay v.d., 2001: 1-2).

Devlet borçlarının etkisinin enflasyonist veya deflasyonist olduğu şeklinde iki görüş bulunmaktadır. Çoğunlukla devlet tahvillerinin satıldığı zamanlarda

enflasyonist, borcun ödenme zamanında ise deflasyonist etki ortaya çıktığı iddia edilmektedir. Devlet borçlarının deflasyonist etki yaratacağı görüşünü savunan Rolph (1957), borç miktarındaki yeni bir artış eski devlet tahvillerinin fiyatını etkilemekte bu durum ise likiditeyi artırmaktadır. Diğer bir deyişle yeni borçlanma sayesinde eski borçların fiyatları düşmüştür. Bu sayede borcun verimi de artmış olmaktadır. Fakat artan borçlanmalar nedeniyle özel harcamalar azaltmakta dolayısıyla ekonomi de deflasyonist etkiler ortaya çıkmaktadır (Rolph, 1957: 305-307). Buna göre piyasaya yeni borç sürüldüğünde ellerinde eski tahvilleri bulunan bireylerin servetlerinde azalma olduğundan, daha az harcama eğiliminde olurlar (Akbulak, v.d., 2004: 7).

Devlet borçlarının ekonomide enflasyonist etki oluşturduğunu iddia eden Due'ye (1963) göre, borçlanmanın ekonomi üzerinde ilk bakışta daraltıcı etkisi söz konusu olduğunu kabul etmektedir. Fakat elde edilen fonların harcanış tarzı ekonomi üzerinde bir takım genişletici etkileri oluşturabilmektedir. Bu genişletici etkiler aynı harcamaların vergi gelirleriyle finansmanına nazaran daha büyük olmaktadır. Buna göre borçlanmanın daraltıcı etkileri de vergilemeye nazaran daha az olmaktadır. Başka bir ifadeyle borçlanma vergiye kıyasla daha anti enflasyonisttir. Çünkü borçlanma ile elde edilen kaynakların tüketime yönelme ihtimali düşüktür. Bunun aksine büyük ölçüde birikime yönelik kaynakların olması ve tahvil satanların psikolojik olarak kendilerini daha az hissetmeleri gibi sebeplerden dolayı efektif talep üzerinde vergilerden daha az daraltıcı etkiler doğurmaktadır (Due, 1963: 524 aktaran İnce, 2001: 352).

Önder ve diğerleri (1993), kamu açıklarının para arzını yükseltmesi sonucuyla elde edilen finansmanının, enflasyon yaratacağı konusunda ortak bir görüş birliği varken kamu açıklarının iç borçlanma ile finans edilmesinde enflasyon etkisinin net olmadığını iddia etmektedirler. Ayrıca kronik borçlanmanın, enflasyon etkisi yaratacağını ifade etmişlerdir. Bunun yanında, günümüzde finansal piyasaların genişlemesi sayesinde hazinenin ihraç ettikleri, özellikle kısa vadeli borçlar, vatandaşların harcanabilir gelirlerini düşürmemekte aksine ekonomideki likiditeyi yükseltmektedir. Bunun sonucunda iç borçlanma talep düşüşüne yol açmamakta bilhassa faiz getirisi sağladıkları için ülkedeki toplam talebi yükseltmektedir. Diğer önemli bir husus ise, iç borçlanmanın vade uzunluğudur. İç borçlanmanın vadesi

uzadıkça, talep üzerindeki artırıcı etkiyi de azaltmaktadır. Çünkü iç borçların vade yapısı enflasyonist beklentileri, borcun faizi ise borç yükünü etkilemektedir (Önder v.d., 1993: 39-42).

Kamu açıklarının finansmanında kamu iç borçlanması, hem enflasyonist baskıları hem de dış kriz riskini önlemenin bir yolu gibi ifade edilmesine rağmen sık sık kullanıldığında özel kesimin kredi olanaklarını daraltmakta ve faiz üzerindeki baskıları artırmaktadır. Ayrıca iç borçlanmanın baskın bir şekilde kullanıldığı bir finansman modelinde reel faiz oranları hızla yükselmekte, borçlanma parasallaşarak enflasyonist baskıya yol açmaktadır. Bunun sonucunda reel faiz oranı büyüme oranının üzerinde devam ettiği durumlarda birincil bütçe fazlası mevcut değilse iç borç stoku artmakta ve devlet hazinesi kendini borç sarmalı içinde bulmaktadır (Dağ, 2014: 32).

Monetarist görüşe göre, fiyat istikrarının temin edilmesi yolunda Merkez Bankası'nın bağımsız karar vermesi gerektiğini iddia eder. Fakat günümüzde Merkez Bankası bağımsızlığının fiyat istikrarını temin etme bakımından eksik olacağıyla bağlantılı yeni bir teori oluşmuştur. Bu teoriye göre, ekonomideki fiyat istikrarını sağlama amacıyla uygun bir para politikası yanında uygun bir maliye politikası da zorunlu bir hale gelmiştir. Maliye politikasının kilit bir yeri olduğundan Micheal Woodford bu teoriye Fiyat Düzeyinin Maliye Teorisi (Fiscal Theory of The Price Level) ismini vermiştir (Christiano and Fitzgerald, 2000: 3).

Fiyat Düzeyinin Maliye Teorisi'ne göre, kamu açıkları para basma yoluyla kaynağı sağlanmazsa, bu kapsamda para arzında bir farklılık olmamakta fakat kamu açıkları enflasyon oranını yükseltmektedir. Bu yüzden kamu açıklarının bulunduğu ve borç stokunun ivme kazandığı bir ekonomide Merkez Bankası bütün bir şekilde bağımsız olsa da fiyat istikrarı temin etmeyebilir ve enflasyon oranının yükselebileceği durumu söz konusudur. Merkez Bankası fiyat istikrarını yalnızca kendisi sağlamayacağına göre mali otorite ile ele ele vererek fiyat istikrarını gerçekleştirmeye çalışmalıdır. Çünkü fiyat istikrarını sadece Merkez Bankası politikası ve bağımsızlığı ile gerçekleştirmeye çalışan bir devlet başarısız olabileceği gibi bunun yanında enflasyonun artmasına da sebebiyet verebilir. Bu kapsamda

Merkez Bankası para politikasıyla birlikte bütçe ve borçlanma kısıtlamaları konularında da çabalamalıdır (Günaydın, 2004: 166-167).

2.1.1.2. Tasarruf-Yatırım-Tüketim Üzerindeki Etkisi

Devlet açıklarının ülke ekonomisi üzerinde farklı etkileri söz konusudur. Lakin kamu açıklarının kaynaktaki etkisi milli tasarrufları daraltması biçiminde meydana gelmektedir. Milli tasarruf özel tasarruflar ile kamu tasarruflarının toplamına eşittir. Kamu açığı oluşması halinde, kamu tasarrufları eksi durumuna geçmektedir.¹

Kam açıklarının tasarruflar ve yatırımlar üzerindeki etkileri ilgili literatürde iki temel görüş bulunmaktadır. Bu kapsamdaki görüşlerden bir bölümü kamu açıklarının tasarrufları negatif yönde etkilediğini ifade ederken, diğer bölümü pozitif yönde etkilendiğini belirtmektedir. Bunlardan Klasik görüş, kamu açıklarının ulusal tasarrufları ve yatırımları azaltmakta ve bir dış ticaret açığının meydana gelmesine katkı sağladığını belirtmiştir. Bununda yanında oluşan bütçe açıkları, reel faiz oranlarını yükselterek dışlama etkisini oluşturmaktadır. Dışlama etkisinin boyutu, ülkeye gelen yabancı yatırımcıları cazip kılan iç faiz seviyesinin ne kadar artmasıyla ilişkilidir. Söz konusu faiz seviyelerinde aşırı artması sonucunda yurtdışından bir sermaye akışına sebebiyet vermektedir. Bu sayede ulusal para değerlenip iç yatırımların yerine net ihracat üzerinde dışlama etkisi görülmektedir (Şimşek, 2005: 2-6). Ekonomide kamu açıklarını savunan Barro'nun görüşü ise kamu açıklarının ulusal tasarruf seviyesiyle ilişkisi olmadığı, çünkü özel tasarruflardaki yükselişler oluşan kamu açıklarını dengeleyerek pasif bir duruma getirmektedir (Bernheim, 1989: 55-72). Ayrıca kamu açıklarının vergi yerine borçlanma ile fonlandığı hallerde bu durum akılcı kişilerin gözünde ertelenmiş bir vergilemeden farksız olmamaktadır. Bu yüzden kamu açıklarının tasarruf ve büyüme üzerinde negatif bir etkisi söz konusu değildir (Danışman, 2009: 5).

İnce (2001)'e göre bir ülkenin iç borçlanmaya başvurabilmesi o ülkenin tasarruf birikimiyle bağlantılıdır. Eğer söz konusu ülkenin tasarruf oranı düşük bir

¹ Örneğin, bir dolarlık vergi indirimi olduğunu varsayalım. Bu vergi indirimi kamu tasarrufunu bir dolar azaltmaktadır, fakat hane halkı da vergi sonrası gelirini bir dolar artırmaktadır. Muhtemel olarak hane halkları bu vergi indiriminin bir kısmını harcamakta olup bir kısmını da elde tutmaktadır. Bu durum milli tasarrufun kamu tasarrufundan daha az düştüğü anlamına gelmektedir (Ball and Mankiw, 1995: 3).

seviyedeysse yatırım seviyesini de olumsuz etkilemektir. Bundan dolayı da alınan borç her şeyden önce yatırım için alınmalıdır. Yatırımların artması da ülkenin kalkınma amacına yöneliktir. Kalkınma amacıyla yapılan yatırımlar, verimli, katma değerli ve istihdam yaratıcı olmalıdır. Ayrıca alınan bu borcun geri ödenmesinde sağlanan katma değer sayesinde tasarruf sahiplerinin tüketimlerini azaltma da bir etki doğurmamakta bilhassa artırmaktadır (İnce, 2001: 355). Bu kapsamda ayırt edici olan konu kamunun borçlanmayla sağladığı kaynakları hangi alanlarda değerlendirdiği ve ilgili kaynakların hangi alanlardan elde ettiğidir. Diğer bir ifadeyle kamunun azalmış tasarruf seviyesinin söz konusu olduğu piyasalardan borçlanarak bunu tekrar piyasaya aktarmaması toplam tüketim harcamalarını ya da tasarrufları azaltmaktadır. Eğer kamunun borçlanmayla sağladığı kaynakları tekrar tüketimde veya cari harcamalar için kullanması halinde oluşan etki borçlanma öncesi tüketim yapısını pek fazla değiştirmesi söz konusu değildir (Demir ve Sever, 2008: 185).²

Orhan (1996) ülkenin vergi yerine borçlanma yoluna gitmesi, fertlerin harcama imkânlarını vergiye oranla artırmaktadır. Başka bir ifadeyle fertlerin ekonomide tüketim eğimlerini düşürmemektedir. Bu durum tam istihdamın gerçekleşmediği az gelişmiş ülkeler için yatırımların ve milli gelirin artması, işsizliğin azalması gibi olumlu sonuçlar doğurabilmektedir. Tam istihdamın altında olan gelişmiş ülkeler ise özellikle kısa dönemde tüketim eğilimindeki artışlar toplam talebi de yükselteceğinden gelir ve istihdamı artırmaktadır. Uzun dönemde Harrod Domar Büyüme modeline göre, tüketim eğilimindeki bir artış sonucu ekonominin daha yavaş büyümesine yol açmaktadır (Orhan, 1996: 22). Diğer ifadeyle tüketim eğilimindeki artış ekonomik büyümeyi olumsuz etkilemektedir.

Diğer yandan borçlanmanın genel tüketim düzeyi üzerinde başka zararlı etkileri de söz konusu olabilir. Örneğin vatandaşların gelecek hakkında umutsuzluğa ve karamsarlığa kapılması gibi psikolojik etkiler doğurabilir. Bu durumda devlet tahvili

² Devlet cari harcamalarını borç ile finanse edilmesi ulusal sermaye değerinin bitirilmesi ile aynı anlama gelmektedir. Sermaye değerini gelecekte elde edilecek bir gelir kaynağının indirimi olarak ifade edersek bu gelecekteki gelirlere karşılık gelen herhangi bir maliyet sermaye değerini azaltabilir. Bu durum bir sermaye varlığının tüketimine benzer bir yol ile gerçekleşmektedir. Aslında devletin cari harcamalarının borç ile karşılanması elma ağaçları ateşlik odun için kesilmiş olur. Bu yüzdende elma ağacının mahsulü sürekli olarak azalmış olmaktadır (Buchanan, 1986: 2-3).

olan bireyler sahip oldukları büyük miktardaki bu tahvilleri elden çıkarma yoluna girişebilirler. Bunun sonucunda da hem talep seviyesi hem de ekonominin genel dengesinin kaybolmasına sebebiyet verebilmektedir (İnce, 2001: 355-356).

2.1.2. Mali Etkiler

İç borçlanma, ülke içi tasarrufların yetersiz olduğu ekonomilerde bütçe açıklarının finansmanında kullanıldığı takdirde faiz seviyeleri üzerinde negatif etkileri söz konusudur. Alınan iç borcun daha çok bütçe açıklarının finansmanında kullanılmasından dolayı ilk önemli etkisi faiz oranları üzerinde gerçekleşmektedir. Buna göre, hem atıl fonların bulunmaması hem de ülke içi tasarrufların, yatırımlardan küçük olması durumlarında hazine için yeni borç bulmanın tek yolu faiz oranlarını yükseltmektir (Sonat, 1996: 123). Hazinesinin bu kapsamda piyasadan aşırı faizle borçlanması özel kesim kaynak sağlama imkânlarını, yatırımları, üretim ve büyüme hızını azaltmakta, işsizliği yükseltmekte, reel ekonomiyi daraltmakta ve son olarak da gelir dağılımını olumsuz etkilemektedir (Gök, 2003: 17).

Ampirik çalışmalarda bütçe açıkları ile faiz oranı arasında ilişkiyi açıklamaya yönelik iki görüş bulunmaktadır. Bunlardan RET, bütçe harcamalarının vergi yerine borçlanma ile finanse edilmesi durumunda faizleri etkilemeyeceği görüşüdür. Geleneksel görüş ise borçlanmanın faizleri artıracığını savunmaktadır. İlk bakışta kamu borçlarının artması durumunda faizler artmaktadır. Fakat uluslararası fon akımlarının kolay hale gelmesiyle ve bunların büyük miktarlara ulaşması, takip edilen para politikası, ekonominin eksik istihdam da olması gibi durumlar kamu borçlanmasının faiz oranları üzerinde azaltıcı etkiler sağlayabilmektedir (Bağcı, 2001: 41-44).

Geleneksel görüşe göre, iç borçlanma gerçekleştiği durumda kişi veya firmalardan alınan borçlanma ile birlikte ödünç verilebilir fonlara olan talep artmaktadır. Bunun sonucunda ise faiz seviyesinde bir yükseliş gerçekleşmektedir. Bu yükselişe paralel olarak özel yatırım harcamalarının azalmasıyla dışlama etkisi vuku bulmaktadır. Dolayısıyla iç borçlanma hali, sermaye piyasalarının etkinliğine zarar vererek faiz seviyelerini yükseltme yönünde baskı altında tutmaktadır. Yükselen faiz seviyeleri maliyetlerin artmasına ve özel kesim yatırımlarının daralmasına sebebiyet

vermektedir. Özel kesim yatırımları ve üretimin azalması ise, fiyatlar genel düzeyini etkileyerek kamu açıklarının özel sermaye birikimini dışlamasına yol açmaktadır. (Bayraktar, 2009: 286; Ataç, 2016: 171). Bununla birlikte kullanılmayan kaynakların bulunduğu bir ekonomide tam dışlama etkisi gerçekleşmeyebilir. Mali bir genişlemenin olması durumunda faiz oranları yükselmekte bunun birlikte gelir de artmaktadır. Gelirdeki artışla birlikte tasarruf seviyesi de artmaktadır. Dolayısıyla tasarruftaki bu artış, özel harcamalar da bir değişiklik yapmadan daha büyük bir bütçe açığını finanse etmeyi sağlamaktadır. Fakat gelirin artması sebebiyle tasarruflar da artırıyorsa, bu durumda yatırımlarda aynı oranda bir azalma gerçekleşmeyebilir (Dornbusch and Fisher, 1998: 133).

Bulutoğlu (1988) göre, kamu borçlarının boyutu ne kadar büyük miktarlara ulaşırsa borcun faiz ödemeleri da bir o kadar artmaktadır. O halde artan faiz ödemeleri tahsil edilmesi gereken vergilerin yükselmesine yol açar. Vergiler kamu hizmetlerini fonlamak yerine üretime hiç katkısı olmayan borç faiz servisine ayrılmış olur. Bu durum toplum için net bir kayıp demektir. Artan vergi oranlarının bireylerin üretim arzularında ortaya çıkardığı negatif etkiler ve verginin idari maliyetlerinin yükselmesi gibi durumlar dâhil edildiğinde borçlanmanın gelecek kuşağa ikinci bir net toplumsal yükü ortaya çıkmaktadır (Bulutoğlu, 1988: 528).

Diğer taraftan literatürde Ricardian denge olarak da olarak ifade edilen bu dengenin gerçekleşmesi halinde ise devletin borçlanmasının ekonomide herhangi bir dışlama etkisine sahip olmadığı görüşü bulunmaktadır. Bu görüşe göre, ekonomi içinde var olan bireyler tüketim ve tasarruf tercihlerini uzun vadeli rasyonel öngörülerle belirlemektedir. Buna paralel olarak bireyler sürekli olarak kamu harcamalarının borçlanma ile finansmanı durumunda, borçların ödenebilmesi için gelecekte daha fazla vergi alınacağını bilmektedirler. Bunun sonucunda rasyonel bireyler bugün harcamak yerine tasarruf etmeyi tercih etmektedirler. Dolayısıyla kamu borcundaki yükselişe rağmen faiz oranlarının değişmediğinden özel yatırımların da çok fazla etkilenmesi söz konusu değildir (Bahmani-Oskooee, 1999: 639).

Sonuç olarak alınan iç borçların ekonomik üzerinde birçok etkileri söz konusudur. Bu etkilerin boyutu ülkenin o anki ekonomik şartına bağlı olmakla beraber izlenen borçlanma politikası da büyük önem taşımaktadır. Eğer uzun vadeli ve faiz oranı

düşük borçlanma politikasına gidilirse hem borcun faiz yükü azalmış olur hem de alınan borç ekonomiyi çok şiddetli bir şekilde olumsuz etkilememektedir. Bunun yanında bu borcu devlete sağlayan fertlerinde elde ettiği faiz gelirleri çok yüksek seviyede olmadığından ülke içinde gelir dağılımı adaletsizliğini de yükseltmemektedir.

2.1.3. Sosyal Etkiler

Sosyal etkiler konusunda alınan devlet borçlarının vadeleri ve kullanım sahası önemlidir. Eğer kamu borcu kalkınmaya yönelik olup alınmışsa bir yük teşkil etmemekte aksine gelecek nesillere fayda sağlamaktadır. Diğer bir husus borçlar vadesinde ödenmez ise yük açısından farklı bir sonuç ortaya çıkmaktadır. Örneğin, alınmış bir kamu borcu kalkınma hedeflerine uygun yerlerde kullanılmamış ve zamanında ödenmemiş ise bu borç yükünü gelecek kuşaklar üstlenecektir (Bülbül, 2003: 133). Bununla birlikte alınan borç doğru yerlere kanalize olmadığı takdirde ülke içi gelir dağılımını da olumsuz etkilemektedir. Bu noktada iç borçlanmanın en önemli etkilerinden birini de sosyal etkileri oluşturmaktadır. Söz konusu etkiler, gelecek nesiller üzerindeki etkisi ve gelir dağılımı üzerindeki etkisi şeklinde iki türlü ifade edilmektedir.

2.1.3.1. Gelecek Nesiller Üzerine Etkisi

İç borçların gelecek nesillere üzerine bir yük bırakıp bırakmadığı konusunda uzun bir dönemdir tartışma konusu olmasına rağmen günümüzde de bu konu üzerinde bir uzlaşma gerçekleşmemiştir. Klasik görüşe göre, kamu borçları 40-50 yıl kadar oldukça uzun vadeler sonunda ödenmesi söz konusudur. Bu dönem sürecinde borcu alan nesil ortadan kalkmış yerine yeni nesiller ortaya çıkmıştır. Bu sebeple borcun ödemesi, borcun alınmasından sonraki ilk dönemde verilmiş olan faizler haricinde gelecek nesiller bu borcu üstlenmektedir. Bu noktada, uzun dönemde borçlanma sonucunda ortaya çıkan faizlerin ödenebilmesi için vergiler artırılmakta, artan vergilerde hane halkının tüketimlerini azaltmış olmaktadır. Ayrıca vergilerin artması hane halkının tasarrufunun azalmasına sebep olarak gelecek nesillere daha az sermaye stoku bırakmaktadır (Yaşa, 1965: 246). Diğer bir ifadeyle borçlanan nesil bu borcun geri ödenmesi zamanında bulunmadığı için borç gelecek nesillere intikal etmektedir.

Gelecek nesiller ise bir takım fedakârlıkta bulunarak vergi mükellefi olmakta ve bu borcu devir almaktadırlar. Bu durumda kamu borcu gelecek nesillere aktarılmış olmaktadır.

Keynesyen görüşe göre, iç borç gerçek bir gelir olduğundan dolayı gelecek nesillere aktarılmayıp bugünkü nesiller tarafından karşılanmakta gelecek nesillere bir yük oluşturmamaktadır (Bülbül, 2003: 132-133). Keynesyen ve Klasik ekonomistler, kamu borcunun gelecek nesillere yükü konusunda farklı görüşler ifade etmesinin altında yatan temel nokta borcun hangi kaynaktan alındığıyla ilişkilidir. Keynesyen teori Klasiklerin aksine borçlanmanın hane halkı tasarruflarından yapılmadığını tüketimden yapıldığını ileri sürmüştür. Bu yüzden de yapılan kamu borcu tüketimi etkilemektedir (Erol, 1992: 97).

David Ricardo, kamu borçlarının gelecek nesillere etkisini nötr olduğunu ileri sürmüştür. Kamu harcamalarının finansmanı borç veya vergi kaynakları karşılanmasının farksız olduğu, her iki durumda da kaynaklar özel sektördeki piyasalardan elde edilmekte ve bu durum sosyal refahı azalmaktadır. Ayrıca, devletin yaptığı bir harcamayı yeni bir borçla fonlaması insanların yeni kamu borçlarını ertelenmiş vergi gibi görürler bu sayede daha fazla tasarruf ederler ve gelecek nesillere daha fazla servet bırakırlar, sonuçta gelecekteki daha büyük borçlara hizmet etmiş olurlar (Salsman, 2017: 31). Dolayısıyla, “Eşdeğerlik Teorisi” ile kamu borcunun artması, üretim miktarlarının azalmasına ve istihdam seviyesinin artmasına yol açmamaktadır, çünkü vergi yükünün artmasını bekleyen vergi mükellefleri, sürekli büyüyen borca hizmet etmek amacıyla ekonomik hale gelmektedirler (Omelianenko, 2016: 185).

Sosyal refahtaki gerçek yük, harcamanın vergilerle veya borçla karşılanıp karşılanmadığı değildir, gerçek olan artan kamu harcamalarıdır. İlave kamu harcamalarının bu iki finansman kaynağı ile karşılanması tasarruf ve sermaye birikimi azaltmaktadır. Bundan dolayı da iktisadi büyümeyi olumsuz yönde etkilemektedir. Bunun yanında Ricardo’ya göre hangi şartta olursa olsun kamu harcamaları borçlanma yoluyla karşılanmamalıdır (Holtfrerich, 2014: 65-66).

2.1.3.2. Gelir Dağılımı Üzerindeki Etkisi

Gelir dağılımı, bir toplumda milli gelirin çeşitli gelir grupları arasındaki dağılımıdır. Gelir dağılımının bir ülkenin ya da ülkelerarası karşılaştırmalarda adil olup olmadığını belirleyen endeksler kullanılır.³

İç borçlanmanın ülkenin gelir dağılımı üzerindeki etkisi birçok şekillerde ortaya çıkmaktadır. Özellikle hazine borçlanma kâğıtlarına sahip olan bireyler devlet tarafından borcun anaparasının ve faiz oranlarının ödenmesinin ülke içindeki gelir dağılımını bu bireyler lehinde oluşturmaktadır. Bunun yanında uygulama da olan vergi kanunlarındaki muafiyet ve istisnalar ve de faiz dışından sağlanan menfaatler de ülkedeki gelir dağılımını değiştirmektedir. Yine ekonomide oluşan enflasyonist ve deflasyonist etkiler, ülkenin sosyal yapısı, siyasi otoriteye güven, geleceğe yönelik beklentiler de alınan borcun gelir dağılımını üzerindeki etkisini değiştirebilmektedir.

Genel olarak borçlanmanın gelir dağılımı üzerine etkisi doğrudan veya dolaylı olarak iki türlü ortaya çıkmaktadır. Doğrudan etkiler, borçların anapara ve faiz ödemesiyle doğrudan doğruya gelir transferi şeklinde gerçekleşmektedir. Orta ve alt gelir grubundaki bireyler sınırlı seviyede devlet tahvillerine sahip olabildiğinden ve devlet tahvil kâğıtlarını elinde bulunduranlar yüksek gelir seviyesindeki bireyleri kapsadığından dolayı iç borçlanma halinde gelir dağılımındaki eşitsizlik daha da yükselmektedir. Buna göre, pozitif reel faizle uygulanan iç borçların gelir dağılımı üzerinde etkileri doğrudan ve negatif doğrultuda gerçekleşmektedir. Söz konusu borçların dolaylı etkileri ise, ekonomik büyümeyle bağlantılı şekilde olabilmektedir. Sonuçta borçlanma uzun vadede büyüme hızının düşürebileceğinden gelir dağılımını negatif alana sürüklemektedir. Artan borç miktarı da fon kaynaklarının üretken yatırımlara kanalize olmasını engel olmakta, yatırımları ve istihdam düzeyini daraltmaktadır ve dolayısıyla ülkenin gelir seviyesi azalmaktadır (Bedir ve Karabulut, 2011: 13-14).

Genel bir ifadeyle tahvil sahibi olan bireyler belirli bir gelir seviyesinin üzerindedirler. Gelişmiş ülkeler açısından faiz gelirlerinin artan oranlı vergileme tabi olması gelirin adaletli bölüşümünü sağlasa da bunun her zaman geçerli olduğunu

³ Gini Katsayısı, Logaritmik Sapmaların Ortalaması, Görelî Varyans, Treil Endeksi ve Atkinson Endeksi gibi uluslararası karşılaştırmalar.

söylemek güçtür. Çünkü toplumdaki bir kısım bireyler, devlet tahvili sayesinde elde ettikleri faiz geliri ile ödedikleri vergilerin bir bölümünü karşılamaktadır. Bir nevi devlete ödedikleri vergilerin bir bölümünü geri almış durumundadırlar. Bu bireyler yüksek gelirli grupları oluşturmaktadır. Ayrıca faiz dışındaki yan çıkarlarda gelir bölüşümündeki dengesizliği yükselterek sosyal adaleti de olumsuz etkilemektedir (İnce, 2001: 358). Devlet borçlanmayı devamlı hale getirmek için bu çıkarları, devlete borç verenlere sağlamak zorunda kalır.⁴

İç borç ödemelerinin gelir dağılımı üzerindeki etkileri özel kesim kurum ve kurumlarının aldığı borç miktarına göre de farklılık gösterebilmektedir. Özel kesimden kastedilen bankalar olmakla birlikte bu bankaların sahipleri genellikle yüksek gelir düzeyine sahip kesimlerdir. Hazine'nin çıkardığı devlet tahvillerin de en çok paya sahip olan bu kurumlar olduğu için gelir dağılımı bunların lehine çalışmaktadır (Erol, 1992: 62).

İç borçlanmanın ülkenin gelir dağılımına diğer bir etkisi enflasyonist dönemlerde olmaktadır. Bu dönemlerde özellikle devlete alacaklı olmayanlar bu olumsuzluktan bizzat etkilenmektedir. Çünkü devlete borç veren bireylerin aldıkları anaparaları fiyatlar genel seviyesinden yükselmesiyle azalırken bu azalma alınan faizle belli bir yere kadar ikame edebilir. Buna karşın devlete borç vermeyen bireyler gelirleri enflasyondan dolayı azalırken bir yandan da ödedikleri vergiler ile devlet borçlarının faizlerini finanse etmektedir. Sonuçta paranın satın alma gücündeki değişim ile gelir dağılımını devletten alacaklı olmayan bireyler aleyhinde gerçekleştirmektedir (Arsan, 1961: 193). Diğer bir ifadeyle, reel olarak değeri artan varlıklara sahip olan bireyler, yükselen enflasyonu ürettiği ya da sattığı mal ve hizmetlere fazlasıyla yansıtırlar enflasyonun etkisinden dezavantajlı değilken; sabit ücretle çalışanlar, emekli olanlar yüksek enflasyondan dolayı dezavantajlı olmaktadır (Yılmaz, 2010: 45).

⁴ Örnek olarak reel faiz sağlanmasa bile, bankalara hazine senetleri üzerinden tekrar repo yapma hakkı tanımak zorundadır. Bir üçünü korunma yolu dövizle kaçış yolu olan para ikamesi olayıdır. Borç verenler, ellerinde yüksek oranda finansman kaynağı tuttuklarından, dövizle kaçış seçeneğiyle de para değerlerini düşürmeden, negatif ekonomik etkilerden korunabilme durumları vardır (Özgen, 1999: 10).

Gelişmekte ölkeler açısından ele alınırsa örneğin ölkemiz gibi vergi gelirleri daha çok asgari ücretli ve az gelirli fertlerden alınıyorsa ve ayrıca vergi kaçakçılığı da çok yaygın hale geldiyse düşük gelirli fertlerin katlandığı fedakârlıklarla sağlanan vergilerin, borçların ödemesinde kullanılması yüksek gelire sahip olanlarla vergi kaçakçılarının lehine gerçekleşmiş olmaktadır.⁵ Görüldüğü üzere iç borçların gelirin yeniden bölüşümü yönündeki etkisi çoğu zaman vergi politikaları ile ilişkilidir. Bu sebeptendir ki hem borçlanmanın vergi politikası bakımından önemi göstermekte hem de köklü bir vergi sistemini ihtiyacı göstermektedir (Orhan, 1996: 22). Eğer borçlanmanın gelir dağılımı üzerinde etkisi minimize edilmesi isteniyorsa borçlanma politikası gereği alınan borcun maliyetinin düşük olması ve vadesinin uzun olması gerekmektedir. Fakat birçok gelişmekte olan ölkelerde iç borçlanma hem düşük maliyetli hem de uzun vadeli olarak kolaylıkla uygulanamamaktadır. Bu ölkelerde talep genellikle kısa vadeli iç borçlanma senetlerine olmaktadır. Kısa vadeli borçlanmadan ötürü faiz oranı sürekli yükselmekte bu durum borçların sürdürülebilirliğini zora sokmaktadır (Tüğen v.d., 2018: 175-176).

2.2. Kamu Borç Yönetimi

Devletlerin, küreselleşen bir dünyada bir takım kamusal ihtiyaçları gittikçe artmaktadır. Merkezi yönetimlerin bu ihtiyaçları karşılamak amacıyla daha çok kamu harcaması yapmak durumunda kalmaktadır. Bal ve Özdemir (2011)'e göre, bu kamu harcamalarını karşılayacak olağan kamu gelirleri söz konusu olmadığı zaman, devletler ya Merkez Bankası kaynaklarına müracaat ederek para basma yöntemini kullanacak veyahut söz konusu enflasyonun etkisiyle karşı karşıya kalmamak adına borçlanma yöntemini tercih etmektedir. Çoğu merkezi yönetim için dış borçlanmanın geri ödenmesinde güçlükler oluşturan bir fonlanma kaynağı oluşturduğundan ötürü merkezi yönetimlerde iç borçlanmanın önemini ve değerini ön plana çıkarmaktadır. Bu sebeple yapılan iç borçlanmada maliyet minimizasyonu, risklerin göz önünde bulundurulması zorunlu bir borç yönetim politikasını göstermektedir (Bal ve

⁵ Bunun yanında devlet burada bir aracılık rolü oynayarak gelir bölüşümünün dengesizliğini artırdığı görüşü ortaya çıkmaktadır (İnce, 2001: 358-359). Fakat günümüzde bu çeşit görüşleri kabul etmek mümkün değildir. Devlet borçlanmayı mali bir araç olarak kullanmak zorunda olduğundan hiçbir devlet bilerek ve isteyerek gelir bölüşümünde adaletsizliği yaratmak istemez (Erdem, 1996: 158).

Özdemir, 2011: 39). Bu bağlamda artan kamu borçlarının yönetimi günümüzde önemli bir konuma gelmiş bulunmaktadır.

Özellikle son 10 yıl olmak üzere, ülkelerin sağlam bir borç yönetiminin, borçlanma maliyetlerinin düşük seviyede kalmasına, mali risklerin kontrol altında tutulmasına ve iç borç piyasasının büyümesi gibi konularda ortak bir uzlaşısı söz konusudur. Bunun yanında kamu borç yönetiminin, finansal istikrarın sürdürülmesini kolaylık sağlayacağı ve yerel finansal düzenin büyümesine yardımcı olacağı belirtilmektedir. Her şeyden önemlisi etkili bir kamu borç yönetimi sisteminin dizayn edilmesinde, gelişme seviyesine ilişkili olarak ülkelerin ihtiyaçları ve dönemin koşulları önem arz etmektedir. Örneğin gelişmiş ülkelerin tecrübeleri ve bu tecrübelerle yaptıkları uygulamalar şüphesiz faydalı iken, gelişmekte olan ülkeler ve az gelişmiş ülkeler, ihtiyaçlarını ve limitlerini amaca göre tasarlayacak çarelere gerek duymaktadırlar (Balino and Sundararajan, 2008: 4).

2.2.1. Kamu Borç Yönetimi Tanımları

Borç yönetimi kavramının ne olduğu konusunda tam olarak ortak bir uzlaşısı söz konusu değildir. Söz konusu kavramın birbirinden farklı tanımları yapılabilmektedir.

2.2.1.1. Dar Anlamda Kamu Borç Yönetimi

Borç yönetimi kavramı, dar veya klasik anlamda “Borçların süresi geldiğinde ödenmesidir” biçiminde tanımlanabilir (Yıldız, 2014: 69). Ülkeler, borç yönetim stratejilerini fiskal ve fiskal olmayan iki amaca göre belirlemektedir. Buna göre, dar anlamda borç yönetimi; genellikle mali amaçla gerçekleştirilen borçlanmalarda borç kontratlarının taahhütlerini tamamlamak üzere, sınırlandırılmış mesuliyetlerini, ülkenin makroekonomik yapısı dikkate alınmaksızın, klasik borç yönetim tekniklerinin işletilmesiyle ve sadece maliyet minimizasyonu göz önünde bulundurularak oluşturulan borç yönetim türüdür (Çaşkurlu, 2007: 9). Diğer bir ifadeyle klasik anlamda borç yönetimi, para ve maliye politikalarının tamamlayıcısı

olarak ifade edilmektedir (Togo, 2007: 4). Bunlara ilaveten dar anlamda borç yönetimi, Kıta Avrupası görüşünün tanımı içerisinde yer almaktadır.⁶

2.2.1.2. Geniş Anlamda Kamu Borç Yönetimi

Geniş anlamda borç yönetim, hem mali hem de mali olmayan amaçlarla gerçekleştirilen borçlanmalarda, borcun, dar anlamdaki görüşündeki sözleşme taahhütlerini yerine getirilmesiyle birlikte iktisadi amaçlara ulaşmak gayesiyle miktar ve bileşiminde değişikliğe gidilmesidir (Çaşkurlu, 2007: 9). Başka bir deyişle borç yönetimi, ülkelerin ekonomik bir politika yaratmak gayesi ile borçların gerek büyüklüğünde, gerekse bileşiminde ortaya çıkardığı değişiklikler şeklinde ifade edilmektedir (Batirel, 2007: 164).⁷ Bu çerçevede iç borç yönetimi kavramı da ülkelerin makroekonomik hedefleri doğrultusunda devlet iç borçlanma senetlerinin miktar ve bileşiminin değiştirilmesine denilmektedir (Bal ve Özdemir, 2011: 41). Bunun yanında geniş anlamda kamu borç yönetimi, özel şirket borç yönetimine benzer çok daha profesyonel ve organize bir biçimde aktif karar alma ve hesap verme dayanaklarıyla oluşturulan, geleneksel tekniklerle birlikte modern borç yönetim teknikleri uygulanarak, stratejiler seçilerek, yönetim alanında yalnızca maliyet analizi değil, risk analizi de mecburi kılınarak ve klasik risk kaynakları yanında şartlı gereklilikleri de içeren ve genel ismiyle mali risk olarak isimlendirilen birleştirici yapı olarak yürütülmesi ve yönetilme sürecidir (Çaşkurlu, 2007: 9-10).

2.2.1.3. Kamu İç Borç Yönetimi ve Kamu Dış Borç Yönetimi

İç borçlanma ve iç borç yönetimi Hazine kurumunun finansman ihtiyacının önemli bir biçimde karşılandığı temel bir alan olarak bilinmektedir. Bu hususta nakit yönetimiyle yakından bir bağı vardır. Kamu iç borç yönetimi, nakit yönetimiyle uyumlu bir biçimde yıllık borçlanma programının hazırlanması, aylık bazda takip edilmesi ve duyurulması, borçlanma araçlarının belirlenmesi, borçlanmanın birincil piyasalarda yapılması, ikincil piyasa gelişiminin yakından izlenmesi ve piyasa

⁶ Örneğin Fransa’da başlangıçta borç yönetimi anlayışı, borcun sözleşmesinden ödenmesine kadar geçen süre içerisinde sözleşmenin her türlü işlemlerin yapılması kapsıyor iken, bu anlayış Anglo-Amerikan anlayışıyla değişime uğrayarak hem Kıta Avrupası ülkeleri hem de Fransa da borç yönetimini iktisat politikasının bir parçası olarak görmüşlerdir (Yıldız, 2014: 69).

⁷ Borcun büyüklüğü borcun miktarını; borcun bileşimi ise; borcun vadesini, faiz oranını, sahip olduğu ayrıcalıkları ve sağladığı garantiler gibi özellikleri tanımlamaktadır (Kolçak, 2014: 1).

yapıcılığı sisteminin yürütülmesi süreçlerini kapsamaktadır (Karataş, 2019: 39). Kamu dış borç yönetimi ise dış borçlarla ilgili devlet yetkililerinin sorumluluğunda yapılan geniş bir faaliyetler örgütünün limitleri tam olarak tahmin edilemeyen ve açıkça söylenmeyen bir kavramdır. Kavramsal açıdan dış borç yönetimi, dış kredilerin etkin ve akılcı bir şekilde sağlanmasını, işletilmesini ve geri ödenmesini kapsayan planlı ve ölçülü bir çalışmanın bütünü olarak ifade edilebilir. Söz konusu çalışmalar sorumlulukların organize edilmesi, verilerin toplanması, borç servislerinin tahmini, dış borcun düzeyinin ve bileşiminin kontrolü, özel ve kamu dış borçlarının izlenmesi ve kontrol edilmesi gibi birtakım yönetsel faaliyetlerin tümüdür (Geribeyoğlu, 2001: 17).

2.2.1.4. Pasif Kamu Borç Yönetimi ve Aktif Kamu Borç Yönetimi

Borç yönetimi kavramı, başka bir diğer tanımlamaya göre pasif ve aktif borç yönetimi olarak ikiye ayrılmaktadır. Pasif Borç Yönetimi; mevcut istatistiklere göre borçlanmanın düzeyine, zamanlamasına ve faydalanılacak araçlarla ilgili karar verme sürecidir. Aktif Borç Yönetimi ise; pasif borç yönetiminin yanında borcun bilhassa faiz ve kur riskine karşı sakınmasını içeren risk yönetim tekniklerinin kullanılması süreci olarak tanımlanmaktadır (Dedeoğlu, 1995: 25 aktaran Egeli ve Tandırcıoğlu, 2009: 9).⁸

2.2.1.5. Diğer Kamu Borç Yönetimi Tanımları

DPT (2001), tanımına göre kamu borç yönetimi, Hazine'nin toplam nakit ihtiyacını maliyet minimizasyonunu dikkate aldığı bir iktisat politikası sürecidir. Bu süreçte, kamunun finansman maliyetinin uzun vadede en aza düşürülmesi hedeflenir. Ayrıca hükümetin, kamu sektörü borçlarını bir iktisat ve maliye politikası aracı olarak kullanması şeklinde de tanımlanan borç yönetimi, sonuçları itibarıyla para politikasına katkı sağlamak için de tercih edilen bir yoldur. Devlet borçları bir iktisat politikası aracı olarak da ele alındığında, bu durum bütçe ile olan güçlü bağımlı zayıflatmaktadır. Sonuçta, günümüzde sırf bütçedeki finansman noksanlığını ortadan kaldırma dolayısıyla borçlanılmamaktadır. İlaveten ekonomiyi sadece etkilemek ve yönlendirmek için de borç alınması söz konusudur (DPT, 2001: 122).

⁸ Aktif borç yönetimi araçları, değişim, geri alım-satım ve türev piyasaları araçlarını kapsamaktadır.

IMF ve World Bank (2001) kurumlarının açıklamalarına göre, en geniş anlamda borç yönetimi lüzumlu olan finansmanı sağlamak, risk ve maliyet amaçlarına erişebilmek ve etkili bir hazine borç kâğıtları piyasası büyütmek ve sürdürülebilmek gibi diğer borç yönetimi amaçlarına erişebilmek için kamu borçlarının yönetimine yönelik bir strateji oluşturma ve yürütme süreci olarak ifade edilmektedir (I.M.F. and World Bank, 2001: 2).

Jensen (2003)'e göre kamu borç yönetimi, bir taraftan devletin kaynak ihtiyacının karşılanması diğer taraftan da bu ihtiyacı karşılarken katlanmak zorunda olduğu borçlanma risklerinin ve maliyetlerinin değerlendirmesi amacıyla kamu borçlarının yönetilmesine yönelik bir strateji oluşturmaktır (Jensen, 2003: 119). Diğer bir ifade ile kamu borç yönetimi, aslında kamunun fonlanmasını en düşük maliyetle karşılamak, buna ilaveten karar verdiği başka borç yönetimi hedeflerine ulaşmak amacıyla akla yatkın rasyonel bir borç yönetim stratejisinin seçilmesi ve uygulanması süreci olarak ifade edilmektedir (Ulusoy ve Kara, 2017: 30).

Güngen (2014)'e göre, borç yönetimi, kamu açıkların kapatılması ve ihalelerin düzenlenmesinden çok daha fazla bir anlamı vardır. Makroekonomik genel yönelimin yanında devletin gelecekte elde edeceği gelirin üzerindeki hak iddiasını savunan menkul kıymetler söz konusu olduğu için devletin gelirini kimlerden, nasıl elde edeceği sorusu gündeme gelmektedir. Ayrıca kendi başarısı finansal piyasaların faaliyetiyle doğrudan ilişkili bir kamu kurumu olan borç yönetimi, faaliyetlerinin kamusal olarak tanımını ve niteliğini dönüştürmesi gerekmektedir (Güngen, 2014: 18). Buna göre, kamu borç yönetiminin kurumsal çerçevesini oluşturan mekanizmalar şeffaflık ve sorumluluk kıstaslarına göre belirlenmeli ve geniş kapsamlı olarak diğer ekonomik ve mali politikalarla uygun bir biçimde yürütülmesi gerekmektedir (Şimşek, 2010: 135-136).

Tandırcıoğlu (2009) göre, modern bir borç yönetiminin belirlenmesi kamu borçlanmasının sürdürülebilir düzeyde kalmasını sağlamaktadır. Sürdürülebilir bir borç düzeyinin sağlanması ise orta vadeli ve kapsamlı bir borç stratejisinin geliştirmeye çalıştığı dört hedefin varlığına göre karar verilmektedir. Bu hedefler, devletin yıllık borçlanma ihtiyacının karşılanması, borçlanmanın maliyetlerinin azaltılması, sürdürülebilir makul bir borç yapısına ulaşarak bunu devam ettirmek ve

hem ulusal hem uluslararası seviyede piyasalara sürekli girişlerin teminat verilmesi biçiminde ifade edilmektedir (Tandırcıoğlu, 2009: 93).

2.2.2. Kamu İç Borç Yönetiminin Amaçları

Etkin bir kamu borç yönetiminin sağlanabilmesi için borç yönetimi amaçlarının açık şekilde belirtilmesi gerekir. Bu bakımdan söz konusu amaçlar şu şekildedir (Gürler, 1998: 47-49; DPT, 2001: 123; World Bank, 2001: 35-36; IMF and World Bank, 2003: 2-3) .

2.2.2.1. Kamunun Borçlanma Maliyetini En Aza Düşürmek

Kamu borç yönetiminin en temel amacının, devletin finansal ihtiyaçlarını ve ödeme gerekliliklerini orta vadeden uzun vadeye kadar mümkün olan en az maliyetle ve uygun bir risk düzeyiyle karşılanmasını sağlamaktır (Storkey, 2001: 7; Piga, 2001: 25; Togo, 2007: 20). Vade, para birimi veya faiz oranı kompozisyonu açısından kötü yapılandırılmış borç ve fonlanmamış şarta bağlı yükümlülükler tarih boyunca birçok ülkede ekonomik krizlerin tetiklenmesinde veya yayılmasında önemli faktörler olmuştur (Jensen, 2003: 119). Bu bakımdan devlet borçlanmaya gittiği zaman bir fon sepeti oluşturması gerekmektedir. Hem borçlanılan piyasa hem de borçlanmaya gidilirken piyasaya sürülen tahvillerin çeşitliliği artıkça borçların maliyetini en aza düşürmek daha mantıklı bir yoldur (Egeli ve Tandırcıoğlu, 2009: 14).

2.2.2.2. Kamunun Borçlanma Araçlarının Çeşitliliğini Artırmak ve Dağıtımını Yaygınlaştırmak

Borçlanmada kullanılan araçların çeşitliliğini artırmak borç yönetiminin bir diğer hedefidir. Sonuçta borçlanmaya giden kurumların hem ekonomik hem de mali amaçlarına ilintili olarak istedikleri finansman kaynağı ve zamanlaması değişiklik arz etmektedir (Egeli ve Tandırcıoğlu, 2009: 15). Ayrıca çeşitli özelliklere sahip borçlanma araçlarına elinde bulundurmanın borç yönetimi kapsamında iki önemli faydası söz konusudur. Bunların birincisi, pazar şartlarının çabuk ve önemli farklılıklar göstermesi halinde değişik borçlanma araçlarından faydalanılması borçlanma işlemini kolaylaştırabilme imkânı sağlamaktadır. İkinci avantajı ise borçlanma maliyetinin en aza düşürülmesi ve vade farklılıklarının giderilmesi gibi

hedefler için değişik borçlanma araçları tercih edilmesi bu hedeflere ulaşmayı kolaylaştırmaktadır (DPT, 2001: 124).

2.2.2.3. Kamu İç Borçlanma Kâğıtlarının İkinci El Piyasalarda Etkin Kullanımını Sağlamak

Etkin bir kamu borç yönetimi aynı zamanda yurtiçi finans piyasasının gelişmesine yardımcı olabilir. Bu bakımdan iyi gelişmiş bir yerli finansal piyasa ekonomik kalkınmayı kolaylaştırabilir ve ekonomiyi sermaye çıkışları gibi dış şoklara karşı daha dayanıklı duruma getirebilir (Balino and Sundararajan, 2008: 4). Ateş ve Aksoy (2018)'e göre, yurtiçi finansal piyasaların gelişmesi, borçlanma araçlarına çeşitlilik temin ettiği ve söz konusu borçlanma araçları için derin ve geniş bir ikincil piyasa alt yapısı oluşturmaktadır (Ejder ve Aksoy, 2018: 147). Derin ve geniş bir ikincil piyasa, elde edilecek borçlanmalarda fiyat ve risk unsurları bakımından önemli göstergelere imkân oluşturacağından, etkin bir kamu borç yönetimi için gereklidir (DPT, 2001: 124).

Birincil ve ikincil piyasaların gelişmişlik seviyesi de kamu borç yönetimi ile para politikası arasındaki uyumu bakımından önemlidir. Ülke ekonomilerinde eğer ikincil piyasa gelişmişse Merkez Bankası'nın para politikası değişiklikleri ve uygulamaları daha aktif kullanılmaktadır. Ayrıca devletin finansman ihtiyacı daha çok birincil piyasadaki kurumsal yatırımcılara tahvil satılarak karşılanmaktadır. Bunun aksine ikincil piyasanın gelişmediği ekonomilerde aynı kaynaklar birbirleri ile rekabete girdiği tahvil ve bono piyasasında fazla ayrışmanın olduğu ekonomilerde bu iki politika arasındaki farklılıklar belirlenememekte ve yapılan işlemler birbirlerini etkileyebilmekte, borç yönetimi ile para politikasını birbirinden ayırmak çok daha zor olmaktadır. Başka bir ifadeyle para ve tahvil piyasası geliştikçe, Merkez Bankası'nın ikincil piyasada devlet tahvili ticareti yaparak faaliyetlerini yürütmesi gerçekleşmektedir. Bu durum önemli faydalar sağlamakta, Merkez Bankası ve Maliye Bakanlığı artık birincil piyasadaki kaynağı elde etmek için rekabet etmemekte; tahvil ve bono piyasası daha az bölümlere ayrılarak bu piyasanın genel likiditesi artmaktadır (Wheeler, 2004: 43-45).

2.2.2.4. Orta ve Uzun Bir Vade Yapısı Oluşturmak

Kamu borç yönetimi işlemleri süreklilik arz etmektedir. Hazine tarafından daha önce alınan borçların vadesi geldiğinde, hazine söz konusu borçları nakit öder veya yeni borçlarla değişim yapmaktadır (Bulutoğlu, 2003: 430). Bu hususta vade değişikliklerinin giderilmesi kamu borç stokunun yönetilmesinde ana bir unsur olarak karşımıza çıkmaktadır. Örneğin, aynı dönemlere gelen toplu ödemeler veya yakın dönemlerde olan toplu girişler nakit dengesini sarsacağından dolayı etkin bir borç yönetiminin vadeyle alakalı parametreleri uygun bir şekilde denetlemesi beklenmektedir (DPT, 2001: 124).

2.2.2.5. Ülkenin Bono Piyasasının Sağlıklı Gelişimine Katkı Sağlamak

Kamu borç yönetiminde ulusal tahvil ve bono piyasasının varlığı ve geliştirilmesi önemli bir husustur. Çünkü ulusal tahvil ve bono piyasası gelişimi, borçlanma araçlarının çeşitliliğine, şeffaflığın artmasına, yatırımcı tabanının genişletilmesine ve birincil ve ikincil piyasaların derinleşmesine katkı sağlamaktadır (Ulusoy ve Kara, 2017: 36).

2.2.2.6. Kamunun Finansal Pazarlara Girişine Olanak Sağlamak

Hükümetin, bu amaca erişmek için mali piyasalarda “kaliteli” ve “güvenilir” bir alıcı olarak kabul görmesiyle gerçekleşmektedir. Bu yüzden, alıcı kapsamındaki tüm müşterilerde, elinde devlet borçlanma senedi saklama isteği oluşması başarılı bir borç yönetiminin kilit noktasıdır. Söz konusu güvenin sağlanmasının ilk koşulu hükümetin sunduğu faiz düzeyinin piyasa şartlarına uygun olması, diğer koşulu ise ödemelerin süresinde yapılmasıdır (DPT, 2001: 123).

2.2.2.7. Kamu Otoritesinin Borçlanması Sırasında Pazar Etkilerini En Aza Düşürmek

Söz konusu amaç, borç yönetiminin şeffaflaşması ve piyasaların devleti ne kadar borçlanacağı hususunda haberdar etmesine bağlıdır. Bu sayede kararsızlık ve kararsızlıktan meydana gelen risk primi minimum seviyeye getirilmektedir. Ayrıca günümüzde çoğu ülke hazinesinin ihale usulüyle borçlanması ve bunu bir program dâhilinde ifade etmesi hep bu kapsam dâhilinde yapılmaktadır. Rasyonel bireyler elindeki tasarruflarını kazancı fazla ve riski düşük olan bölgelere kaydırmak için çabalarlar. Bu durum sadece piyasadaki kararsızlıkların ortadan kalkmasıyla gerçekleşmektedir (Egeli ve Tandırcıoğlu, 2009: 15).

2.2.2.8. Toplumun Tüm Kesimini Tasarrufa Yöneltmek

Kamu borç yönetiminin önemli amaçlarından birisi de uygulanan ekonomi politikalarının merkezi yönetim tarafından kabul edilebilme durumudur. Örneğin, kamuya borç veren fon sahiplerinin orta ve uzun vadede borçların geri ödenemeyeceğine şüphesine kapılmaları, borç vermekten vazgeçmelerine yol açabilir. Bu çerçevede hazineye duyulan güven eksikliği, bir borç krizinin belirtisi olarak görülmektedir. Bilhassa kısa vadeli kamu borcunun arttığı, özel tasarrufların ise azaldığı ülkelerde borçlanma kırılma dengeleri üzerinde gerçekleşmektedir. Söz konusu durumda, yurtiçi ve yurtdışı yatırımcıların herhangi bir sebeple şüpheye düşmeleri veya hazine borçlanma kâğıdı piyasalarından ayrılmaları devletin borçlanamamasına yol açabilmektedir (Cole and Kehoe, 1998: 4 aktaran Kolçak, 2014: 2). Bunun aksine, iyi tasarlanmış ve iyi uygulanmış bir borçlanma programı yatırımcılara güven sağlayabilir. Bu sayede borç vermedeki kar oranı daraltılabilir. Buna ilaveten etkin bir kamu borç yönetimi, yerli finansal piyasanın büyümesine katkı sağlayabilir (Balino and Sundararajan, 2008: 4). Sonuçta borç yönetimi bir ülkenin güvenilirliği ve itibarını destekleyen, kamu borcuna sahip sermayesi piyasalarının ve finansal kuruluşların istikrar koşullarına düzenek sağladığı için önemli bir etken olarak görülmektedir (Das et. al., 2010: 3).

2.2.2.9. Para Politikası, Maliye Politikası ve Borçlanma Politikası Arasındaki Koordinasyonu Sağlamak

Borç yönetimi ile maliye politikası koordinasyonun sağlanmasında kilit nokta belli bir risk yönetimi kapsamında ve karar verilmiş hedefler doğrultusunda kamu borç stokunun maliyetinin minimize edilmesi ve borç stokunun sürdürülebilir seviyelerde tutmaktır (Ulusoy ve Kara, 2017: 34).

Diğer taraftan kamu borç yönetimi ile para politikası uyumunun oluşturulması hem gelişmiş hem de gelişmekte olan ülkeler bakımından epeyce önemli bir husustur. Sonuçta söz konusu kurumlar arasında uyumun gerçekleşmemesi ekonomik istikrarsızlıkları yükseltmekte, söz konusu istikrarsızlıkların yükselmesi ise alınacak politika tedbirlerinin başarı düzeyini düşürmektedir. Bunun yanında borç yönetimi ve parasal politika yöneticilerinin amaç ve öncelikleri benzer olmamasına rağmen, her ikisinin de yapısı gereği benzer noktaları fazladır. Örneğin, borç yönetiminden yetkili olan kurum Hazine, piyasa araçlarını kullanarak kamu açığının fonlanma maliyetini minimuma indirirken, para politikalarının gerçekleştirilmesinden yetkili kurum olan Merkez Bankası ise ulusal paranın istikrarını sağlamayı hedeflemektedir. Bu bakımdan borç yönetimi ile parasal yönetim arasında koordinasyonun mutlak suretle sağlanması gereklidir. Çünkü bu koordinasyon temin edilirse ekonomi ve maliye politikası başarıya kısa sürede erişebilir. Bilhassa, mali reform sürecinde para ve borç yönetimi arasındaki koordinasyon zaafılığı bu çeşit politikaların gerçekleştirilmesinde bazı sorunlara yol açabilir (Leite, 1993: 30).

Sonuç olarak söz konusu amaçlar kapsamında başarılı bir borç yönetimi için hem yurtiçi hem de yurtdışı piyasa koşullarında, maliyet ve vade unsurlarının göz önünde bulundurularak minimum maliyetli ve uzun vadeli bir borç yapısı oluşturulmalıdır. Bu kapsam dâhilinde borçlanma araçlarının çeşitleri artırılmalı ve söz konusu borçlanma araçları için derin ve geniş bir ikincil piyasa oluşturulması gerekmektedir. Bununla beraber borç programı ve mali-ekonomik programlar arasında koordinasyonun sağlanması büyük önem taşımaktadır.

2.3.3. Kamu Borç Yönetimi İle İlgili Kavramlar ve Ülke Uygulamaları

2.3.3.1. Kamu Borç Tavanı, İhtiyatlı Borç Hedefleri ve Diğer Kısıtlamalarla İlgili Mali Kurallar

Tarihteki ilk borç tavanı krizi 1953 yılında ABD’de gerçekleşti. ABD, borç tavanı hususunda aşırı riske maruz kaldı. Söz konusu riske karşı o dönemin hükümeti harcamaları daraltmak ve altının parasallaştırılmasını gerçekleştirebilmek amacıyla bazı önlemler almasına rağmen borç tavanını artırmak zorunda kalmıştır (Garbade, 2016: 1).

Borç tavanı ile ilgili çalışmalar 2011 yılındaki Avrupa Borç Krizi sonrası gündeme gelmiş olup, kamu borcunun artış gösterdiği ülkelerde reel ya da finansal şokların kredibilitiyi azaltacağından ve borçların geri ödenememe riskine neden olabileceğini göstermiştir. Söz konusu tüm bu hususlar, ülke ekonomilerini aşırı faiz oranı döngüsüne, kredi kırılganlığına ve resesyona yol açabilmektedir (Guerson and Melina, 2011: 4).

Pek çok ülkede ihtiyatlı borç hedefleri 90’lı yıllardan itibaren uygulamada yerini almıştır. Euro bölgesinde de söz konusu hedefler, 1992 yılında Maastricht Anlaşması ile Avrupa Ekonomik ve Parasal Birliği’ne geçiş şartı olarak yürürlüğe konulmuştur. İhtiyatlı borç hedefi uygulamasıyla, hem mali disiplinin sağlanması isteniyorken hem de borçlanmanın gelir ve giderler arasındaki zamanlar arası dengesizliği gidermek ve de sürdürülebilir büyümeyi gerçekleştirebilmek önemli bir amaç olarak göze çarpmaktadır.

2.3.3.1.1. Kamu Borç Tavanı

Borç tavanı uygulamaları yaklaşık olarak asırlık bir geçmişe sahiptir. Dönemsel olarak bu uygulamaların katı bir biçimde gerçekleştirildiği ya da tamamen vazgeçildiği dönemler olmuştur. Fakat borç tavanı uygulamaları hususunda, kamu ekonomisi literatüründe bir fikir birliği bulunmamaktadır (Yılmaz ve Ataer, 2019: 338).

Lima ve diğerlerine (2008) göre, kamu borç tavanı, “uzun vadeli mali sürdürülebilirliği tehlikeye atmayan büyük kamu borcu değeri” olarak tanımlamaktadır Lima et. al., 2008: 313). Fakat bazı borç tavanı uygulamalarında Türkiye gibi daha esnek uygulamalar varken ABD gibi ülkelerde borç tavanı uygulamaları daha katı kurallar şeklinde gerçekleşmektedir (Yılmaz ve Ataer, 2019: 339).

Kamu borç tavanı, ABD’de Hazine’nin borç stoku için eklenilen limite denilmektedir. Söz konusu ülkenin anayasasında bulunan bir karara göre, ABD Kongresi’nin kanunla karar verdiği bir borç tavanına erişilinceye kadar ABD Hazinesi borçlanma yetkisine sahiptir. Eğer bu borç tavanı seviyesine erişildikten sonra tekrar borç tavanı seviyesinin yükseltilmesi için söz konusu kongreden yeni bir kanun geçirilerek izin alınması gerekmektedir. Bu uygulama, 1776 yılından 1917 yılına kadar devam etti. Lakin I. Dünya Savaşı’nın gerektirdiği harcamaların karşılanabilmesi gayesiyle kanun koyucular daha esnek bir sistem arayışına yöneldiler. Bu arayış sonucunda 1917 yılında borçlanma için bir borç tavanı belirlendi. Bu borç tavanına erişilinceye kadar yapılacak borçlanmalar için Kongre’den tek tek yasa geçirilmesi zorunluluğu kaldırıldı. Ayrıca 1941 yılında çıkarılan Kamu Borçlanması Kanunuyla borç tavanı ile ilgili düzenlemelerin nasıl yapılacağına karar verildi (Eğilmez, 2017).

ABD Kongresi’nin, yıllar önce düzenlediği borç tavanı, hükümetin en fazla ödünç alabileceği borç tutarını göstermektedir. Diğer bir ifadeyle ulusal borç için bir sınırı ifade etmektedir. Eğer bir ülkede borç tavanı uygulaması varsa söz konusu ülkenin vergi gelirleri ile ilgili harcamaları karşılayamadığı söylenebilir.

2.3.3.1.2. Kamu Borç Limiti

Kamu borç limiti, siyasi ve ekonomik karar verici araçlarla belirlenemez, diğer bir ifadeyle bir ekonominin temel belirleyicileri olan büyüme oranı ve faiz düzeyleri borç limitini belirlemektedir. Bunun yanında ekonomik yaptırımlar da borç limitini etkilemektedir. Söz konusu borç limiti, hükümetlerin aşamayacağı en yüksek borç düzeyini göstermektedir (Fall et. al., 2015: 14).

OECD üye olan ülkeler arasında yapılan çalışmalara göre bu limit GSYİH'nin iki katı olarak hesaplanmaktadır. Bu borç limitinin bir ülkede konulacak ihtiyatlı borç

hedeflerinin göstergesi olması açısından önem taşımaktadır (Yılmaz ve Ataer, 2019: 339).

2.3.3.1.3. İhtiyatlı Borç Hedefleri

İhtiyatlı borç hedefleri, kamu borçlarının gelişimini etkileyebilecek makroekonomik krizleri göz önünde bulundurmalıdır. Herhangi bir ülke güvenilirliğini düşürecek riski en aza indirmek için, kamu açıklarının gelecekteki konumunu dikkate almalıdır. Doğru bir hedef belirlenmek isteniyorsa ekonomik modeller yardımıyla kamu borçlarının gelişimi kontrol edilmelidir (Fall et. al., 2015: 35).

İhtiyatlı borç hedefleri, maliye politikasının sürdürülebilirliğini ve olumsuz şoklarla başa çıkmak için yeterli politika alanı sağlamak amacıyla bir maliye politikası görevi görebilir. Bunun yanında ihtiyatlı borç hedefleri, piyasaları yeniden güvence altına alan ve bu sayede risk primini ve aktif maliye politikasının maliyetini azaltan taahhüt aracı sağlamaktadır (OECD, 2015: 1). Çetin (2018) borç hedeflemesini, politik istikrarsızlığın gelecekteki makroekonomik performans üzerinde meydana getirdiği negatif etkilerin daraltılmasında katkı sağlayacağını belirtmektedir (Çetin, 2018: 50).

İhtiyatlı borç hedefleri kavramı, ekonomik büyümeyi maksimize etmek, maliye politikalarının etkinliğini artırmak ve hükümetlerin hareket alanlarını genişletmek amacıyla uygulanması gereken borçlanma seviyesi olarak ifade edilmektedir. Ayrıca ihtiyatlı borç hedeflerinin amaçlarını şu şekilde sayılabilir; kamu otoritesinin sınırsız borçlanmasının önüne geçmek, güvenli bir çevre tesis etmek, mali alanı korumak, risk primi ve maliye politikalarının maliyetlerini azaltmak şeklindedir (Yılmaz ve Ataer, 2019: 339).

Türkiye gibi OECD üyesi gelişmekte olan ülkelerde bu hedef %60 olarak hesaplanmakta olup, bu tür ülkelerin istikrarsız yapıları ve dış şoklara karşı açık olmaları sebebiyle ideal olarak %30 ve %50 arasında ihtiyatlı borç hedefleri belirlemeleri zorunlu tutulmaktadır (OECD, 2015: 3).

2.3.3.2. Kamu Borç Yönetiminde Ülke Uygulamaları

Birçok ülke, borcun minimum maliyetleri ve uygun risk düzeyleri ile gerçekleştirilmesini imkân sağlayacak stratejiler belirleyerek, farklı döngüsel gelişmeler kapsamında, kamu borç yönetimi süreçlerinde ekonomik dengenin sağlanmasını hedeflemektedir (Yılmaz ve Ataer, 2017: 33-34). Bunun yanında yaşanan ekonomik şoklar, kamu borç yönetiminde etkinliği artırmakta ve borç yönetim araçlarının etkin borç yönetim politikalarıyla uygulanmasını önemli bir hale getirmektedir (Akar, 2010: 1).

OECD ülkeleri, küresel ekonomik krizin etkisinde kaldıklarından borçların yükselen risk seviyelerine ve aşırı borç yüküne çözüm bulmak amacıyla ekonomik şartlar bakımından etkin bir borç yönetim stratejileri benimsemeye çalıştılar. Söz konusu bu stratejiler her ülke için farklılık göstermektedir.

2.3.3.2.1. İsveç

1789 yılında kurulan İsveç Ulusal Borç Yönetimi Ofisi kamu borç yönetim ofisinin ilk örneğini temsil etmesinin yanı sıra 200 yıl süresince parlamentonun kontrolü ışığında devlet borçlanma işlemlerinden sorumlu olmuştur. İsveç Anayasası ve kamu borç yasasında yapılan değişimlerle 1989 yılında parlamento borçlanma yetkisiyle ilgili yetkilerini hükümete vermiş, hükümet de bu yetkisini İsveç Ulusal Borç Yönetimi Ofisi'ne aktarmıştır (United Nations, 2006: 29). Bu aktarım sonucunda, borç politikasının yönlendirilmesi ve değerlendirilmesi için mevcut süreç 1998'den beri borç ofisi tarafından gerçekleştirilmektedir (Swedish National Debt Office, 2019: 3).

İsveç Borç Yönetim Ofisi, genel kurul niteliğinde yapılan ve hükümete rapor veren bir yönetici tarafından yürütülmektedir. Bu kurul üyelerinin tamamı hükümet tarafından seçilmekte, bir genel direktör ve yedisi üye olmak üzere toplam sekiz kişilik bir ekibi temsil etmektedir. Mevcut kurulda ayrıca biri Maliye Bakanlığı'nın üst düzey görevlisi olan üç ekonomi profesörü bulunmaktadır (Magnusson, 1999: 14). Diğer bir ifadeyle söz konusu borç ofisi, merkezi hükümetin mali yöneticisi konumundadır. Merkezi hükümet içinde, finansal piyasalarda ve dolayısıyla ulusal ekonomide önemli bir rol oynamaktadır.

Genel kurul normalde yılda altı kez toplanır ve hükümete borcun yönetimine ilişkin yönerge teklifi hazırlar. Hükümet tarafından çıkarılan yönergelerin uygulanma şekline ilişkin ilkeler ve verilere karar verir. Bunun yanında kurul, Borç Ofisi'nin Hükümete sunduğu ara ve yıllık raporlar, bütçe verileri, denetim raporları ve iç denetim planları ile ilgili kararlar alır (Magnusson, 1999: 14).

Merkezi yönetim borcunu yönetmenin amacı, yönetiminde risk unsuru dikkate alınarak uzun vadede borcun maliyetini minimuma düşürmektedir. Merkezi yönetim borcu, para politikası gereklilikleri çerçevesinde yönetilmelidir (Sweden Budget Law 2011: 203 aktaran Swedish National Debt Office, 2020: 4). Diğer bir ifadeyle borç yönetimi ofisinin en temel amacı, para politikasının çizdiği limitler kapsamında borçlanmak ve oluşan bütçe açığını uzun vadede minimum maliyetle karşılamasını sağlamaktır (Cassard and Folkerts-Landau, 1997: 14). Bu borç yönetim ofisi kamu adına genellikle şu şekillerde borçlanmaktadır (Magnusson, 1999: 10; Swedish National Debt Office: 2020) :

- Hem cari açıkları kapatmak hem de yerli bütçeden yapılan diğer giderlerin kaynağını tedarik etmek,
- Kamu borçlarının vadesinden önce itfa etmek, kamu borçlarının ödemesini gerçekleştirmek ve borçlanma araçlarını yeniden satın alımını gerçekleştirmek,
- Kredi vermek ve kamunun verdiği garantileri belirlene şartlarda uygulamak,
- Merkez Bankası'nın döviz rezervleriyle ilgili taleplerini sağlamak,
- Nükleer atık yönetiminin finansmanını sağlamak,
- Mevduat sigortası ve yatırımcı koruma programlarından sorumlu olduğundan bankalar için devlet desteğini yönetmek.

İsveç Borç Yönetimi Ofisi, devletin borçlanmasından ve borç yönetiminden sorumludur. İsveç'te ve yurtdışındaki bankalar, fonlar, sigorta şirketleri ve diğer yatırımcılar tarafından satın alınan devlet tahvilleri ve diğer menkul kıymetleri ihraç etmektedir. Söz konusu borç ofisi borç yönetim faaliyetlerini dokuz farklı ünite vasıtasıyla gerçekleştirmektedir. Bu üniteler; finansal istikrar, garantiler, borç yönetimi ve nakit yönetimi operasyonel faaliyetleri; hukuk müşavirliği, ekonomik

analiz, bilgi servisi, personel işleri ve destek üniteleri ise operasyonel ünitelerin çalışmalarına katkı sağlayan diğer fonksiyonları sağlamaktadır. Bununla birlikte iki personel temsilcisi ve bir denetim komitesi bulunmaktadır.⁹

İsveç ülkesinin 2010-2019 arası dönemde kamu borç yönetim göstergelerine bakıldığında borç yönetim ofisinin başarılı bir performans sağladığı görülmektedir. Çünkü İsveç, bu dönemde kamu borç yönetimi alanında iyi bir gelişim çizgisi sağlamıştır. Söz konusu dönem aralığında merkezi yönetim borç stoku/GSYH oranındaki azalmalar, uzun vadeli ve kısa vadeli faiz oranlarındaki düşüşler sayesinde merkezi yönetim faiz ödemeleri/GSYH oranı son üç yıllık dönemde sıfırın altına kadar gerilemiştir (Tablo 2.1). Kuşkusuz, İsveç Kamu Borç Yönetimi Ofisi'nin para politikası kurumundaki yöneticilerle tam bir uyum içinde çalışması, siyasi otoritesinin müdahalesi olmaması ve en önemlisi kurumun içerisinde çalışanların profesyonel kişilerden oluşması kamu borç yönetimi etkinliğinin sağlanmasında önemli kriterleri oluşturmuştur.

Tablo 2.1: İsveç'te Kamu Borç Yönetiminin Bileşenleri

Yıllar	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019
Merkezi Yönetim Borç Stoku/GSYH	37,78	38,13	37,97	39,71	43,98	42,08	40,77	37,91	35,93	32,03
Uzun Vadeli Faiz Oranları	2,89	2,61	1,59	2,12	1,72	0,72	0,52	0,66	0,65	0,05
Kısa Vadeli Faiz Oranları	0,50	1,66	1,25	0,93	0,42	- 0,29	- 0,66	- 0,70	- 0,69	- 0,42
Merkezi Yönetim Faiz Ödemeleri/GSYH	0,26	0,32	0,10	0,10	0,04	0,04	-	- 0,04	- 0,03	- 0,14

Kaynak: OECD'nin genel ve merkezi yönetim borç istatistiki verileri kullanılarak hazırlanmıştır.

⁹ Detaylı bilgi için bkz.: United Nations, (2006: 30); Swedish National Debt Office, (2020).

2.3.3.2.2. Yeni Zelanda

Yeni Zelanda Borç Yönetim Ofisi, 1988 yılında kurulup modern anlamda kurulan ilk borç yönetimi ofisi olarak bilinmesinin (Wheeler, 2004: 1) yanında 25 yılı aşkın süredir uluslararası borç piyasalarında faaliyet göstermektedir (New Zealand Debt Management, 2020). Borç yönetim ofisi hükümetin borcunu ve genel nakit akışlarını yönetmekten sorumlu olan kurumdur. Söz konusu ofisin kurulması sayesinde kamu borç yönetimi politikası, para politikası amaçlarından ayrıştırılmıştır. Bunun yanında kamu borç yönetimi stratejisi, Yeni Zelanda Borç Yönetimi Ofisi vasıtasıyla gerçekleştirilme yolu açılmıştır. Söz konusu borç ofisi, kur sepeti ve faiz duyarlılığı kapsamında borçların için stratejik ilkeler ve portföy yöneticisine de taktik pazarlık limitleri tavsiye eder. Bu her iki işlemde Maliye Bakanlığı'nın onayından geçme zorunluluğu vardır (Cassard and Folkerts-Landau, 1997: 16).

Borç yönetim kurumunun en temel amacı hükümetin borçlanma gereksinimlerini yerine getirmek amacıyla riski uygun bir seviyede tutarken maliyetleri en aza indirecek şekilde borcu yönetmektir (New Zealand Debt Management, 2020). Diğer bir söylemle, borç yönetimi ofisinin temel amaçları; mali stratejiler kapsamında tahmin edilen maliyetleri dikkate alarak, hükümetin risk hedefleriyle uyumlu minimum riskli bir portföy sağlamak ve yükümlülüklerin döviz ve vade yapılarını varlıkların döviz ve vade yapılarıyla uyumunu sağlamaktır. Bu kapsamda borç ofisi, 1996 yılından beri kamunun döviz cinsinden olan borçlarını daraltma ve aşamalı bir şekilde bitirme stratejisi içinde bulunmaktadır. Bununla birlikte borç yönetimi ofisinin sağladığı diğer bir strateji ise tüm finansal sorumlulukların günlük olarak kontrol edilmesi ve özel sektör yönetimi uygulamalarını borç yönetimi etkinlikleri kapsamına almasıdır. Söz konusu kurumun borç portföyünü yönetmesinde risklere daha çok önemiyet vermesi, risklerin maliyetlerden daha önemli olduğunu göstermektedir (Köstekçi ve Yıldız, 2019: 142). Söz konusu borç yönetim ofisinin başlıca sorumlulukları şunlardır (New Zealand Debt Management, 2020);

- Hükümetin brüt borçlanma ihtiyacını finanse etmek, Yeni Zelanda doları ve döviz varlıklarını yöneterek tüm işlemlerin muhasebesini gerçekleştirmek,

- Portföyü ve onunla ilişkili riskleri verimli bir şekilde yönetmek için uygun bir çerçeve sürdürmek ve geliştirmek,
- Borç ofisi departmanlarına nakit ödeme yapmak ve departmanların nakit yönetimini kolaylaştırmak,
- Mali tahmin ve mali tablolar için raporlama sağlayarak çeşitlendirilmiş bir finansman tabanını sürdürmek,
- Uygun olduğu durumlarda Yeni Zelanda devlet tahvillerine sahip olan veya potansiyel sahipleri olan yatırımcılar ve mali araçlar ve uluslararası kredi derecelendirme kuruluşları ile ilişkileri geliştirmek.

Yeni Zelanda Borç Yönetim Ofisi, Hazine içerisinde kurulan bir kurum olmasına rağmen politik alanda belli bir seviyeye kadar özerk olup danışma kurulu bulunmaktadır. Bu kuruldaki uzman kişiler tarafından yılda dört kez toplantı yapılmaktadır. Söz konusu kurulun amacı, borç yönetim ofisinin karar alma ve denetleme faaliyetlerine şeffaflık sağlamak ve stratejik, operasyonel yönetimi konularında denetim ve danışmanlık faaliyetlerini yürütülmesini gerçekleştirmektir (Cassard and Folkerts-Landau, 1997: 16). Bu borç yönetimi ofisi, portföy yönetim ekibi, risk ve teknoloji ekibi ve muhasebe işlem ekibi olarak üç birime ayrılmışlardır. Bu ayrışma nedeni tıpkı özel sektör finansal kuruluşlarının ön, orta ve arka ofis şeklinde yapılanmasından kaynaklanmıştır.

Yeni Zelanda'nın 2010-2019 dönem aralığında ilgili kamu borç yönetimi verileri incelendiğinde, merkezi yönetim borç stoku/GSYH oranı, 2010 yılında %38,51 iken 2013 yılında %52,63 seviyesine çıkarak en yüksek düzeye gelmiştir. 2013 yılından sonra bu oran günümüze kadar kademeli bir şekilde düşmüştür. Uzun ve kısa vadeli faiz oranları son yıllarda ikinin altına kadar gerilemiştir. Bunun yanında merkezi yönetim faiz ödemeleri/GSYH oranı 2017 yılında en düşük seviyesini görürken 2018 yılında tekrar yükselmiştir (Tablo 2.2). Bu veriler kapsamında, Yeni Zelanda Kamu Borç Yönetim ofisinin, merkezi yönetim faiz ödemeleri/GSYH oranı dışında diğer üç oranda başarı sağladığını söyleyebiliriz.

Tablo 2.2: Yeni Zelanda'nın Kamu Borç Yönetimi Bileşenleri

Yıllar	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019
Merkezi Yönetim Borç Stoku/GSYH	38,51	44,92	49,63	52,62	47,54	46,74	43,54	41,9	-	-
Uzun Vadeli Faiz Oranları	5,60	4,95	3,69	4,09	4,30	3,42	2,76	2,99	2,75	1,65
Kısa Vadeli Faiz Oranları	3,00	2,80	2,67	2,66	3,42	3,24	2,33	1,96	1,95	1,52
Merkezi Yönetim Faiz Ödemeleri/G SYH	0,52	0,74	0,86	0,53	0,57	0,59	0,51	0,48	0,60	-

Kaynak: OECD'nin genel ve merkezi yönetim borç istatistiki verileri kullanılarak hazırlanmıştır.

2.3.3.2.3. İngiltere

İngiltere'de 1998'e kadar kamu borç yönetim faaliyetleri Merkez Bankası tarafından gerçekleştirilmiştir. Bu yıldan sonra İngiltere Kamu Borç Yönetim Ofisi'nin kurulmasıyla tüm borç yönetim işlemleri borç yönetim ofisine geçmiştir. Söz konusu borç yönetimi ofisi, riskleri dikkate alarak hükümetin uzun vadede finansman maliyetini minimum seviyeye düşürmek ve nakit akışı hareketlerini kontrol etmekle yetkilendirilmiştir (Coe et. al, 2000: 2; Allen, 2012: 28; UK Debt Management Office, 2020). Bununla birlikte borç yönetim ofisinin kurulma amacı para politikasının borç yönetim politikası üzerinde zorlamaları en aza indirmek ve para politikası ve borç yönetim arasındaki görev dağılımını daha belirgin hale getirmektir (Currie and Valendia, 2002: 10 aktaran Tandırcıoğlu, 2004: 189; UK Debt Management Office Debt Management Report, 2019: 3).

İngiltere Borç Yönetimi Ofisi'nin ana amacı, hükümetin uzun vadede riski dikkate alarak finansman maliyetini en aza indirmeye yönelik borç yönetimi politikasını gerçekleştirmektir (Mylonas et. al., 2000: 27; UK Debt Management Office Business Plan, 2019: 2). Borçlanma koşullarında etkinliği sağlayabilmek için birtakım stratejik hedefleri uygulamaya koymuştur. Söz konusu hedefler şunlardır (UK Debt Management Office Business Plan, 2019: 5);

- Kamunun nakit ve kamu borç yönetimi stratejisiyle ilgili önerilerde bulunarak, gelişimini ve uygulamasını mümkün kılmak,
- Kamu bilançosunun yönetimiyle ilişkili hususlarda Hazine'ye öneriler sunmak ve operasyonel hizmetlere imkân sağlamak,
- Kamu idarelerine toptan satış piyasası ile bağlantılı hususlarda ve faaliyetler hakkında öneriler sunmak,
- Tüm yatırımcılar için makul maliyetli hizmetler sunmak,
- Yerel yönetim kurumlarına Kamu İşleri Kurulu vasıtasıyla makul maliyetli borç verme fırsatı sağlamak,
- Etkin ve uygun maliyetle, Kamu borç yönetim ofisinin yönetilmesini uygulamaya koymak,
- Makul bir risk ve kontrol çerçevesi geliştirmek ve uygulamak, şeklinde belirtilmiştir.

Tablo 2.3: İngiltere'nin Kamu Borç Yönetimi Bileşenleri

Yıllar	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019
Merkezi Yönetim Borç Stoku/GSYH	80,9	94,3	98,3	94,4	105,3	104,1	114,0	111,8	108,5	-
Uzun Vadeli Faiz Oranları	3,62	3,14	1,92	2,39	2,57	1,90	1,31	1,24	1,46	0,94
Kısa Vadeli Faiz Oranları	0,70	0,87	0,83	0,51	0,54	0,57	0,50	0,36	0,72	0,81
Merkezi Yönetim Faiz Ödemeleri/GSYH	2,54	2,80	2,53	2,49	2,36	2,01	2,16	2,42	2,18	1,89

Kaynak: OECD'nin genel ve merkezi yönetim borç istatistiki verileri kullanılarak hazırlanmıştır.

İngiltere'nin 2010-2019 dönemi kamu borç yönetimi verileri incelendiğinde, uzun ve kısa vadeli faiz oranları birin altına kadar düşmüştür. Bu düşüşler sayesinde merkezi yönetim faiz ödemeleri/GSYH oranı 2019 yılında ikinin altına kadar gerilemiştir. Fakat, merkezi yönetim borç stoku/GSYH oranı, 2010 yılında %80,9 iken 2016 yılında %113,8 seviyesine gelerek bu dönem aralığında en yüksek seviyesini görmüştür (Tablo 2.3). 2017 yılıyla birlikte bir miktar düşüş gerçekleşmesine rağmen hala çok yüksek seviyelerde olup bu oran İngiltere Kamu Borç Yönetimi Ofisi için alarm niteliğindedir.

1992 yılında uygulamaya konulan Maastricht Kriterleri kapsamında kamu borç stoku/GSYH oranının %60'ın üzerinde olmaması beklenmektedir. Bu kapsamda İngiltere'nin 2010 yılı ve sonrası dönemde bu hedefi tutturamadığı görülmektedir.

ÜÇÜNCÜ BÖLÜM

TÜRKİYE’DE 2000 – 2020 DÖNEMİ İÇ BORÇ YÖNETİM POLİTİKALARI VE YURTIÇİ ORJİNAL GÜNAH İLİŞKİSİ

3.1. İç Borcun Tarihsel Gelişimi

Türkiye ekonomisinde iç borçlanma, 1980 yılından itibaren önem kazanması ile hızla artma eğilimine girmiş ve günümüzde büyük boyutlara ulaşmıştır. Bu bakımdan söz konusu dönem başlangıç yılı olarak kabul edilmiştir. Bunun yanı sıra ülkemizde hem borçlanmaya olan ihtiyacın giderek artması hem de önceki dönemlerdeki borçların anapara ve faizlerinin ödenebilmesi için tekrardan borçlanmaya gidilmesi borç stokumuzun sürekli olarak yükselmesine neden olmuştur. Netice olarak da iç borç stokunun artması, iç borçlanma politikasını önemli hale getirmiştir. Bu sebeple de iç borçlanma politikasını sağlıklı bir şekilde analiz edebilmek için iç borçların tarihsel seyri içinde gelişiminin incelenmesi gerekmektedir.

3.1.1. 1980 Yılı Sonrası İç Borçların Tarihsel Seyri ve Uygulanan Makroekonomik Politikalar

3.1.1.1. 1980-1989 Dönemi

Türkiye ekonomisinde 1980 yılı kriz dönemi olmuştur. Başlangıç yılı 1977’ye kadar uzanan ekonomik kriz, 24 Ocak 1980 kararları ile başlatılan bir şok tedavisinin 12 Eylül 1980 tarihli askeri darbenin getirdiği imkanlarla devam ettirilmesi sonucu büyük ölçüde giderilmiştir. Fakat 1980 yılı, önceki yirmi yıla damgasını vuran düzenleme biçiminin veyahut iktisat politikası modelinin kökten değiştirildiği bir dönem olmuştur (Bal ve Özdemir, 2010: 84). Türkiye bu yıldan itibaren Keynesyen politikaları terk eden, borçlanmaya ağırlık veren, arz yönlü ekonomi politikasının etkisinde kalan, para politikasını belirli bir programa zorunlu tutmaya çalışan bir genel ekonomi politikasında olmuştur. Bu politika hususunda TL’nin en az enflasyon kadar değerinin düşmesine bağlı olarak bir dış ticareti destekleyen kur politikası ve piyasalara yönelik serbestleştirme politikaları gerçekleştirilmiştir. Yani, ithal ikamesi

politikasının yerine büyük ölçüde dış ticarete dayalı sanayileşme politikasına geçmiştir (Eğilmez ve Kumcu, 2012: 190). Bunun yanında 24 Ocak kararları, Türkiye ekonomisinde temelde denk bütçe ve sıkı para politikalarıyla ekonomide çok yüksek seviyelere ulaşan enflasyonu düşürmeyi hedef aldığı söylenebilir.

Özellikle 1980’li yılların ikinci yarısından itibaren Türkiye ekonomisinde pek çok alanda reformların yapılmaması, ekonomi ve politikadaki istikrarsızlık, kamu açıklarının iç ve dış borçlanma karşılanması ve tüm bunların sonucunda da bütçe açıkları artmıştır. Bütçe açıklarının artması da kamu kesimi borçlanma gereğini hızla arttırmıştır. KKBG, GSYH’ye oranı 1980 yılında %6 seviyesine gelmiştir. 1981 yılından 1989 yılına kadar yaklaşık olarak bu oran %3,5 seviyesinde kalmıştır (Tablo 3.1).

Türkiye ekonomisinde oluşan kamu kesimi borçlanma gereği 1980’li yıllarda dış borçlanma ile karşılanmışken, 1990’lı yıllarda ise genel olarak iç borçlanma ile karşılanmıştır (Kesik, 2003: 92).¹ Bu sebeple 1990’lı yıllar iç ve dış şokların sürekli hissedildiği bununla ilintili olarak çeşitli ekonomik krizlerin ortaya çıktığı bir dönem olarak göze çarpmaktadır (Dikkaya ve Özyakışır, 2008: 148 aktaran Bal ve Özdemir, 2010: 85). Dış borçların yapılması gereken ödemelerin tamamını karşılayamaması sonucunda Hazine 1985 yılının Mayıs ayından itibaren ihale yöntemiyle satış uygulamasına geçmiş ve düzenli bir iç borçlanma politikasının başlangıç dönemimini oluşturmuştur (Önder v.d., 1995: 50). Bu kapsamda 1986 yılında borç idaresi değiştirilmiş, Bütçe Kanununa, bütçe açıklarının net borçlanma gelirleri ile karşılanacağı ibaresi eklenmiştir. Söz konusu dönemden itibaren devlet borçlarının idaresi hazinenin bütçe dışında tutmuş olduğu borçlanma hesapları ile takip edilmiştir (Oskay, 2004: 126). Bu düzenlemelerin etkisiyle, dış borçlanma iç borçlanma ile ikame edilmesi durumu gerçekleşmiştir (Önder v.d., 1995: 50). Ayrıca 1989’da yürürlüğe giren 32 sayılı TPKKK Kanunu, yabancı sermayeden

¹ 1980-1985 yıllarını kapsayan dönemde, kamu finansmanın %15’inde iç borçlanma kaynağı kullanılırken, 1993 yılında söz konusu oran %27,1’e çıkmıştır (Sakal, 2002: 42).

faydalanmayı sağlamış ve bu dönem kambiyo rejiminin gittikçe serbest kaldığı bir dönemin başlangıcı olmuştur.²

Genel bir ifade ile kamunun artan açıkları bilindiği üzere Merkez Bankası'ndan kısa vadeli avans yolu, dış borçlanma ve iç borçlanma olmak üzere üç kaynaktan karşılanmaktaydı. Bunlardan ilki enflasyonist baskıları artıcağından dolayı Hazine ve Merkez Bankası arasındaki para programıyla sınırlandırılmıştır. Dış borçlanma küresel finans merkezlerinin konjonktürel sınırlamaları ve yerli mali piyasaların genelde istikrarsız ve kırılgan görünümünden dolayı istikrarlı bir kaynak yaratamamıştır. Bunun sonucunda 1988'den sonra kamunun net anlamda dış borçlanması çok düşük seviyelerde oluşmuş, bilhassa 1994 sonrasında da eksi bakiye vermiştir (Yeldan, 2013: 117). Dış borçlanmada durum böyleyken kamu kesimi borçlanma gereği giderek artan düzeyde iç borçlanma kağıtlarının oluşturduğu kaynağa ivmesini çevirmiştir. Bu kapsamda iç borç stokunun GSYH'ye oranı 1980 yılında %10,3 iken 1981 yılından 1989 yılına kadar yaklaşık olarak bu oran %15,5 seviyesine yükselmiştir (Tablo 3.1).

İç borçlanmanın sürekli artarak sarmal haline gelmesi sonucunda borçların ödenmesi için tekrar borçlanılmasını zaruri kılmış ve bu durum faiz oranlarının yükselmesiyle sonuçlanmıştır (Saraçoğlu, 2002: 73). Bu çerçevede faiz oranı, 1985 yılında %9, 1986 yılında %18,2 ve 1987 yılında %11 seviyesine ulaşmıştır (Tablo 3.1). Özellikle 1989'u izleyen yıllarda, yüksek faizli iç borçlanma sonucunda faiz yükümlülüklerinin de giderek ek borç finansmanı ile karşılanmasına neden olmuştur. İktisat yazınında “Ponzi finansmanı” diye adlandırılan bir borç tuzağının içine girilmiştir (Boratav, 2005: 178).³

² Bu karar sayesinde özel sektör ve merkezi hükümet dışındaki tüm kamu kuruluşları yurtdışından borçlanma imkanı olmuştur. Özel sektör, yurtdışından aldığı kredileri hazine borçlanma kağıtlarına yatırması iç borçlanma imkanlarını yükseltmiştir (Önder v.d., 1995: 51).

³ 1990'lı yıllarda iç borçlanmanın artışının ana sebeplerinden biri de içerdeki bankalar yoluyla yüksek faiz oranlı hazine bonolarının kısa vadeli fonların çekim alanında olmasıdır. Bankaların sendikasyon kredileri alıp, ülkeye getirmesi ve kur-faiz arbitajından yararlanmak amacıyla yüksek faiz geliri elde etmeleri bankaların sıcak parayı da kullanmak isteğiyle devlete daha fazla borç verir konuma gelmelerine yol açmıştır (Saraçoğlu, 2002: 73).

Tablo 3.1: Borç Göstergeleri (1980-1989)

Yıllar	1980	1981	1982	1983	1984	1985	1986	1987	1988	1989
İç Borç Stoku/GSYH Oranı	10,3	9,3	9,5	17	15,7	14,8	15,3	17,1	16,4	13,7
KKBG/GSYH Oranı	6,6	3	2,7	3,7	4	2,7	2,7	4,5	3,6	4
Reel Faiz Oranı	-	-2,5	3,7	2,7	-4,3	9	18,2	11	-4,7	-2,4

Kaynak: T.C. Hazine ve Maliye Bakanlığı, Merkezi Yönetim İç Borç İstatistikleri ve Kamu Borç Yönetimi Raporu verileri kullanılarak hazırlanmıştır.

3.1.1.2. 1990-1999 Dönemi

1994 yılı ile Türk Lirasının tam konvertibl olduğu durumda kamu açıklarının artışı iç borçlanmada ve iç borç faiz düzeyinde bir artış meydana getirmiştir. Söz konusu iç borç faizinin düzeyinin artışı yurtdışından kısa süreli spekülâtif sermayenin ülkeye girişini hızlandırmıştır. Bu kısa süreli sermaye girişleri hem iç borçlanma için ek finansman yaratması hem de Türk Lirasının aşırı değerlenmesine ve dış borçların artmasına yol açmıştır (Kepenek ve Yentürk, 2001: 261). Ayrıca bu dönemde uygulanan yanlış para ve maliye politikası da bu dengelerin düzeltilmesine imkân tanımayacak düzeydeydi. Enflasyonun ulaştığı yüksek boyuttan yüksek faizi sorumlu tutan bir yaklaşımla oluşturulmuş bir “faizleri düşürmeye yönelik” politika bütünü uygulanmaya çalışıldı. Bu hususta Hazine’nin iç borçlanma ihaleleri peş peşe iptal edildi. Sonuç olarak tüm beklentilerde bozulunca ekonomik kriz vuku buldu (Eğilmez ve Kumcu, 2012: 190).

1994 yılında gerçekleşen krizin hemen sonrasında kamu harcamalarını disiplin altına alınması için 5 Nisan 1994 kararları uygulanmaya başlanmıştır.⁴ Fakat kamu harcamalarını azaltmaya yönelik tedbirlere rağmen 1994 sonrasında da etkin olmayan makro ekonomik tedbirlerden dolayı iç borçlanma sorunu varlığını sürdürmüştür (Saraçoğlu, 2002: 73). Başka bir deyişle, 1994 yılındaki 5 Nisan

⁴ Bu kararlar, temel olarak kamu maliyesinin disiplin altına almak yoluyla kamu açıklarının kontrol altına alınması için bir önlemler paketi olarak sunulmuştur. Bu hususta, yüksek düzeyde KIT zamları, tarımsal destekleme alımlarının azaltılması, ücret artışlarının sınırlandırılması, bazı vergilerde oran artışları, özelleştirme programının hızlandırılması ve kayıt dışı ekonomiyi kayıtlı hale getirecek tedbirlerin alınması gibi bir dizi kurallar hızlı bir şekilde uygulanmaya başlanmıştır (Kaya, 2013: 18).

Kararları da iç borçlanmanın artışına engel olamamış, iç borç stokunun GSMH'ye 1994 yılında %15,4 iken 1999 yılında rekor bir seviyeye çıkarak %21,9 seviyesine yükselmiştir. Bu yükseliş beraberinde 2000 krizine neden olacaktır (Tablo 3.2).

1990 ve 2000 yılları arasında meydana gelen Güneydoğu Asya Krizi, Rusya Krizi, Brezilya Krizi, Gölçük ve Bolu Depremleri, makro istikrarsızlıkların gerçekleşmesinde olumsuz etkiler oluşturmuştur. Bu olumsuz etkiler ekonominin hassas yapısından dolayı mali piyasalarda endişeyi yükselterek reel faizlerin hızla artmasına neden olmuştur (Vardar, 2007: 43). Bunun yanında yüksek ve değişken enflasyon ortamı risk primini artırmak suretiyle reel faiz oranlarının yüksek seyretmesinde etken olan bir diğer nedendir (Erçel, 2000: 3). Diğer bir neden, 1995 yılından itibaren Merkez Bankası'ndan alınan kısa vadeli avans⁵ miktarının kademeli olarak azaltılarak bakiyenin sıfırlanması uygulamasına geçilmesidir. Söz konusu avans miktarı 1998 yılında %3 düşürülmüş, 1998 yılı sonu itibarıyla sıfırlanmıştır (HMB, 2003a: 48-49).

Nisan 2001 yılında T.C. Merkez Bankası Kanunu'nda (4651 sayılı kanunla) yapılan bir değişiklikle kısa vadeli avans kullanımı tamamen yasaklanarak uygulamadan kaldırılmıştır (Eğilmez ve Kumcu, 2012: 56).⁶ Uygulamadan kaldırılan kısa vadeli avansın yerini büyük ölçüde iç borç kaynakları oluşturmuştur. Bu kaynaklara olan talepte reel faiz oranlarının yükselmesine yol açmıştır. 1990 yılında %1,7 olan reel faiz oranı kademeli bir şekilde artarak 1999 yılında %36,9 olarak rekor bir seviyeye çıkmıştır (Tablo 3.2).

1992-1999 döneminde yıllık ortalama GSMH büyüme hızı %4'ün altında kalırken, iç borçlanma reel faiz oranı ise %32 olarak gerçekleşmiştir. Bu çerçevede yüksek reel faizler kamu kesiminin borçlanma ihtiyacını daha da artırarak Türkiye'yi daha zor bir duruma sokmuştur (Erçel, 2000: 3). Bundan dolayı ekonomide biriken ve kar topu etkisi ile artan borçlar ödenemez duruma gelmiş, borç-faiz sarmalının içine

⁵ Kısa vadeli avans, bütçenin gelir ve gider dengesinde yıl içinde ortaya çıkan dengesizliği yok edebilmek için tercih edilen bir Merkez Bankası kaynaklı iç finansman aracı olarak ifade edilmektedir (Şen, 2004: 1).

⁶ İfade edilen uygulamaya son verilmesinin nedeni, Hazine'nin gelirleri zaman ve yer bakımından uyumlaştırması şeklindeki geleneksel işlevini yerine getirirken duyacağı finansman ihtiyacını yıl içinde toplayacağı vergi gelirleri ile kapatması esasına dayalı olarak getirilmiş olan uygulamanın, donuk krediye dönüşmesidir (Yılmaz ve Yılmaz, 2007: 77).

girilmiştir.⁷ Bunun yanında iç borç yükünü daraltmak amacıyla vergilerin artırılmasına ve faiz dışı fazla verilmesi amacıyla verilen çabaya rağmen, vergi gelirlerinin büyük oranı faiz giderleri için kullanıldığından dolayı iç borç stoku düşmemiştir. Sonuçta ülke tasarruflarının tamamının faiz ödemelerine ayrılması, faiz getirilerinin de ucuz fiyatlarla dövize çevrilip yurtdışına gitmesine yol açmıştır (Susam, 2005: 99-100). Sonuç olarak tüm bu olumsuzluklar KKBG'yi artırmıştır. Bu dönemde KKBG, GSMH'ye oranı 1992 yılında %7,9 iken 1994 yılında %4,6'ya düşmüş fakat 1995 yılından sonra bu oran yükselerek 1999 yılında %11,6 seviyesine tırmanmıştır (Tablo 3.2).

1999 yılının sonuna doğru Türkiye ekonomisi son derecede karamsar bir görünüm içine girdi. Ülke ekonomisi %6 oranında daralmış, enflasyon (TEFE) %70'e gelmiş, bütçe açıkları taşınamaz bir seviyeye ulaşmış, Hazine faizlerinin yıllık ortalama bileşik oranı %100'ü geçmişti. Yaklaşık olarak 30 yıldır iki haneli yüksek enflasyon yaşayan Türkiye'nin bu yapısı artık sürdürülemez bir noktaya doğru hızla ilerlemeye devam etmişti. Bundan sonraki aşama hiper enflasyona geçiş aşaması olarak görünmeye başlanmıştı (Eğilmez, 2016: 50). Bu yüzden 1999 yılının sonunda, Türkiye ekonomisinde bir "topyekûn reform" stratejisinin kaçınılmaz bir zorunluluk olarak gerçekleştirilmesi gerekiyordu. Başbakanlık Hazine Müsteşarlığı ve T.C. Merkez Bankası tarafından IMF'ye sunulan 9 Aralık 1999 tarihli Niyet Mektubu böyle bir stratejinin ilk adımları olarak dile getirilmektedir (Yeldan, 2013: 160).

Tablo 3.2: Borç Göstergeleri (1990-1999)

⁷ Borç faiz sarmalı, gelirlerin faiz ödemelerini karşılayamaması ve faizlerin yeni borçlanma ile ödeniyor olması, borçların sürekli olarak artması sonucunu meydana getirir (DPT, 2001: 20).

Yıllar	1990	1991	1992	1993	1994	1995	1996	1997	1998	1999
İç Borç Stoku/GSYH Oranı	10,80	11,50	13,20	13,40	15,40	13,00	15,90	16,20	16,50	21,90
KKBG/GSYH Oranı	5,5	7,5	7,9	7,7	4,6	3,7	6,5	5,8	7,1	11,6
Reel Faiz Oranı	1,7	16,2	15,8	18,4	19,8	19,3	33,5	24,9	29,5	36,9

Kaynak: T.C. Hazine ve Maliye Bakanlığı, Merkezi Yönetim İç Borç İstatistikleri ve Kamu Borç Yönetimi Raporu verileri kullanılarak hazırlanmıştır.

3.1.1.3. 2000-2009 Dönemi

Türkiye ekonomisi, 1999 yılında uygulamaya konulan Ekonomik İstikrar Programı ile 2000 yılına girmiştir. Bu programın hedefi, enflasyonu kontrol altında tutmak ve ekonomik büyümenin sürdürülebilir bir seviyede kalmasını sağlamaktır. Bu hedefe göre, Türkiye ekonomisi bir canlanma sürecine girmiş ve ekonomide yaşanan yurtiçi ve yurtdışı kaynaklı talep düşüşleri de ortadan kalkmaya başlamıştır (Tüğen v.d., 2018: 201). Fakat, mali disiplinin sağlanamaması, bankacılık sisteminde süren kırılganlıklar, uluslararası konjonktür etkisi ve yapısal reformlarda yeterli ivme oluşmaması gibi istenmeyecek koşullar sözü edilen programın başarısına set vurmuştur. Faizlerin, spekülative sermaye girişlerinin katkısıyla aniden düşmesiyle kurların seviyesi toplam talebin ve ithalatın aşırı artmasına sebebiyet vermiştir (Vardar, 2007: 46). Yapısal reformların uygulanamaması ve dünyada yaşanan gelişmeler programın başarısızlığına yol açmış, 2000 ve 2001 krizlerinin yaşanmasına neden olmuştur. Ayrıca bu krizlerin gerçekleşmesi mali sistemdeki tıkanmanın ekonomi üzerindeki etkilerini daha açık bir şekilde görülmesine de imkan vermiştir. Kasım 2000 ve Şubat 2001 krizlerine zemin hazırlayan bu sürecin ardından bankacılık sisteminin yeniden yapılandırılma faaliyetleri hız kazanarak devlete ek maliyet oluşturmıştır (Kaya v.d., 2003 aktaran Bal ve Özdemir, 2010: 86). Bu süreçte özellikle finans piyasası ciddi zararlarla karşılaşmış, likidite sıkıntısı olan bankalara el konulmuştur (Tüğen v.d., 2018: 201).

Kasım krizi sonrasında hem alınan önlemler hem de IMF ile yapılan anlaşma sonucunda mali piyasalardaki dalgalanmalar kısmen düşürülmüş, Merkez Bankası'nın döviz rezervleri artmış ve faiz oranları kriz dönemine göre önemli ölçüde azalmıştır. Fakat, olumsuz bir nokta olarak faiz oranlarının kriz öncesi döneme göre yüksek düzeylerde kalması özellikle aşırı gecelik borçlanma ihtiyacında olan kamu bankaları ve portföyünde yoğun olarak devlet iç borçlanma senetleri bulunduran TMSF kapsamındaki bankaların mali yapılarını daha da istikrarsız hale getirmiştir (Erçel, 2000: 10). Türkiye, daha yeni bir krizden çıkmış olmasına rağmen programa karşı güvensizlik ve tepkiler artmıştır. 2001 yılı Şubat ayında MGK toplantısındaki tartışmanın "devlet krizi" olarak ortaya çıkarılması dövizde hücum edilmesine yol açmıştır. Bu hususta overnight faiz oranları %7500'ler seviyesine sıçramıştır (Bulut, 2006: 251).⁸ Krizin daha da kötüye gitmesini engellemek gayesiyle alınan önlemler ve geçici destekler programın devam etmesine yetmemiş ve sonuç olarak Şubat 2001 yılında yeni bir kriz ortaya çıkmıştır. Söz konusu krizlerin sonucunda 2001 yılında reel faiz oranı %23,5 seviyesine çıkarak rekor bir düzeye ulaşmıştır (Tablo 3.3).

Şubat 2001 kriziyle ekonominin tüm kesimlerinde yaşanan çöküşün hemen sonrasında, ekonomik istikrarın temin edilmesi amacıyla devamlı olan bir yapısal dönüşümün zorunluluğu toplumun hepsi tarafından kabul edilmesi önemli yapısal reformların uygulanma iradesini artırmıştır. Bu hususta 2001 yılı Mayıs ayında "Güçlü Ekonomiye Geçiş Programı" başlatılmıştır. Bu program, bankacılık sektörüyle ilgili önlemlerin biran önce alınmasını, piyasalardaki belirsizliğin düşürülmesini, faiz ve döviz kuru istikrarının sağlanmasını, yapısal reform sürecinin ilerletilmesini, enflasyonla mücadelenin kabul edilmesini, sürdürülebilir büyüme ortamının temin edilmesi ve benzerlerini ana hedefler olarak açıklamıştır (Vardar, 2007: 47-48). Ayrıca bu program bir çok önemli yasal düzenlemeler ve mali disiplin uygulamaları getirmiş, borç yönetimi alanında önemli bir yasa çıkarılmış (4749 sayılı), kamu mali yönetimi yeniden düzenlenmiş (5018 sayılı kanun) ve her şeyden önemlisi hükümetlerde geçirilen acı deneyimlerden artık ders alındığı yönünde bir

⁸ Dönemin bir diğer önemli detayı kısa vadeli borçlanmadır. Kısa vadeli borçlanma, 30 yıllık bir süreçte yalnızca 2-3 yıl, 1 yıl dolaylarında meydana gelirken diğer bütün yıllardaki borçlanmalarda vade 1 yılın üzerine çıkmamıştır (Aykut, 2019: 10).

irade ortaya çıkmıştır (Yavuz, 2009a: 220). Bu çerçevede IMF katkısıyla 2002 yılında Güçlü Ekonomiye Geçiş Programı uygulamada yerini almıştır.⁹

Söz konusu program sayesinde maliye politikalarındaki kötü durum, 2002 sonrası uygulanan sıkı maliye politikalarının etkisiyle mali göstergelerin iyiye doğru ivme kazandığını göstermektedir. Bununla birlikte bu dönemde vergi gelirleriyle birlikte özelleştirmelerden elde edilen gelirler sayesinde kamu borç stokunun artış hızı düşmüştür. Buna göre, bu durum kamu kesimi borçlanma gereğinin milli gelir içindeki oranının düşmesine ve faiz ödemelerinin vergi gelirleri içindeki oranının azalmasına katkı sağlamıştır. 2001 yılında KKBG, GSMH oranı %11,8 iken 2002 yılında bu oran %9,7 seviyesine düşmüş sonraki yıllarda azalarak devam etmiş 2005 yılında bu oran %-0,1 olan dip seviyeyi görmüştür (Tablo 3.3). Bu programdaki uygulama ve düzenlemeler sayesinde 2002-2005 döneminde para ve maliye politikasının başarılı olarak yorumlanmasına katkı sağlamıştır. Diğer yandan yapılan özelleştirmelerden elde edilen gelirlerin geçici nitelik taşıması KKBG'deki düşüşlerin uzun vadede nasıl bir yol alacağı belirsizlik taşımaktadır (Bal ve Özdemir, 2010: 86). Çöğür (2012) göre, 2001 krizi sonrasında mali disiplin uygulamaları ve borç yönetiminde getirilen yasal düzenlemeler sayesinde iç borçlar uluslararası kriterler bakımından makul düzeye getirilerek sürdürülebilirliğin sağlanmasına ön ayak olmuştur (Çöğür, 2012: 93). Bu çerçevede, iç borç stokunun GSYH oranı 2001 yılında %50,9 iken bu oran kademeli bir şekilde azalarak 2006 yılında %33,2 seviyesine gerilemiştir (Tablo 3.3).

İç borç seviyesinin sürdürülebilir seviyeye gelmesinde o dönemin koşulları da önem taşımaktadır. 3 Kasım 2002 yapılan genel seçim sonrasında oluşan tek başına güçlü siyasi irade ve sürdürülen istikrar programının katkısıyla, belirsizlik yerini güven ortamına bırakmıştır. Bu sayede sağlanan siyasi istikrar ve güven ortamıyla enflasyon ve faizler de düşme sürecine girmiştir. Bunun yanında 2003 yılında bütçe ve borçlanma performansında iyileşme, fiyat istikrarını sağlamayı hedefleyen para politikası uygulaması olumlu yönde destekleme çabası görmüştür. İhtiyatlı bir para

⁹ Bu programın para politikası tasarımı daha önceki programlardan temel farkı, uygulamaların serbest dalgalı kur rejimi altında yapılmasıdır. Serbest dalgalı kur rejimi uygulamasıyla döviz kuru daha önceki pek çok politika uygulamasındaki merkezi rolünü terk etmiş ve bağımsız bir değişken olarak ele alınmıştır. Bu yüzden döviz kuru, artık bir neden değil, sonuç halini almıştır (Bulut, 2006: 251).

politikası sürdüren Merkez Bankası mali disipline, büyümeye, enflasyondaki düşüşe ve para ikamesinde TL lehine ortaya çıkan değişimin de etkisiyle döviz arzındaki yükselişle ilintili olarak, Irak savaşının ardından, bileşik faiz 2002 yılı sonunda % 55'ten 2003 yılı sonunda %26'ya düşmüştür. Yani, TL'nin hem dolar hem de euro karşısında reel olarak değeri artmıştır (Bulut, 2006: 252). Başka bir deyişle söz konusu geçiş döneminde, IMF programına ilişkili olarak para ve maliye politikalarının etkinliği sayesinde ekonomik büyümeyi sağlamış, enflasyon oranlarında tek haneli rakamlar görülmüş, kamu açıkları büyük oranda azalmış, kamu kesimi borçlanma ihtiyacının düşmesi ve faiz oranlarının azalması, kamu kesimi açık-borç-faiz sarmalından kurtulmuştur (Susam v.d., 2020: 206).

Türkiye ekonomisi 2006 yılından itibaren küresel krizin etkilerini hissetmeye başlamıştır. 2007 küresel krizinde Türkiye kamu mali kesimi 2001 krizi döneminde alınan önlemler ve yapısal düzenlemeler sayesinde nispeten sağlam durmasına rağmen reel sektör etkilenmiş, iç ve dış talepteki düşüşlerle ilişkili olarak üretim, ihracat, işsizlikte olumsuz göstergeler kendini göstermiştir. Ayrıca bu dönemde vergi indirimleri ve yatırım teşvikleri ana eksenli mali canlandırma paketleri uygulamaya eklenerek toplam talebin artırılması hedeflenmiştir (Berkay ve Ağcakaya, 2017: 18). 2007 yılına başka bir açıdan bakılırsa bu dönemde düşen reel faizler borçlanmayı kolaylaştırmakla birlikte daralan ekonominin borç yükünü yükseltmekte olduğu da görülmektedir (Bal ve Özdemir, 2010: 87). Bu hususta, iç borç stokunun GSYH oranı 2008 yılında %28,9 olan bu oran finansal krizin etkisiyle 2009 yılında %34,6 seviyesine çıkmıştır (Tablo 3.3).

2008 yılında dünya piyasalarına yayılmaya başlayan kriz, Türkiye üzerinde de etkiler meydana getirmiştir. Bu süreçte finans kesimi krizden, kanunen yabancı bankalara ait menkul kıymet ve türevlerini satın alamadığından dolayı çok fazla etkilendiği söylenemez. Bunun yanında kamu kesimi, açıklarını büyük bir düzeyde azaltarak borçlarını sürdürülebilir bir düzeye getirdiği ve mali disiplini sağladığından dolayı daha güvenli alanda olmuştur. Fakat krizin en büyük etkisi ithalata dayalı

büyüme sebebiyle dış borçlarını aşırı yükselten reel kesim üzerinde kendisini göstermiştir (Susam v.d., 2020: 206-207).¹⁰

2009 yılında küresel finans krizinin, ekonomideki küçülme ve krize karşı alınan önlemler sebebiyle bütçe üzerinde negatif etkileri ortaya çıkmıştır (Kaya, 2013: 33). Fakat kriz sebebiyle bütçe dengeleri üzerinde negatif etkiler meydana getirmesine rağmen orta vadede tekrar mali disiplinin sağlanması, Türkiye'nin ana ilkesi arasında yerini bulmuştur. Bu hususta 2010-2012 dönemini kapsayan Orta Vadeli Program (OVP) ile maliye politikasının ana hedefi, kamu kesiminin kaynak kullanımındaki yükselen payını düşürerek, sürekli artan kamu açıklarını kademeli olarak ılımlı düzeylere düşürmek olarak hedeflenmiştir. Bunun yanında maliye politikasının uygulamasında, para ve gelirler politikasıyla uyum içinde, OVP ile belirlenen gelir, harcama, kamu açığı ve borç hedefleriyle bağlantılı olarak orta vadeli mali hedeflere ulaşılması belirlenmiştir. Bu kapsamda kamu harcama politikası, kamu kaynaklarının kullanımında, belirlenen politika ve öncelikler doğrultusunda hareket edilmesine, yürütülen faaliyet ve projelerin gereklilik, etkinlik ve verimlilik bakımından tekrardan değerlendirilerek sağlıklı bir yapıya kavuşturulması amaçlanmıştır.

Diğer yandan kamu borçlanma politikasının, finansman ihtiyacı iç ve dış piyasa şartları ile maliyet unsurları kapsamında belirlenen risk seviyesine göre orta ve uzun vadede mümkün olan en ideal maliyetle karşılanması esasına göre oluşturulması belirlenmiştir (Kaya, 2013: 4). Bu bakımdan KKBG¹¹, iç ve dış borç stoklarının gayri safi yurtiçi hasılaya oranı, gayri safi milli hasıla verilerine bakıldığında 2006-2010 yıllarını kapsayan olumsuzluk süreci 2010 sonrası dönemde toparlanma süreci olmuştur (Berkay ve Ağcakaya, 2017: 18).

¹⁰ Reel kesim üzerindeki temel nedeni yurtiçi kaynak yetersizliğidir. Bu yüzden yurtiçi tasarrufları arttırmak ve bu tasarrufların reel yatırımlara dönüşmesine olanak sağlayan mali tedbirler almak son derece zaruridir (Şimşek ve Altay, 2008: 21).

¹¹ Türkiye ekonomisinde KKBG'yi belirleyenler, merkezi yönetim bütçe açıkları, sosyal güvenlik kurumu açıkları, KİT açıkları ve yerel idarelerin finansman açıkları şeklinde sınıflandırılabilir (Şimşek, 2009: 161 aktaran Yıldız, 2014: 83).

Tablo 3.3: Borç Göstergeleri (2000-2009)

Yıllar	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009
İç Borç Stoku/GSYH Oranı	21,9	50,9	41,7	41,5	40,2	37,7	33,2	30,3	28,9	34,6
KKBG/GSYH Oranı	7	11,8	9,7	7,1	3,5	-0,1	-1,8	0,1	1,5	4,8
Reel Faiz Oranı	-8,8	23,5	9,1	9,3	9,5	8	7,8	7,6	6,5	2,5

Kaynak: T.C. Hazine ve Maliye Bakanlığı, Merkezi Yönetim İç Borç İstatistikleri ve Kamu Borç Yönetimi Raporu verileri kullanılarak hazırlanmıştır.

3.1.1.3. 2010-2020 Dönemi

Kamu kesimi, 2009 yılında bütçe açıklarını iç borçlanma ile kapatma yolunu tercih etmiştir. Fakat kriz sonrası dönemde, iç borçlanma yerine dış borçlanmaya gidilmiştir. Bu dönemde kamu iç borç stokunun/GSYH'a oranı %18 düzeyine kadar daralmıştır (Susam v.d., 2020: 232). 2012 yılı itibarıyla Türkiye'nin dış borç stokunun GSYİH'ye oranı %39 seviyesine kadar gerilemiştir. Günümüz itibarıyla Türkiye'nin toplam dış borç stokunun GSYH'ye oranı çok yüksek düzeylerde olmamasına rağmen özel sektörün dış borçlanması 2005 yılından itibaren kamu sektörünün dış borçlanmasını geçmiştir.¹² 2012 yılında ise toplam dış borç stokunun yaklaşık üçte ikisi özel sektörün dış borcunu oluşturmaktadır (Cural ve Kırıcı, 2013: 127). Diğer bir ifadeyle dış borçlanma, kamu sektöründen özel piyasaya ivmesini çevirmiştir. Bu yüzden de günümüzde KKBG düşmüştür.

Türkiye ekonomisinde 2015-2017 dönemini içeren OVP'nin temel amacı enflasyonla mücadelede kararlılık göstermek ve cari işlemler açığını kademeli azaltarak büyümeyi yükseltmektir. Bu husus kapsamında, para ve maliye politikasında daraltıcı önlemler devam ettirilerek gelirler politikasıyla da bu duruş desteklendi. Sonuçta yapısal reformlara hız verilmesi amaçlanmaktadır (SBB, 2014:

¹² 2005 sonrası dönemde özel kesim dış borçlarının artış trendine girmesinin ana nedeni yurtiçi faiz oranlarının yüksekliğinden dolayı yurtdışından düşük maliyetli kaynak bulamayan özel kesimin daha düşük faiz oranları sebebiyle yurtdışından finansman sağlamayı tercih etmiştir. Fakat bu borçların uzun vadeli olmasından dolayı risk daraltıcı bir kavramdır (Şimşek ve Altay, 2008: 20).

8) Bu süreçte Türkiye, cari açığı daraltmasının yanında sağlam bütçe yapısını ve güçlü bankacılık düzeyini korumayı sürdürdü. Cari açığın daraltılmasının maliyeti olarak da büyüme oranı potansiyel oranın altında gerçekleşti (Eğilmez, 2016).

Dönem iktidarının söz konusu dönemde en önemli üç başarısından biri bütçe açığının sıfıra yakın seviyeye düşürmesidir. Diğer iki başarısı ise enflasyonu düşürmesi ve kamu borç yükünü daraltmasıdır. Bunlardan enflasyonu daraltma başarısı sürdürülebilir olmamış fakat diğer ikisi sürdürülebilir seviyede kalmıştır. Aslında bütçe açığı oranının daraltılması kamu borç yükünün azalmasına bu durum da enflasyonun azalmasına neden olmuştur Buna ilaveten bütçe açıkları %2'nin altına düşürülmesi ve uzun süredir faiz dışı fazla verilerek kamu borçlarının yükselmesine engel olunması sonucunda kamu kesimi borçlarında azalmalar gerçekleşmiştir. Söz konusu azalmalar dış borç stokunda mutlak (yani miktar olarak), iç borç stokunda ise oran olarak (yani GSYH'nın yüzdesi olarak) azalma şeklinde olmuştur. Ayrıca kamu kesimi iç borç stokunun hem vadeleri uzamış hem de faiz yükleri azalmıştır (Eğilmez, 2015). Bu kapsamda, 2015 yılında KKBG₁ GSYH'ye oranı %0 olarak gerçekleşmiş, 2016 yılında yukarı yönlü hareketler neticesinde bu oran %1, 2017 yılında ise %1,8'e ulaşmıştır. Ayrıca 2015 yılında, iç borç stokunun GSYH'ye oranı %18,8 seviyesindeyken 2016 yılında bu oran %18'e, 2017 yılında %17,2 olarak kalmıştır. Dış borç stokunda söz konusu durum ise sırasıyla 2015 yılında dış borç stokunun GSYH'ye oranı %10,1 iken 2016 yılında %11,1 ve 2017 yılında %10,9'tür (Tablo 3.4).

Ülkemizde, 2016 yılı büyüme oranı %3,2 olarak gerçekleşmiştir. Söz konusu ekonomik yılın ilk yarısında potansiyeline yakın bir performans gerçekleşerek %4,9 büyüme seviyesine ulaşıldı. Yılın üçüncü çeyreğinde ise, özellikle 15 Temmuz darbe girişiminin etkisi sebebiyle 27 çeyrekte sonra ilk kez daralma olmuş ve ekonomi %0,8 oranında daralmıştır. Son çeyrekte ise, yurtiçi talebi canlandırmaya yönelik alınan tedbirlerin etkisiyle %4,2 büyüme oranı yakalandı (SBB, 2017: 8). Bu dönemin eylül ayından itibaren enflasyon seviyesinde olumsuz sapmalar meydana gelmiştir. Döviz kurlarında gözlenen kademeli artışlar 2017 yılı başlangıcı itibarıyla enflasyon görünümünü yukarı yönlü yükseltmiştir. Bu durum karşısında ise TCMB, ağırlıklı ortalama fonlama maliyetini tedricen yükselterek sağlam bir parasal

daralmaya gitmiştir. Bunun yanında yılın başında yaşanan gelişmelerin fiyat istikrarı ve finansal istikrar üzerinde meydana getireceği negatif etkileri yok etmek için TCMB, döviz likiditesi yönetiminde esneklik sağlayacak tedbirler uygulamıştır. Alınan tüm bu tedbirler sonucunda enflasyon telafisi ve risk primi gibi finansal göstergelerde de olumlu sinyaller ortaya çıkmıştır. Fakat, fiyatlama davranışlarına ilişkin risklerin devam etmesi nedeniyle para politikasındaki sıkı duruş halen devam etmektedir (SBB, 2017: 16). Bununla birlikte dönemin diğer bir özelliği, Cumhurbaşkanlığı Hükûmet Sistemi'nin Nisan 2017 referandumuyla kabul edilmiş ve 10 Temmuz 2018 tarihi itibarıyla uygulamada yerini almasıdır.

2018 yılının dokuzuncu ayıyla birlikte Türk lirasında oluşan değer kaybı, maliyet baskısı ve fiyatlama davranışları meydana getirmiş bununla birlikte gerçekleşen bozulmalar, on iki aylık tüketici enflasyonunu Ekim 2018'de son 15 yılın en yüksek oranına ulaştırmıştır (%25,2). Fakat, para ve maliye politikaları arasındaki güçlü ilişki, petrol fiyatlarındaki azalma, kamu fiyatlama dinamikleriyle kur kaynaklı fiyat değişkenliklerinin tüketici enflasyonu üstündeki etkisinin hafifletilmesi özel sektör piyasasının gönüllülük esasına göre yaptığı fiyat indirimleri sonucunda, enflasyon daralma sürecine geçmiş, 2018 yılı sonunda YEP tahminleriyle uyumlu olarak %20,3 oranına ve Ağustos 2019 itibarıyla da %15 oranına gelmiştir (SBB, 2019b: 5). Buna ilaveten 2018 yılında KKBG, GSYH'ye oranı %2,5 iken 2019 yılında %3,2 ve 2020 yılında ise %3¹³ olarak gerçekleşmiştir. İç borç stokunun GSYH'ye oranı 2018 yılında %15,7 iken 2019 yılında %17,6 seviyesine ulaşmıştır. Dış borç stokunun GSYH'ye oranı ise 2018 döneminde %12,8'den 2019 yılında %13,3'e yükselmiştir (Tablo 3.4).

Sonuç olarak Türkiye ekonomisinde, 2009 yılından itibaren günümüze kadar kamu borçlanma tercihinde iç borçlardan ziyade dış borçlarda bir artış olmuştur. Ayrıca dış borçlar içinde kamu borcu yerine özel sektör borcunun sürekli yükseldiği bilinmektedir. Yani, dış borç konusunda özel sektör kamunun yerine geçmiştir. Başka bir şekilde ifade edersek Türkiye'de kamu borçları dış piyasadan iç piyasaya, iç piyasadan da özele doğru kaymıştır. Fakat özel sektörün bunu dış piyasalardan borçlanarak elde etmesi nihai borç alıcısının diğer bir ifadeyle yabancı piyasaların

¹³ OVP'nin 2020 yılı için tahmini değeridir.

Türkiye’den yaptığı kaynak transferinde bir değişim oluşturmamış, sadece yapısal bir biçim değişimi olmuştur (Koçak, 2009: 82).

Tablo 3.4: Borç Göstergeleri (2010-2019)

Yıllar	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019
İç Borç Stoku/GSYH Oranı	32	26,4	24,6	22,3	20,3	18,8	18	17,2	15,7	17,6
Dış Borç Stoku/GSYH	10,3	10,7	9,3	10	9,6	10,1	11,1	10,9	12,8	13,3
KKBG/GSYH Oranı	2,2	0,1	0,9	0,4	0,5	0,0	1,0	1,8	2,5	3,2

Kaynak: T.C. Hazine ve Maliye Bakanlığı, Merkezi Yönetim İç Borç İstatistikleri ve Kamu Borç Yönetimi Raporu verileri kullanılarak hazırlanmıştır.

3.2. Türkiye’de İç Borçlanma Politikası ve Kamu Borç Yönetimi

3.2.1. Türkiye’de İç Borçlanma Politikası

Ülkemizde, 1997 yılından itibaren borçlanma politikası bakımından temel ilkeler belirlenmiş ve iç borçlanma bu ilkeler dâhilinde yürütülmüştür. Bu kapsamda, şeffaflık ilkeleri dahilinde geleceğe ilişkin belirsizlikleri en aza indirilmiş ve borçlanmanın maliyetini azaltmak için Temmuz 1997 yılından itibaren aylık olarak Hazine borçlanma programı kamuoyuna ilan edilmesi sürecine geçilmiştir. Bunun yanında 1997 yılında piyasa temsilcileri ile ekonomi bürokratları arasında genel olarak iç borç piyasaları, ekonomideki gelişmeler ve beklentiler hususunda görüş alışverişinde bulunulması amacıyla İç Borç Danışma Kurulu oluşturulmuştur (HMB, 2003a: 48).¹⁴ Yine bu yıl, ihale yöntemiyle iki yıl vadeli ve üç ayda bir faiz ödemeli enflasyona endeksli senet ihracı gerçekleştirilmiştir. 1998 yılının Ocak ayından itibaren 1 yıl vadeli, vade sonu kupon ödemeli, TÜFE’ye endeksli yeni bir devlet tahvili ihracı yapılmıştır. 1998 yılı içerisinde TÜFE’ye endeksli senetler direkt satış

¹⁴ Söz konusu kurul üst düzey Hazine ve Maliye Bakanlığı bürokratları, Merkez Bankası bürokratları, BİST ve piyasa temsilcilerinin katılımıyla aylık olarak görüşmeler yapılmaktadır (DPT, 2001: 97).

yöntemiyle ihracına başlanmıştır (Evgin, 1999: 63-64 aktaran Çöğür, 2012: 98). Bu dönemde içerisinde DİBS'in ikincil piyasasının etkinliğinin artırılmasını hedefleyen politikalar uygulama da yerini almıştır. Bu bakımından, zaman içinde Hazine Müsteşarlığı'nca DİBS ihale duyuruları ile borçlanma programları kamuoyuna duyurulmaya başlanmış, bu yolla öngörülebilir borçlanma politikası takip edilerek piyasada güven sağlanması ve borçlanma maliyetlerinin azaltılması hedeflenmiştir. Bu hususta Türkiye'de piyasa yapıcılığı sistemi¹⁵, 1999 yılı sonunda uygulamaya konulmuştur. IMF ile yapılan Stand-by düzenlemesi ile desteklenen enflasyonla mücadele ve mali uyum programı kapsamındaki DİBS'lerin likiditesini yükselterek devletin fonlama maliyetini düşürmek için kamu borçlanması alanında yapısal ölçüt olarak karar kılınmış ve 2000 yılı Mayıs ayında uygulamaya eklenmiştir. (HMB, 2011: 23). Uygulamanın ilk örnekleri başarılı sonuç vermesine rağmen Kasım 2000 ve Şubat 2001 krizleri sonucunda uygulamaya devam edilememiştir. İlk uygulamanın getirdiği deneyimler kapsamında, sistemin temel yapısı tekrar kontrol edilerek Eylül 2002 tarihinde söz konusu sistem tekrar uygulamada yerini almıştır (HMB, 2003b: 116-117). 2002 yılı öncesi iç borçlanma politikaları ile ilgili gelişmeler bu şekilde gerçekleşmiştir.

Türkiye'de karar alma sürecinde dahil olanlar, 2002 yılı öncesi iç borçlanmayı konjonktür politikası olarak görmeyip bunun yerine daha çok kamu harcamasının artırmasına olanak sağlayan ulaşılması basit ve limitsiz finansman biçimi olarak görmüşlerdir. Bu gelişim süreci ekonomiyi genellikle iç borç sorunu ile yüz yüze bırakmıştır. Türkiye'de bu dönem öncesi iç borçların miktar ve vade yapısı olarak ulaştığı sınır problemin büyüklüğünü göstermektedir. Bu durum söz konusu

¹⁵ Piyasa Yapıcılığı Sistemi, DİBS'leri birincil ve ikincil piyasasının sağlanan belli hak ve koşullar kapsamında hazırlanmasına yönelik olarak, borç çevirme riskinin en aza düşürülmesi, yatırımcı tabanının her kesimden oluşması, organize, rekabetçi ve şeffaf bir piyasa kurulması hedefleri ile oluşturulan bir sistem şeklinde ifade edilmektedir (HMB, 2019a: 71). Ülkemizde 2002 yılından beri uygulanan 4749 sayılı Kamu Finansmanı ve Borç Yönetiminin Düzenlenmesi Hakkında Kanun, piyasa yapıcılığı kavramını, DİBS ihalelerinde ve söz konusu senetlerin ikincil piyasa işlemlerinde etkinliğin artırılması amacıyla önceden belirlenen ölçütlere göre seçilmiş bankalara Hazine tarafından bazı hak ve görevler verilmesini içermektedir. Piyasa yapıcısı ise, DİBS ikincil piyasa işlemlerinde etkinliğin artırılması amacıyla önceden belirlenen ölçütlere göre seçilmiş banka şeklinde ifade edilmektedir. Bunun yanında piyasa yapıcıların ihalelere teminatsız katılabilme, ihalelerde rekabetçi olmayan teklifler verebilme, ihale sonrası teklif verebilme gibi bazı hakları bulunmakla birlikte, belirli tutarda DİBS'i birincil piyasadan satın alma ve ikincil piyasada likiditeyi sağlama gibi bazı yükümlülükleri de vardır (HMB, 2020b).

problemin çözümünün zorluğunu göstermesi bakımından önemlidir. Yani, çok dikkatli bir borç yönetimi uygulanmalıdır. Buna paralel olarak ekonomi ve mali kurumların problemin önemini tam olarak kabullenmesi ve çözümü içinde çeşitli politikalar oluşturularak stabil bir biçimde yapılmalıdır (Şen v.d, 2007: 27). Bu çerçevede 1 Eylül 2002 yılıyla birlikte merkezi yönetim, 4749 sayılı Kamu Finansmanı ve Borç Yönetiminin Düzenlenmesi Hakkındaki Kanun olan borç yönetimi yasasını yürürlüğe koymuştur. Bu kanun sayesinde, borç yönetimi konusundaki çok başlılık yerini tek yetkili kurum haline dönüşmüştür. Ayrıca mevzuattaki karışıklık giderilerek hukuki yapıda bir bütünlük sağlanmıştır. Bu kanun da yine etkin borç yönetiminin amaçları açıklanmıştır. Etkin bir borç yönetiminin en temel amaçları, alınan borcun orta veya uzun vadeli olmasını sağlamak ve borcun maliyetini makul derece de düşük tutmaktır.

Ülkemizde borç yönetiminin temel ilkesi, borçlanmanın makul risk seviyesine ve uygun maliyetler düzeyine düşürülmesini sağlamaktır. Bu ilke dahilinde borçlanma politikaları, borçlanma ve risk yönetiminde dikkate alınan ve borç yönetiminin risk ve maliyet hedeflerini açıklayan kriterler olarak ifade edilen stratejik ölçütler, 2003 yılından bu yana dikkate alınarak uygulanmıştır (HMB, 2010: 19).¹⁶ Bu bakımdan, stratejik ölçütler¹⁷ Hazine ve Maliye Bakanlığınca, iç borçlanmanın ağırlıklı olarak TL cinsinden yapılması, faiz riski yönetimi kapsamında borçlanmanın ağırlıklı olarak sabit faizli araçlarla yapılarak faize karşı duyarlılığın düşürülmesi, iç borçların ortalama vadesinin piyasa koşullarının elverdiği ölçüde uzatılarak vadesine 12 aydan daha kısa kalan senetlerin payının azaltılması ve nakit ve borç yönetiminde ortaya çıkacak likidite riskinin azaltılması gayesiyle güçlü rezerv tutulması olarak hedeflenmiştir (HMB, 2019a: 40). Bunun yanında 2003 yılında uygulamaya konulan stratejik ölçüt kapsamında, kamu borç yönetiminde orta ve uzun vadede maliyetlerin

¹⁶ Bununla birlikte stratejik ölçütlerin yapılmasıyla başlanılan borçlanmanın uygulanmasıyla devam eden bütün kamu borç yönetimi sürecinde makroekonomik dengeler ve konjonktürel gelişmeler dikkate alınmakta, söz konusu hususta borç yönetimi kurumu, para ve maliye politikalarından görevli kurumlarla uyum içinde bulunmaktadır (HMB, 2016: 24).

¹⁷ 4749 sayılı kanun ve ikincil düzenlemeler kapsamında, kamunun varlık ve hükümlülüklerinin yönetimle ilgili genel stratejilerin karar verilmesi Borç ve Risk Yönetimi Komitesi'nin sorumluluğu altındadır (HMB, 2016: 37).

en uygun düzeye indirilmesi için piyasa riski¹⁸, kredi riski¹⁹ ve operasyonel risk²⁰ dikkate alınarak uygulanmaktadır (HMB, 2017: 38). Söz konusu ölçüt ile döviz riskinin en aza düşürülmesi için iç borçlanmanın çoğunlukla TL cinsinden oluşması, bu sebeple dövize cinsi ve dövize endeksli iç borçlanmanın makul düzeyde kalması amaçlanmıştır. Eğer döviz kuru hareketlerinden dolayı döviz cinsi senetlerde artış olursa borç stoku üzerinde bozucu etkiler ortaya çıkarmaktadır. Bu sebeple borç stokunun TL cinsinden oluşturulması gerekmektedir (Yılmaz, 2018: 5).

3.2.2. Türkiye’de Kamu Borç Yönetimi

Borç yönetimi yetkisi uzun bir süredir maliye literatüründe tartışma konusudur. Bu yetki ülkeden ülkeye değişmekle birlikte kimi ülkelerde borç yönetimi bağımsız bir kurum olarak yer almaktadır. Başka ülkeler de ise ya ülkelerin Merkez Bankası’na bağlı ya da Maliye Bakanlığı bünyesinde oluşturulmuştur. Ülkemiz açısından ifade edilirse borç yönetimi kurumu Hazine ve Maliye Bakanlığı kapsamındadır. Borç yönetim kurumları diğer adıyla borç ofisleri İsveç ve Danimarka’da Maliye Bakanlığı, Yeni Zelanda’da Hazine bünyesinde iken Avusturya ve İrlanda’da ayrı ve özerk kurum şeklinde teşkilatlanmıştır.²¹

Borç yönetiminin para ve maliye politikalarından tek başına bir bağımsızlık içinde yapılan bir politika olarak uzun süredir ele alınmaktadır. Uzun süredir bu politikanın gündemde olması, 1980’lerin sonu ve 1990’lı yılların başından itibaren sürekli bir biçimde artış gösteren kamu borçlanmaları ve söz konusu borçlanmaların ortaya çıkardığı mali risklerdir. Borç yükündeki bu artışlar para, maliye ve borçlanma politikalarının birbirlerine baskın olmadıkları fakat bununla birlikte alınan politika tercihlerinin birbirleriyle uyumlu bir politika seti ve yönetimini gerekli duruma

¹⁸ Piyasa riski, kamu borç dinamiklerinin döviz kurları, faiz oranları ve enflasyon gibi piyasa değişkenlerinden etkilenmesini ifade eder.

¹⁹ Kredi riski, kuruluşların anlaşmalar kapsamında üstlendikleri hükümlülükleri tam ve gününde yerine getirmemesi veya getirememesi durumunu ifade eder.

²⁰ Operasyonel risk yönetimi, iş süreçlerinin işleyişi boyunca uyum ve haberleşme, kaynak yönetimi, teknik altyapı veya bilgi sistemleri, dışsal faktörlerin yanında doğal afetler, terör gibi beklenmeyen hallerde ortaya çıkabilecek potansiyel kayıpların engellenmesi veya zamanında dâhil olunarak olabilirliğinin azaltılmasıdır.

²¹ Borç yönetimi hususunda çoğu OECD ülkesi ve gelişmekte olan ülkelerde yapılan reformlar dâhilinde esas olarak üç önemli konu meydana gelmiştir. Bunlar borç yönetiminin politik baskılara maruz kalmaması, borç yönetiminde çalışan kişilerin teknik bakımından yeterli olması ve teknik alt yapının oluşturulmasıdır (Ateş, 2002: 7).

sokmuştur. Buna göre her üç politikanın amaç ve araçlarının birbirleri ile uyumlu olması gerektiği ayrıca diğerleri üzerinde egemen olmadan yapılması borç yönetiminin de ayrı bir politika olarak tanımlanmasını zorunlu kılarak genel kabul edilmiştir.²²

3.2.2.1. Kamu Borçlanma Limiti

Türkiye’de 1990’lı yıllarda borç stokunun sürekli olarak artış göstermesi borçlanma maliyetlerini yükseltmiştir. Bu durum nominal faiz oranlarının artmasına yol açmıştır. Borç stokunun bu denli artmasının en temel sebepleri yükselen kamu harcamaları, hazine garantileri ve Kit görev zararındaki artışlardır. Ülkemizde 2001 krizden sonra “Güçlü Ekonomiye Geçiş Programı” doğrultusunda ilk ciddi önlemler alınmaya başlanmıştır. Bu hususta birçok yasal düzenlemeler ve mali disiplin uygulamaları gerçekleşmiştir. Bu bakımdan Türkiye’de kamu finansmanı ve borç yönetiminin düzenlenmesiyle bağlantılı şekilde, piyasalarda mali disiplini ve şeffaflığı oluşturacak, en az maliyet ve uygun bir risk seviyesinde borçlanma yapılabilmesine olanak sağlayacak bir borçlanma kanunu 28.03.2002 tarihinde yürürlüğe konulmuştur (Ateş, 2002: 2).²³

4749 sayılı Kamu Finansmanı ve Borç Yönetiminin Düzenlenmesi Hakkındaki Kanun ile genel borç stratejisini yürütme görevi tek çatı altında birleştirilerek, iç ve dış borç portföylerinin birlikte yürütülmesi ve risk yönetimi ile etkin bir borç yönetimi oluşturulması planlanmıştır. Ayrıca söz konusu kanun, değişikliklerin tek bir kanun altında derlenmesine ve mali yükümlülüklerin tek bir görevli makamca uygulamasına imkân verirken, borçlanma limiti ve şekli yönünden bazı değişikliklere olanak sağlamıştır. Bu sayede, borçlanma limitlerine ve garantili borçlara ilişkin tanımlamalar tekrar yapılmış ve yeni düzenlemeler yapılmıştır (Ateş, 2002: 3).

²² Örneğin, Avrupa’da, Belçika, Fransa, İrlanda ve Portekiz gibi 1980’lerin sonlarında ve 1990’ların başında büyük ölçüde borçlu olan bazı ülkeler, borç hizmet maliyetinin değişkenliğini azaltmak amacıyla Büyüme ve İstikrar Paketi tarafından belirlenen hedefler doğrultusunda bağımsız borç yönetimini kararı aldılar. Çünkü mali otoriteler hem maliye politikasını hem de borç yönetimi politikasını yönetmekten sorumlu olduğundan dolayı mali otorite kısa vadede mali alan yaratmak için borç servis maliyetini düşük tutmak isteyebilir. Diğer yandan para otoritesinin temel amacı enflasyonu kontrol etmektir, eğer borç yönetiminden de sorumlu olsaydı, faiz oranlarını düşük tutmak daha cazip olabilirdi. Bu nokta da faiz oranlarını düşürmek borç servis maliyetlerini düşük tutmaya yardımcı olacak fakat gelecekte daha yüksek enflasyon olasılığı riski bulunmaktadır (Togo 2007: 4-5).

²³ 4749 sayılı Kamu Finansmanı ve Borç Yönetiminin Düzenlemesi Kanunu.

Bunun yanında bu kanun kamu kesimi borçları üzerine üç ayda bir çıkarılacak kamu borç yönetim raporunun TBMM'ye sunulması hükme bağlanmıştır. Bu durum ilk kez meclisin devletin borçlanma konusunda yakın bilgi sahibi olmasını sağlayarak siyasal iktidarı denetleyebilme olanağı vermiştir.²⁴ Sonuçta, 4749 sayılı kanun ile uygulamaya giren ve kabul edilen ilkelerin ana hedefi mali disiplin üzerinedir. Çünkü mali disiplinsizlik kavramı doğal olarak borç stokundaki artışlara da neden olmaktadır. Bu bakımdan söz konusu kanun mali disiplini tesis ederek politika yapıcılarını disipline eden önemli bir düzenlemedir (Bayraktar, 2010: 467). Borç kanununun 5 inci maddesine göre;

Malî yıl içinde 1 inci maddede belirtilen ilkeler²⁵ ve malî sürdürülebilirlik de dikkate alınarak ilgili yılın bütçe kanununda gösterilen başlangıç ödenekleri toplamı ile tahmin edilen gelirler arasındaki farkı kadar net borç kullanılabilir. Ayrıca borç yönetiminin ihtiyaçları ve gelişimi göz önünde bulundurularak, bu limit yıl içinde en fazla yüzde beş oranında yükseltilebilir. Hatta bu oranın yetersiz olduğu hallerde, Müsteşarlığın görüşü ve Bakanın teklifi üzerine Bakanlar Kurulu kararı ilâve yüzde beşlik bir tutar eklenebilir. Bunun yanı sıra bütçenin denk olması durumunda borçlanma, anapara ödemesinin en fazla yüzde beşine kadar artırılabilir ve borçlanma limiti değiştirilmesi söz konusu olamaz (4749 sayılı kanun md. 5). Borç yönetiminin daha etkin bir şekilde yönetilmesi için söz konusu borçlanma limiti hesaplamasında 2008 yılında değişikliğe gidilmiştir. Bu çerçevede, limitte kullanılan net iç borç yerine net borç hesaba eklenmiş, limitin kapsamına Özel Tertip DİBS'ler eklenmiştir. İkrazen ihraç edilen Özel Tertip DİBS'lerin limit dışında kalmasının yanında söz konusu yıl bütçe kanunun da ayrıca bu tip senetler için limit karar verilmeye başlanmış ve limitin ek bütçelerle düzenleme imkânına son verilmiştir.

²⁴ Söz konusu kanunla Hazine'nin Merkez Bankası'ndan kısa vadeli avans imkânı engellenmiş, bunun yerine piyasadan, dalgalı borçlarını ödeyebilmek için 30 güne kadar borçlanma yapabilme imkânı sağlanmıştır (Eğilmez, 2015: 66-67).

²⁵ Bu ilkeler, ülkenin kalkınma hedeflerini dikkate alınması, piyasalarda güven ve istikrarı temin ederek ve makroekonomik dengeleri gözetmek, Devletin iç ve dış borçlanması, hibe alması borç ve hibe vermesi, nakit yönetiminin maliye ve para politikalarıyla uyumlu bir biçimde yürütülmesi, verilecek garantilerin, bu borçlanma ve garantilerden doğan finansal alacaklar ile Devlet iç ve Devlet dış borcunun etkin bir biçimde yönetimine ve izlenmesi şeklindedir.

3.2.2.2. Kamu Borç Yönetiminin Yetkisi

Ülkemizde çıkarılan söz konusu Borçlanma Kanunun 1 inci ve 2 nci maddeleri borçlanma amaçlarını detaylı kapsamda ele alırken, bu kanunun 4 üncü maddesi borçlanma konusundaki yetkili kurumu da net bir şekilde ifade etmiştir. Kanunun 4'üncü maddesine göre;

Türkiye Cumhuriyeti adına Devlet iç borcu ve Devlet dış borcu almaya, Hazine geri ödeme garantisi, Hazine karşı garantisi vermeye ve verilen garantilerin koşullarında düzenleme yapmaya, hibe almaya, dış finansman imkânlarını dış borcun devri, dış borcun ikrazı, dış borcun tahsisi yöntemiyle kullandırmaya ve yeni malî koşulları oluşturmaya, bu borç ve koşulları ile bunlardan kaynaklanan Hazine alacaklarını yönetmeye sorumlu olan Bakan yetkilidir. İlâveten bakan bu yetkisini ve kanunla kendisine verilen görevlerin yerine getirilmesiyle ilgili yetkilerinden münasip gördüklerini ilgili bütçe yılında geçerli olmak üzere Müsteşarlığa²⁶ devredebilme imkânı vardır. Fakat bu yetki devri, Bakanın sorumluluğunu ortadan kaldırmasına yol açmaz.

Hazine yatırım garantisi ve Hazine ülke garantisi vermeye ve verilen garantilerin koşullarında değişiklik oluşturmaya, hibe ve borç vermeye Müsteşarlığın görüşü Bakanın teklifi üzerine Bakanlar Kurulu²⁷ yetkisi altındadır (4749 sayılı kanun md. 4).

3.2.2.3. Kamu Borç Yönetimi Kurumunun Dönüşümü

Türkiye'de borç yönetiminin bel kemiği niteliğindeki kurum Hazine olduğundan dolayı uygulanan borç yönetiminin değerlendirilmesi bakımından Hazine'nin zaman içinde gösterdiği kurumsal gelişme önem arz etmektedir. Buna göre, Maliye Bakanlığı kapsamında olan Hazine Genel Müdürlüğü ve Milletlerarası İktisadi İşbirliği Teşkilatı Genel Sekreterliği (HAZMİT) olarak faaliyet göstermekte olan Hazine, ilk olarak 13.12.1983 tarih ve 188 sayılı KHK ile Başbakanlığa bağlı Hazine

²⁶ Bu fıkra da yer alan "Müsteşarlığa" ibaresi 17.01.2019 tarihli ve 7161 sayılı Kanunun 33 üncü maddesiyle "Bakan Yardımcısına" şeklinde değiştirilmiştir.

²⁷ Bu fıkra da yer alan "Müsteşarlığın görüşü ve Bakanın teklifi üzerine Bakanlar Kurulu" ibaresi 02.07.2018 tarihli ve 700 sayılı KHK'nın 141inci maddesiyle "Cumhurbaşkanı" şeklinde değiştirilmiştir.

ve Dış Ticaret Müsteşarlığı'na dönüştürülmüştür (Akbulak v.d., 2004: 15). Bu hususta 1986 yılında Mali Yılı Bütçe Kanu'nun 35. maddesi yürürlüğe konularak devletin borç iç ve dış borç yönetimi, bütçe kapsamında bulunan borçlanma anapara ve giriş ödemeleri, söz konusu yılla birlikte devlet bütçesi dışında tutulmuş Hazine ve Dış Ticaret Müsteşarlığı'nın sorumluluğuna bırakılmıştır. 1994 yılında 4059 sayılı kanun ile Hazine Müsteşarlığı ve Dış Ticaret Müsteşarlığı ikiye ayrılarak, borç yönetiminin yetki ve sorumluluğu Hazine Müsteşarlığı'na devredilmiştir. Bu kurumunun son dönüşümü ise 2018 yılındaki yeni hükümet sistemi olan Cumhurbaşkanlığı hükümet sistemi hususunda KHK'lar ve 1 sayılı Cumhurbaşkanlığı Kararnamesi ile Maliye Bakanlığı ve Hazine Müsteşarlığı tek çatı altına alınarak Hazine ve Maliye Bakanlığı adını almıştır. Bu bakımdan ülkemizde, günümüz itibarıyla borçlanma, Hazine ve Maliye Bakanlığı görev ve sorumluluğunun altındadır.

3.2.2.4. Kamu İç Borçlanma Yöntemleri

Ülkelerin borç ofisleri, devlet iç borçlanma senetlerini satarken birçok satış yöntemleri arasından ülkenin ekonomik durumu, satılmak istenen araçların çeşitleri, söz konusu araçların satılmak istendiği alıcı grubu gibi kıstasları ele değerlendirerek bir seçim yapmak durumunda kalırlar. Bu hususta satış yöntemleri belirlenirken ayrıca ülkenin borçlanma amacı da dikkate alınması gerekir. Devletin temel gayesi kaynak ihtiyacını karşılamının yanında veri koşullar altında mümkün derece de en iyi satış miktarını mümkün olan en düşük maliyetle gerçekleştirmek, farklı yatırımcı grupları arasında iç borçlanma senetlerinin dağıtımını genişletmek, para politikasına katkı sağlamak gibi bir takım amaçları da bulunmaktadır. Bu yüzden de kullanılacak satış yöntemi borçlanmadan elde edilecek sonucu önemli derece de etkilemektedir (Gürler, 1998: 58-59).

İç borçlanma yöntemleri genel olarak dörtlü bir sınıflandırma şeklinde ayırmak mümkündür. Bu yöntemler ihale yöntemi, doğrudan satış yöntemi, halka arz ve tap satışlarıdır. Özellikle dünyada ve ülkemizde, ihale yöntemi en çok uygulanan yöntem olup onun ardından doğrudan satış yöntemi önem kazanmaktadır. Diğer iki yöntem ise günümüzde çok nadir kullanılmaktadır. Bu çerçevede ihale yöntemi ve doğrudan satış yöntemi daha kapsamlı ele alınıp detaylandırılmıştır.

3.2.2.4.1. Halka Arz Yöntemi

Halka arz yöntemi, küçük yatırımcılara yönelik olup 3-6 ay vadeli hazine bonoları ve 1 yıl vadeli devlet tahvili olarak özel bankalar veya aracı kurumlar vasıtasıyla arz edilmektedir. Bu yöntem, Hazine'nin acil kaynak ihtiyacı duyduğu durumlarda uygulanmaktadır. Söz konusu acil kaynak ihtiyacı ülkelerde enflasyonist durumun baskın olduğu durumlarda veya ihalelerde ortaya çıkan yüksek faizleri dengelemek amacıyla Merkez Bankası şubeleri ve bankalar yoluyla Hazine devlet iç borçlanma senetlerini halkın satışına sunmaktadır. Bunun yanında 1993 yılından beri döviz cinsinden ve enflasyona endeksli senetler bu yöntemle satışı gerçekleştirilmektedir (Evgin, 1998: 52-54 aktaran Bayraktar, 2011: 6).

Hazine, ihraç edilecek senedin türü, vade ve faiz koşullarını belirlemektedir. Satışa aracılık sağlamak isteyen banka ve aracı kurumlar yoluyla satışa sunulmaktadır. Söz konusu bankalar piyasa yapıcılığının şartları hususunda halka arz yoluyla ihraç edilen senetleri piyasa yapıcı bankalara aracılık sağlarlar (HMB, 2020a). Ayrıca piyasa yapıcısı kapsamında olan bankalar, aracılık işlemleri bitince Hazine'nin belirlemiş olduğu bir ücret ödemesi de almaktadırlar. Bu yöntem bir bakıma bireysel yatırımcılar için gerçekleştirilen altın tahvili, altına dayalı kira sertifikası ile avro ve dolar cinsi senetlerde de kullanımı söz konusudur (Karataş, 2019: 66).

3.2.2.4.2. Tap Yöntemi

İhale dışı sürekli satış yöntemi olarak da bilinen Tap yöntemi, çoğunlukla piyasada el değiştirmeyen devlet iç borçlanma araçlarının satışında kullanılan bir yöntem olarak bilinmektedir. Bunun yanında bu yöntem piyasada el değiştirilebilir orta ve uzun vadeli araçların satışında kullanılmasının yanında bazen nadir durumlarda diğer satış yöntemleriyle birleştirilerek de kullanılmaktadır (Gürler, 1998: 66). Tap yönteminde yatırımcılar diledikleri dönemde satın alabilecekleri borçlanma senetlerini Merkez Bankası'nda depolama hakkı bulunmaktadır. Bu noktada yatırımcılar, bu senetlerin mülkiyet hakkını Merkez Bankası'ndan alacağı süre boyunca Hazine'ye devretmiş olmaktadır. Hazine, senedin türü ve vade koşullarını kararlaştırarak Merkez Bankası'na depolamaktadır. Merkez Bankası'nın bu görevi Tap satışları boyunca devam etmektedir. Tap satışları, satışta kaldığı dönem

süresince her gün için karar verilmiş fiyatlar üzerinden satışı yapılmaktadır (HMB, 2020a). Diğer bir ifadeyle bu yöntem, Hazine tarafından önceden ihraç koşulları belirlenmiş olan devlet iç borçlanma senetlerinin Merkez Bankası aracılığıyla arz edilmesidir.

Ülkemizde piyasa yapıcılığı sisteminin işlerlik kazanmasıyla bu yöntemde yapılacak ihraçlara sadece piyasa yapıcı bankaların katılımı söz konusudur. Fakat bu yöntem, ülkemizde uzun bir süredir uygulaması bulunmamaktadır (Karataş, 2019: 66). Söz konusu bu satış yönteminde satışa çıkarılan tahviller sabit ya da değişken faizli olabilmektedir (Akbulak v.d., 2004: 20). Eğer değişken faiz geçerliyse satılan tahvillerinin faizlerinin, ihaleyle satılan tahvillerin faizlerine indekslenmesi en çok başvurulan yöntem olmaktadır. Tap yöntemi ile devlet tahvili satılması, alacaklı portföy çeşitliliğini artırarak riski paylaştırmaktadır. Örneğin, ihale gibi karmaşık bir yapıyı anlamayan tasarruf sahiplerine birince elden hazine kâğıdı satılabilme imkânı vermesi alacaklı çeşitliliği oluşturmaktadır (Eğilmez ve Kumcu, 2012: 91).

Ülkemiz de 1988 yılından beri uygulanmakla birlikte bu yönteme musluk sistemi de denilmektedir. Bu yöntemdeki senetler 1-5 yıl vadeli olup faiz ödemeleri 1-2 ay veya 1 yıl şeklindedir. Bunun yanında bu senetler Merkez Bankası ve bankalar aracılığıyla tüm gerçek ve tüzel kişilere satışı gerçekleştirilmektedir (Emil, 1991: 6 aktaran Bayraktar, 2011: 6). Ayrıca birçok gelişmiş ülkelerin hazineleri düşük enflasyondan yararlanarak 1 yıldan uzun vadeli satışlarını ihale yoluyla gerçekleştirirken Türkiye gibi uzun bir süredir yüksek enflasyonla yaşayan ülkelerde normal ihale yöntemi gerçekleştirilmemektedir. Bu yüzden, Hazine dönem dönem ekonomik konjonktüre göre tap yöntemine başvurmaktadır (Eğilmez, 2015: 56).

3.2.2.4.3. Doğrudan Satış Yöntemi

Doğrudan satış yöntemi, bütçe finansmanı için yapılan başlangıçta kime ve ne kadar satış yapılacağı belli olan ihraç yöntemine denilmektedir (HMB, 2020a). Genellikle piyasa el değiştirmeyen iç borçlanma senetlerinin bankalar veya kurumsal yatırımcılara satıldığında kullanımı gerçekleştirilmektedir. Çok nadir durumlarda yalnızca bu yöntemin piyasada değiştirilebilir iç borçlanma senetlerinin satışında kullanılmaktadır (Gürler, 1998: 68). Bu satış yöntemine ülkemiz açısından bakılırsa,

Hazine'nin ihale yönteminden önce sıklıkla kullandığı yöntem olmakla birlikte senetlerin büyük bir halk kesimine satılarak maliyetinden tasarruf edilebilmektedir (Yılmaz, 2015: 271). Hazine 1994 yılından itibaren döviz cinsinden senet ihraç etmektedir. Bu yöntemle ihraç edilen senetler, para biriminin uluslararası piyasalarda geçerli faiz oranına ek olarak belirlenmiş liborun yanında bir getiriyle ihracı gerçekleştirilmektedir. Ülkemizde 1998 yılından ihraç edilen TÜFE'ye endeksli senetler bu yöntemdeki satışlara örnek teşkil etmektedir (İnce, 2001: 112).

Hazine, 1996 yılından beri doğrudan satış yöntemiyle devlet iç borçlanma senetleri ihracını gerçekleştirmektedir. Bu senetlerin başlangıçta kime ve ne kadar satılacağı belirlenmektedir. Bu çerçevede Hazine; kamu kurumları, bankalar ile başka mali kurumlara doğrudan ihraç yöntemi ile iç borçlanma senedi ihracı gerçekleştirmektedir. Söz konusu kuruluşlar, senet taleplerini Hazine'ye bildirmektedir. Bu talepleri Hazine tarafından değerlendirilmekte ve piyasa şartları çerçevesinde senedin faizi belirlenerek karşı tarafla da iletişim gerçekleştirilerek senedin ihracına başlanmaktadır. Bunun yanında daha öncesinde piyasaya sürülmüş bir senet için de bu yöntem uygulanabilmektedir. Bu noktada senedin ihraç fiyatının üzerine işlemiş getirisi eklenerek hesaplanan fiyat üzerinden ihraç gerçekleştirilmektedir (HMB, 2020a). Bu yöntem, 1985 yılından itibaren yerini ihale yöntemine bırakmış, dönem dönem başvurulmuş bir yöntem olmakla birlikte ağırlığını giderek kaybetmiştir. Söz konusu yöntemin en önemli faydası borçlanmanın karmaşık yapısını çözemeyen kişilerin tahvil ve bono almalarını artırmaktır. Bu sayede hem daha yaygın bir alıcı yelpazesi oluşturulmakta hem de talebi yükselterek maliyetlerin düşmesi sağlanmaktadır (Eğilmez, 2015: 56).

Son olarak bu yöntem kira sertifikalarının ihracı için de kullanılmaktadır. Bu hususta kira sertifikası ihracı katılım bankaları tarafından söz konusu talepler yoluyla yapılmaktadır (Karataş, 2019: 67).

3.2.2.4.4. İhale Yöntemi

İhale yöntemini belirtmeden önce ihale kavramını ele almakta yarar vardır. İhale kavramı, konusu olan mal ve hizmetlerin tahsisinin alıcı ve satıcılar arasındaki fiyat rekabeti oluşturularak yapılmasıdır. Ülkemiz de ve dünyada birçok örnekte olduğu gibi ihale yöntemi, devlet iç borçlanma senetlerinin ihraçlarında kullanılan temel araç olmuştur (Vardar, 2007: 63). Ülkemizde 1985 yılından itibaren ihale yoluyla tahvil satışına başlamasıyla birlikte kamu kesimi açıkları finansmanı bu yöntemle karşılanmıştır (Kepenek ve Yentürk, 2001: 260). Bu yöntem, genellikle borcun miktar ve vadesi önceden açıklanmasına dayalı çoklu fiyat ihale yöntemine göre uygulanmıştır. Ayrıca 1991 yılıyla birlikte ihaleye dâhil bireyler hem miktar hem de fiyat teklifi yapabilmektedirler. Bu hususta Hazine, piyasaya süreceği miktarı gelen tekliflerin elverişli olmasına ve kendi nakit isteğine göre karar vermektedir. İhale uygulamasında, ihaleye katılanların teklifleri en yüksek fiyattan en düşük fiyata doğru düzenlenmekte, Hazine'nin belirlediği miktara denk gelen makul faiz oranı belirlenmektedir. Onaylanmış en yüksek faiz oranının altında faiz teklifi verenler ihaleyi kazanmış olmaktadır. Bu ihaleyi kazanan kişiler teklif verdikleri nominal değerden hazine bonusu verilmektedir (İnce, 2001: 79-80). Fakat, 1994 sonrasında bu yöntem ciddi şekilde zarar görerek haftalık ihaleler önceden haber verilmeksizin sürekli iptal edilmiş ve güvenilirlik önemli bir oranda azalmıştır. 1997 yılının ikinci yarısında ihale yöntemi kurallara bağlanarak aylık ihale takvimi ve tahmini miktarlar önceden ilan edilmiş daha sonra bu takvim üç ay şeklinde yapılmıştır (Eğilmez, 2015: 55).

Eğilmez (2015)'e göre, bugünkü ihale yönteminin işleyişi şu şekildedir: Hazine, çoğunlukla her ayın başlangıcında o ay içinde hangi vade ile hangi miktar aralığında borçlanma talebini yatırımcılara duyurmaktadır. Bu çerçevede, ihale gününde Hazine'ye borç vermek isteyen yatırımcılar, vermek istedikleri borç miktarını ve elde etmek istedikleri faizi belirtecek şekilde yazılı teklif miktarının %1'i oranındaki bir teminatla saat 12.00'ye kadar T.C. Merkez Bankası'na gönderirler. Bu alınan teklifler T.C. Merkez Bankası tarafından ilgili belgeye işlenir ve bu bilgiyi içeren belge Hazine'ye iletilir. Bu noktada, Hazine alınan teklifleri tetkik ederek kararını duyurur ve bu sayede ihale sonuçlanmaktadır. İhale sonucunda satılan kâğıtlar

veyahut karşılık makbuzları 1-2 gün içinde alıcılarına teslim edilmekte ihaleye kaybeden yatırımcıların teminatları ise kendilerine iadesi gerçekleşmektedir (Eğilmez, 2015: 55-56).

İhale yöntemleri genel olarak çoklu fiyat, ortalama fiyat ve tek fiyat yöntemi şeklinde üç şekildedir. Karataş (2019), ihale yöntemlerini iki şekilde değerlendirmiştir. Bu yöntemler aşağıdaki şekildedir: (Karataş, 2019: 67) ²⁸

- **Çoklu Fiyat İhalesi:** İhaleye dâhil olan yatırımcılar kendi tekliflerini belirtmektedir. İhale sonuçlandıktan sonra kazanılması halinde teklif ettikleri fiyat üzerinden senet almaktadırlar. Ayrıca senet için farklı bir fiyat ödemeleri yoktur. Bu yüzden aynı fiyatın teklif edilmiş olması haricinde her yatırımcı farklı fiyattan senet almaktadır. Günümüzde uygulanan bir ihale yöntemidir.

- **Tek Fiyat İhalesi:** Diğer ihale türü gibi bütün yatırımcılar ihalede fiyat belirtmektedirler. Fakat ihale sonucunu kazandıkları durumda kendi verdikleri fiyattan farklı bir fiyat üzerinden alım yapmaları gerçekleşebilir. Çünkü ihale sonucunda verilen tekliflerin en düşüğü tek fiyat olarak (Hazine'nin belirlediği) gösterilmektedir. Bu noktada en düşük fiyatı versin veya vermesin tüm yatırımcıların senedi alabilmesi için ödemesi gereken tutar bu fiyattır. Katılımcıların tümü aynı kazancı elde etmişlerdir.

Yılmaz (2015)'e göre, ortalama fiyat şu şekildedir; Hazine, ihalede oluşan ortalama faizi belirlemekte ve ortalamadan yüksek faiz önerenlere, Hazine'nin önerdiği faiz üzerinden iç borçlanma kâğıdı alıp almayacaklarını sorarak, alacağı cevaba göre ihalenin sonucunu karara bağlamaktadır (Yılmaz, 2015: 271).

İhale yöntemiyle gerçekleşen iç borçlanma örneklerine bakıldığında zaman genel olarak bu ihalelerde belirsizliğin yüksek olması durumu faizi arttırdığı bilinmektedir. Bu sebeptendir ki çoğunlukla tercih edilen ihale yöntemi, Hazine'nin miktar ve vadeyi karar verip sadece faizin karar verilmesini ihalenin tercihinin bırakması biçiminde çoklu veya ortalama fiyattan ihale türleridir (Eğilmez, 2015: 47). Bunun yanında bu

²⁸ Ayrıca ihale yönteminde, ilk alıcılı ihale yöntemi sıkça kullanılan bir diğer yöntem olmaktadır. Bu yöntemde göre, Hazine kâğıtlarını ilk ihalede alacak olan alıcılar belirlenerek, ihale bu alıcılar arasında yapılmaktadır. Bunun yanında ilk alıcılar sonradan aldıkları kâğıtları ikinci alıcılara satabilme durumları söz konusudur (Eğilmez ve Kumcu, 2012: 90-91).

ihale türleri: rekabeti artırarak yüksek getiri sağlamakta, kaynak dağılımında etkinlik sağlayarak tekelleşmeye engellemekte, piyasa hakkında bilgi sağlamakta ve şeffaf ve adil bir ihale yöntemi uygulanmasına olanak sağlamaktadır (Bayraktar: 2011: 6).

Ülkemizdeki Hazine ve Maliye Bakanlığı tarafından bugünkü ihale yöntemiyle piyasaya sunulan iç borçlanma senetleri: enflasyona endeksli senetler, sabit faizli-kuponlu tahviller, değişken faizli-kuponlu tahviller, iskontolu senetler ve gelire endeksli senetlerdir. Başka bir söylemle, devlet iç borçlanma senetleri hem kuponlu hem de iskontolu senetlerle satılmaktadır.

3.2.2.5. Kamu İç Borçlanma Senetleri

Türkiye'de iç borçlanma araçları iki şekilde ele alınmaktadır. Bunlar para piyasası nakit işlemleri ve devlet iç borçlanma senetleri olmak üzere iki temel araçtan meydana gelmektedir. Para piyasası nakit işlemleri araçları, devlet iç borçlanma senetleri ihraç edilmeksizin, otuz gün vadeli borçlanmaların yanında kısa vadeli nakit ihtiyaçlarını karşılamak gayesiyle Hazine ve Maliye Bakanlığı tarafından yapılan işlemlere denilmektedir. Ayrıca para piyasası nakit işlemleri araçları üç çeşittir. Bunlar nakit işlemler senedi, geri alım vaadiyle yeniden ihraç ve depo alım ihalesidir. Nakit işlemler senedinde, ihale ile en fazla otuz gün vadeli olmak üzere Hazine ve Maliye Bakanlığı çıkarabilir. Bununla birlikte bu senetler ikincil piyasada alınıp satılabilir, erken itfa edilebilir ve fiziki olarak basılmamaktadır. Geri alım vaadiyle yeniden ihraçta ise Hazine ve Maliye Bakanlığı, en fazla 30 gün içinde geri almak taahhüdü ile daha önce ihraç etmiş olduğu devlet iç borçlanma senetlerini fiziki olarak basılmaksızın yeniden ihraç edebilmesi söz konusudur. Son olarak depo alım ihalesi, Hazine ve Maliye Bakanlığı tarafından devlet iç borçlanma senedi ihraç edilmeksizin ve teminat verilmeksizin azami 30 gün vadeli olmak üzere yapılan kısa vadeli borç alma işlemleri olarak ifade edilmektedir (Bayraktar, 2011: 4). Ülkemizde, Hazine ve Maliye Bakanlığı tarafından yurtiçi yerleşiklerinden iç borçlanma gayesiyle ihraç edilen senetlere Devlet İç Borçlanma Senetleri adı verilmektedir. Bu iç borçlanma senetlerine kısaca DİBS şeklinde ifade edilmektedir.

Ülkemizdeki DİBS'lerin birçok şekilde sınıflandırılması söz konusudur. İlk sınıflandırma, bütçe finansmanı amacıyla ihraç edilen DİBS'ler ve bütçe finansman

amacı dışından ihraç edilen DİBS'ler şeklindedir. Ülkemizde, DİBS'lerin birçoğu bütçe finansmanı amacıyla ihraç edilmektedir. Bu senetler ihracı sonrasında doğrudan nakit girişi sağlarken bütçe finansmanı amacıyla ihraç edilmeyen senetler nakit girişi sağlamamakta kamu bankalarının görev zararları karşılanması ve bankaların bilanço yapılarının iyileştirilmesi için ihraç edilmektedir. Diğer sınıflandırmalar ise vadesinin kısa veya uzun olmasına göre hazine bonosu ve devlet tahvili olması, kupon ödemesi olup olmasına göre kuponlu ya da kuponsuz olması, kuponlular ise sabit ve tahmin edilen faize göre değişken veya sabit faizli olması, sonuncu ise TL ve döviz olarak döviz ise kendi içerisinde döviz cinsi ve dövize endeksli olarak sınıflandırılmıştır.²⁹

3.2.2.5.1. Vadelerine Göre Kamu İç Borçlanma Senetleri

3.2.2.5.1.1. Hazine Bonoları

Hazine Bonoları, Hazine ve Maliye Bakanlığı adına TCMB tarafından Bütçe kanunundaki hükümlere uygun olarak piyasaya sunulmaktadır. Söz konusu bonoların vadesi 1 yıldan uzun olmaması gerekmektedir. İfade edilen bu bir yıllık süre ise Bakanlık tarafından 364 gün olarak belirlenmiştir (HMB, 2020a). Bu bonolar birçok farklı vadeler de çıkarılmakta söz gelimi 3, 6, 9, 12 aylık vadeler şeklindedir. Bu bonoların ödemesi mali yılsonunda hazine tarafından ödenmektedir. Fakat bu borçların bir kısmı mali yılsonunda devamlı olarak ödenmediği durumlar da uzun vadeli borç halini almakta bu durum ekonomi de enflasyonist etkilere sebebiyet oluşturmaktadır (Ulutaş, 1986: 42 aktaran Erol, 1992: 37).

Devlet hazinesi tarafından bonolar piyasaya sürülmektedir. Enflasyon oranının yüksek olduğu ülkeler de enflasyondan korunmak için bu tür kısa vadeli bonolar tercih edilmektedir. Bunun yanında enflasyon oranı istenilen seviyede olan ülkeler, hazinenin bütçe açığının geçici ihtiyacını karşılama ve bankaların likidite durumunu düzenlemek için almaktadır (Bağcı, 2001: 186-187). Bu bonoların söz konusu

²⁹ Ayrıca Gelire Endeksli DİBS'ler de uygulamada bulunmaktadır. Bu senetler, finansman araçların çeşitlendirilmesi, tasarrufların çoğaltılması ve tüm kesimlerin yatırımcı tabanını oluşturması için ihraç edilen vergi dışı gelirlere endekslenmiş senet türüdür. (HMB, 2009: 77). Ülkemizde 2009 yılında, doğrudan satış yöntemi ile 3 yıl vadeli 3 ayda bir kupon ödemeli TL cinsi, 3 yıl vadeli 6 ayda bir kupon ödemeli dolar cinsi gelire endeksli senet ihracı gerçekleşmiştir. Ayrıca TL cinsi senet için her kupon döneminde öngörülen azami kupon ödemesinin % 90'ı garanti verilirken dolar cinsi senet içinse bu oran % 95 olarak belirlenmiştir (Bayraktar, 2011: 5).

taleplerin ve ihtiyaçların karşılanması için çekici faiz oranının olması, kamuya açık olması ve asgari alım miktarının özel kişiler için bu araçları alabilmesine olanak sağlayacak kadar düşük seviyede tutulmalıdır (Grlr, 1998: 51). Ayrıca hazine bonoları en çok bankalar tarafından talep edilmektedir. Çünkü bankalar, bu bonoların ikincil piyasa özelliği ile birlikte likit olmalarından dolayı tercih etmektedir (Aykut, 2019: 19).

3.2.2.5.1.2. Devlet Tahvilleri

Bt yasalarında, hazinenin o dönemki bt yılı içerisinde yapabileceği i borçlanma tutarı belirlenmektedir. Buna göre btde tahmin edilen gelirler toplamı ile denekler toplamı arasındaki farkın bir katına kadar hazine bir yıl ve daha uzun süreli devlet tahvili çıkarmaya yetkilidir (Orhan, 1996: 16).

Devlet tahvilleri, ilk ihraç edildiğinde asgari vadesi 1 yıl ya da daha uzun devlet iç borçlanma senetleri olup üstünde 6 ayda bir ödenecek biçimde ayarlanmış faizsiz kuponları taşıyıp ya da faiz kuponu taşımayıp iskonto ile satılan i borçlanma türüdür. Bunun yanında sıfır kuponlu ve 1 yıl vadeli devlet tahvilleri ihaleyle satışa sunulmaktadır. Devlet tahvilleri, 1985 yılında ihale yöntemiyle bankalara, aracı kurumlara ve tüzel kişilere, 1986 yılında ayrıca özel kişilere ve 1992 yılından sonra da doğrudan doğruya halka arz edilerek satışına başlanmıştış (Akbulak, v.d., 2004: 17-18). Ele alınan iki tür borçlanma türü ile ilgili olarak süre, faiz, zamanlama, verimlilik, satış yöntemleri gibi en uygun koşullar dikkate alınarak ihraç edilen tahvil ve bonoların geri ödenmesine kadar her türlü yönetim ve karar alma konularında Hazine ve Maliye Bakanlığı'nın sorumluluğundadır.

3.2.2.5.2. Kupon Ödemesi Olup Olmamasına Göre Kamu İç Borçlanma Senetleri

3.2.2.5.2.1. Kuponlu Senetler

Kuponlu DİBS, faiz ödemeleri kupon dönemlerinde gerçekleşen, anapara ödemesi vade sonunda olan DİBS'lere denilmektedir. Kuponlu DİBS'ler, sabit faizli ve değişken faizli DİBS olmak üzere ikili bir ayrıma tabidir. Sabit faizli, kuponlu DİBS'lerde bütün kuponlar için farklı faiz uygulanırken değişken faizli, kuponlu DİBS'ler ihalelerde meydana gelen faizlere, enflasyon ve döviz kuruna göre değişebilmektedir (Bayraktar, 2011: 5). Değişken faizli DİBS'ler, faiz oranındaki değişimlere duyarlı olan alıcılarını yüksek bir faiz riskini üstlenmelerini engellemektedir (Yılmaz ve Yılmaz, 2007: 88-89). Ayrıca bu senetler, ihraç tarihinden itfa tarihine kadar geçen süre içerisinde belirli sürelerle kupon faizi ödemesi yapılmaktadır. Son kupon ile beraber üzerinde yazan nominal değeri ödenmektedir. Bunun yanında bu tür senetlerin fiyatı, senede ilişkin tüm kuponların senedi ihraç edildikten sonra kupon ödemesi yapılmış ve taşıdığı kupon sayısı azalmışsa kalan kuponlarını ve itfada ödenecek nominal tutarın bugünkü değerini hesaplanarak (iskonto edilerek) elde edilmektedir (Vardar, 2007: 58).

Son dönemlerde ülkemizde kuponlu senetler içerisinde TÜFE'ye endeksli senetler kurumsal yatırımcıların talep ettiği senetler arasında yerini almıştır. Yer almasının nedeni ise garanti edilen reel getiri oranıdır (Karataş, 2019: 50). Aslında bir bakımdan yatırımcı sermaye kayıplarını önlemek için kendini enflasyona karşı korumaya almakta ve bir getiri de kazanmaktadır (Gürler, 1998: 54).

Ülkemizde ilk kez 2007 yılının şubat ayında ihale yoluyla satılan TÜFE'ye endeksli senet ihracına başlanmıştır. Bu senetler borçlanma vadesinin uzatılması ve yatırımcı tabanının genişletilmesi amacıyla üç ayda bir ihracı söz konusudur (HMB, 2009: 78). Bu senetlerin vadesi 2010 yılından önce 5 yıl iken bu yıldan sonra vadeleri 10 yıl olarak uygulanması gerçekleştirilmiştir. Buna göre, bu senetlerdeki TÜFE'ye endeksleme sadece anapara ödemesi için değil bunun yanında kupon ödemeleri içinde söz konusudur. Bu sayede bütün nakit akımları TÜFE'ye karşı

güvence kapsamına alındığından dolayı reel olarak değer kaybı riski bulunmamaktadır (Karataş, 2019: 50-51).

3.2.2.5.2.2. Kuponsuz Senetler

Kuponsuz senetler diğer adıyla iskontolu senetler, itfa tarihinde sadece anaparası ödemesi yapılıp ve herhangi bir dönemde kupon ödemesi olmayan senetlere denilmektedir. Bu noktada kuponsuz senetlere iskontolu denilmesinin nedeni nominal değerinin altındaki bir bedele piyasaya sunuluyor olmasından kaynaklanmaktadır. Sadece itfa tarihinde anapara ödemesinin olması bir bakımdan getirisinin iskonto edilerek fiyatının belirlenmesinden dolayıdır. Yine bu senetler için kilit nokta yatırımcıların ödemeye gönüllü oldukları tutarlar olmaktadır. Bu fiyatta doğal olarak senedin nominal değerinden az olmaktadır (Aykut, 2019: 19-20). Diğer bir söylemle, kuponsuz senetler de yatırımcı, senedin iskontolu değerini ödemektedir. Bunun yanında yatırımcının elde ettiği faiz, senedin nominal değeri ile iskontolu değeri arasındaki fark olmakta anapara ve faiz ödemesi tek seferde vade tarihinde gerçekleşmektedir. Bir örnek verilirse, yatırımcı 100 TL nominal değerli, 22 ay vadeli bir Hazine Bonosunu 90 TL'ye (iskontolu değeri) satın alıyorsa, yatırımcının vade sonunda (100 TL – 90TL) 10 TL faiz getirisi kazanmaktadır (HMB, 2020a).

3.2.2.5.3. Yerli Para Cinsinden ve Döviz Cinsinden Kamu İç Borçlanma Senetleri

Ülkemizde, iç borçlanma araçları yerli para ve yabancı para cinsinden de yapılmaktadır. Söz konusu iç borçlanma araçları ilgili olduğu para cinsinden ihraç edilirken ayrıca iç borç geri ödemeleri de ilgili para cinsinden yapılmaktadır.

Döviz cinsinden ihraç edilen değerler, ilgili döviz kurunda ortaya çıkan değişiklikleri içinde barındırdığından bu tip değerlerle ilgili bir kur riskinden söz etmemiz mümkün değildir. Buna göre iç borçlanma da ihraç edilen değerlerin para cinsine göre, iç borçlanma etkileri de farklılaşabilmektedir (Vardar, 2007: 60).

3.2.2.5.4. Kira Sertifikası

Diğer bir borçlanma aracı olan kira sertifikası, her türlü varlık ve hakkın finansmanını sağlamak gayesiyle varlık kiralama şirketi tarafından ihraç edilen ve sahiplerinin bu varlık veya haktan elde edilen gelirlerden payları oranında hak sahibi olmalarını sağlayan değerli bir menkul kıymet türüdür. Buna göre, tanıtımda yer alan hak; kira sertifikaları ihracına dayanak her türlü hakkı, varlık ise kira sertifikaları ihracına dayanak haklar dışındaki her türlü varlığı temsil etmektedir. Kira sertifikalarının ihracı başta halka sunmak üzere nitelikli yatırımcılara satılmak üzere çıkarılmıştır (BİST, 2020). Ayrıca kira sertifikasının farklı bir türü olan altına dayalı kira sertifikası da piyasaya sürülen yeni bir borçlanma aracıdır. Bunun yanında kira sertifikası, ülkemizde 2012 yılından itibaren ihracı gerçekleştirilmektedir. Diğer kira sertifikalarında olduğu gibi gayrimenkul alım satımına ve söz konusu gayrimenkulün kiralanmasına dayalı bir kira sertifikası çeşididir. Bu araç özellikle faize duyarlılığı olan yatırımcılar için oluşturulmuştur. Bu sertifikalara ilişkin bazı bilgileri şu şekilde ele alabiliriz:

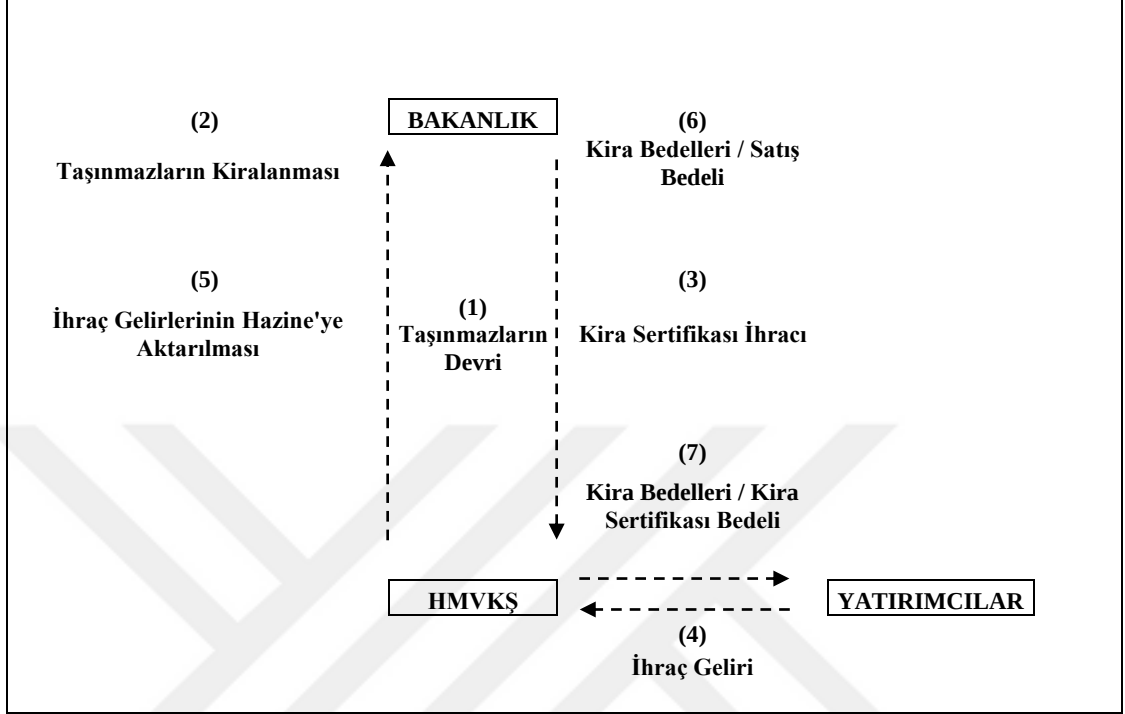
- Kira sertifikaları belirli dönemlerde yatırımcılardan elde edilecek talebe göre ihraç edilip bununla birlikte bu sertifikalar doğrudan satış yöntemi ile ihracı gerçekleştirilmektedir,
- TL cinsi bu sertifikaların nominal değeri 100 TL'dir,
- 6 ayda bir kira ödemeli ihracı söz konusudur,
- Kira sertifikaları Borsa İstanbul Borçlanma Araçları Piyasası'nda işlem görmektedir,
- Kira sertifikaları, 4734 sayılı Kamu İhale Kanunu uygulamasında teminat olarak kabul edilmesinin yanı sıra ayrıca Hazine tarafından yapılan Milli Emlak satışlarının ödemesinde kabul edilmektedir,
- Kira sertifikaları, menkul kıymet ve diğer sermaye piyasası araçları gibi mevcut vergi mevzuatına tabidir. Buna göre, bu sertifikaların vergilendirilmesi Gelir Vergisi Kanunu'nun Geçici 67 nci maddesi uyarınca vergilendirilmesi gerçekleştirilmektedir,

- Resmi Gazete de bu sertifikaların gösterge niteliğindeki değerleri günlük olarak yayımlanmaktadır,
- HMKŞ, kiraya vermiş olduğu taşınmazları zorunlu ve yararlı gördüğü takdirde eş değeri bir varlık ile takas, satın alma ve satma gibi yetkilere sahiptir,
- Kira sertifikası ihracını kazanmasına rağmen üzerine düşen sorumluluğu tamamen veya kısmen yerine getirmeyen katılımcılar en az 4 doğrudan satışa yüzde 20 teminatla katılımı zorunluluk teşkil etmektedir. Eğer katılımcı yüzde 20 ile ihraca girerse, katılımcı ihraçta elde ettiğı değerin sonrasında teminatın üzerine yatırması gerektiğı değeri yatırmazsa bir sonraki ihraçlarda yüzde 100 teminatla katılması durumundadır. Bunun yanında yükseltilmiş teminatla en az 4 ihraca katıldıktan sonra Hazine ve Maliye Bakanlığı'nın uygun görüşü alınarak ihraca katılım teminatsız olarak başvurulabilir (HMB, 2018: 5).

Hazine ve Maliye Bakanlığı Varlık Kiralama Anonim Şirketi (HMKŞ) tarafından ihraç edilen kira sertifikasının işleyiş yapısı aşağıdaki şekilde gösterilmektedir.³⁰

³⁰ Şekildeki numaralandırma kira sertifikasına ilişkin genel işleyişini ifade etmektedir.

Şekil 3.1. Kira Sertifikası İhraç Süreci



Kaynak: Hazine ve Maliye Bakanlığı, 2018: 3.

Yurtiçi ve yurtdışı piyasalarda ihracı gerçekleştirilen kira sertifikaları 2013 yılından itibaren yurtiçi piyasada düzenli olarak ihraç edilmektedir. Bu noktada, 2018 yılı içerisinde Şubat, Haziran, Eylül ve Kasım aylarında yurtiçi piyasa da toplam kira sertifikası ihracı 2,3 milyar TL tutarında ihraç başarıyla uygulanmıştır (SBB, 2019: 216).

3.2.2.5.5. Altın Tahvili ve Altına Dayalı Kira Sertifikası

Ülkemizde T.C. Hazine ve Maliye Bakanlığı ihraç edilen iç borçlanma araçlarının yelpazesinin ve yatırımcı tabanının çeşitlendirilmesi için altın tahvili ve altına dayalı kira sertifikası uygulamasını başlatmıştır. Bu uygulamaya göre, yastık altındaki altınların ekonomiye kazandırılması ve ülke rezervlerinin artırılması için fiziki altına yatırım yapmış olan bireysel yatırımcılara belirli bir getiri sağlayarak altın tahvili ihraç edilmesi yönünde karar alınmıştır.³¹ Altın tahvili belirli tarihlerde yatırımcılardan toplanacak talebe göre ihraç edilip yatırımcısına her 6 ayda bir TL

³¹ Tahvil konvansiyonel bir araç olarak uygulanırken, sertifika ise faizsiz bir seçenek olarak düşünülmüştür (Aykut, 2019: 24).

cinsinden altın fiyatına endeksli kupon ödemektedir. Buna göre kuponun oranı, senedin vadesi boyunca sabit kalmakta olup yatırımcının elde edeceği TL getiri tutarı ise altın fiyatlarında meydana gelecek olan değişmelere göre farklılık oluşturabilmektedir (HMB, 2019b: 1-5).

Tahviller 995/1000 saflıktaki 1 kg'lık külçe altınlar esas alınarak ihraç edilmektedir. İlaveten bu husustaki altın ise hem uluslararası ölçütleri dikkate almakta, hem de Kıymetli Maden Standartları ve Rafineleri Hakkında Tebliğ dâhilinde standart işlenmemiş altın tanımını dikkate alarak LBMA (London Bullion Market Association) sertifikalı olarak kabulü gerçekleşmektedir. Bu noktada yatırımcılara valör tarihinde 1000/1000 saflıktaki 1 gram altın için 1 adet tahvil/sertifika ihraç edilmesi sağlanmaktadır. Bu nedenle az önce ifade edilen 995/1000 saflıktaki 1 kg'lık külçe altın için 995 adet tahvil veya sertifika ihraç edilirken bir yatırımcı asgari 995 adet tahvil veya sertifika alarak katılımını gerçekleştirmektedir (HMB, 2019b: 1-2).

Altın tahvili yatırımcılarına birçok avantaj sunmaktadır. Bu avantajlar, yatırımcılar vade tarihinden önce isterlerse altın tahvilini sadece bir başka gerçek kişiye satabilir veya devredebilir. Bakanlar Kurulu kararı ile yastık altındaki altınların ekonomiye kazandırılması amacıyla ihraç edilmesi düşünülen altın tahvilinden elde edilecek getiriler için stopaj oranı %0 olarak belirlenmesi karar kılınmıştır. Diğer yandan altın tahvilinden sadece bireysel yatırımcılar (gerçek kişiler) faydalanabilecek olup kurumsal yatırımcılar (tüzel kişiler) söz konusu altın tahviline yatırım yapmaları söz konusu değildir. Son olarak altın tahvillerinin gösterge niteliğindeki fiyatları günlük olarak Resmi Gazete de yayımlanması gerçekleşmektedir (HMB, 2019b: 5-9).

2017 yılı Ekim ayında ilk defa Altın Tahvili ve Altına Dayalı Kira Sertifikası ihracına başlanmıştır. Bu kapsamda, 2017 yılında 2,46 ton altın karşılığı senet ihracı gerçekleştirilmiş ve söz konusu bu ihraçların uygulanmasına 2018 yılında da devam edilmiş olup 2018 yılı Nisan ayında toplam 1,92 ton altın karşılığı senet ihracı gerçekleşmiştir (SBB, 2019a: 216-217).

3.3. Türkiye’de İç Borçlanmada Orijinal Günah, Yurtiçi Orijinal Günaha İlişkin Göstergeler ve Hesaplamalar

3.3.1. İç Borçlanmada Orijinal Günah

3.3.1.1. Orijinal Günah Kavramı

Genel olarak Türkiye gibi gelişmekte olan ülkelerde politika yapıcılara güvenin az olması, para politikasının sürdürülebilirliğine ilişkin olumlu beklentilerin olmaması, yerel finansal piyasanın yeterince gelişmemesi ve yerel yatırımcılar için yeterli varlık çeşitliliğinin sunulamaması gibi özelliklerin var olması söz konusu ülkelerde borç yönetim kurumunun kendi paraları cinsinden uzun dönemli ve sabit faizli borçlanma durumunu zora sokmaktadır. Bu durum uluslararası ekonomi literatüründe orijinal günah olarak nitelendirilmektedir. Bu kavram, ilk olarak Eichengreen ve Hausmann (1999), katkılarıyla literatüre kazandırılmıştır. Daha sonraki yıllarda Eichengreen, Hausmann ve Panizza (2003, 2007)’in çalışmaları ile literatür genişletilmiştir.

Orijinal günah, bir ülkenin hem yerli parasıyla dış piyasalardan kısa vadeli de olsa borçlanamaması hem de yurtiçi piyasada yerli parasıyla uzun vadeli borçlanma imkanı olmaması olarak tanımlanır (Eichengreen and Hausmann, 1999: 3; Hausmann and Panizza, 2003a: 958; Eichengreen et. al., 2003: 2). Bu kavram yurtiçi orijinal günah ve yurtdışı orijinal günah olarak kendi içerisinde ikili bir ayrımı söz konusudur. Yurtiçi orijinal günah, bir ülkenin yurtiçi piyasalarda yerli para üzerinden sabit faizle ve uzun vadeli borçlanamamasıdır. Yurtdışı orijinal günah ise, yerli para birimi üzerinden yurtdışı piyasalardan borçlanamamasını ifade etmektedir. Diğer bir ifadeyle bu kavram, ülkelerin iç ve dış piyasalarda sadece döviz cinsinden borçlanabildiklerini açıklamaktadır. Bunun yanında, orijinal günah dahilinde döviz cinsinden borçlanma yapılmasa bile söz konusu yerli para ile sadece kısa vadeli ve sabit faizli veya uzun vadeli ve değişken faizli borçlanılabileceğini göstermektedir. Bu durum, ekonomide vade veya kur uyumsuzluğu problemlerini ortaya çıkarmaktadır (Hausmann and Panizza, 2003b: 8-12; Eichengreen et. al., 2007: 147-149; Yavuz, 2009b: 283).

3.3.1.2. Faydaları ve Zararları

Etkin bir borçlanma politikası bakımından borç kompozisyonunun risk yapısı önemlidir. Borç kompozisyonun içinde faizin sabit veya değişken olması kırılabilirliği belirleyen önemli bir unsurdur. Bu kapsamda borç kompozisyonu içinde sabit faizli borçlanmanın fazla olması, borç yönetiminin etkinliğinin arttırdığını ve ekonomik yapının içerdiği risk unsurunu azalttığını göstermektedir. Başka bir bakımdan, güven ortamının bulunmadığı, geleceğe yönelik olumlu havanın hakim olmadığı hallerde borç verenlerin sabit faizli borç vermek istememeleri nedeniyle değişken faizli borçlanma miktarı artmaktadır. Yani borç kompozisyonu içinde değişken faizli borçlanma düzeyi yükselmektedir.

Etkin borçlanma için diğer bir husus kamu borç stoku içindeki dövizle yapılan borcun büyüklüğüdür. Söz konusu alınan borçların döviz cinsinden kompozisyonu, borcun seviyesini ve maliyetini önemli derecede belirlediği gibi ayrıca bu kompozisyonun iyi idare edilmesi de son derece önem taşımaktadır. Borçların döviz cinsinden kompozisyonu, döviz kurlarındaki dalgalanmaya bağlı olarak borcun maliyetini önemli bir biçimde artırmaktadır. Döviz cinsinden borçlanma düzeyinin artması, kamu borcunun döviz kurlarındaki ani değişimlere oldukça kırılabilir olmasına yol açar. Başka bir deyişle, döviz kurları aşağı doğru ivme kazandığında kamu borcunun ulusal para cinsinden reel değerinde bir düşüş gerçekleşirken, döviz kurları yükseldiğinde ise kamu borcunun ulusal para cinsinden değerinde bir yükselme olmaktadır. Bu nedenle dolayı döviz kuru riskinden korunmak amacıyla kamu borç stoku içinde döviz cinsinden borçlanmanın makul bir düzeyde tutulması gerekmektedir. Bu bakımdan borç stokundaki borçlanılan para biriminin kompozisyonu son derece önemli bir husus olarak karşımıza çıkmaktadır (Bayraktar, 2010: 472-473).

Ulusal para ile borçlanmanın artması ve sabit faizli borçlanmanın göreceli olarak değişken faizli borçlanmaya göre daha çok artması, faiz ve kur riskine karşı kırılabilirliği azaltmakta diğer bir söylemle, orijinal günah seviyesini düşürmektedir (Bayraktar, 2010: 475). Başka bir açıdan bakılırsa, orijinal günah seviyesi yüksek olan ülkelerin borç stoku ile ilgili vade veya kur uyumsuzluğu sorunlarının meydana gelmesi durumunda ortaya çıkan dengesizliklerin yeni borçlanmayla karşılanması

mevcut borç stokunu daha da yükseltmekte, bu durum orijinal günahı dolaylı yoldan da olsa artırmaktadır (Akduğan, 2017: 185). Söz konusu durum ülkelerin varlık ve yükümlülükleri üzerinden para cinsi ve vade uyumsuzluğundan kaynaklı finansal krizlere yol açabilmektedir (Bal v.d., 2017: 246).

Yurtiçi orijinal günahın yüksek olduğu ülkelerde enflasyon ve borcun GSYİH'ya oranına yüksek olduğu bilinmektedir. Aynı zamanda yüksek oranda orijinal günaha sahip ülkelerin getiri eğrilerinin eğimi ters ve yatırımcı tabanın boyutu da azdır. Bu açıdan güvenilirliği yüksek iktisat politikaları, cazip getiri eğrileri, geniş yatırımcı tabanı, yurtiçi orijinal günahın seviyesini düşürmek için yararlıdır. Bu hususta, getiri eğrilerinin iyileştirilmesi, yatırımcı tabanının genişletilmesi, yurtiçi borç riskliliğinin azaltılması, daha güvenilir, endekslemeye ihtiyaç duyulmayan ulusal para cinsi borçlanma araçlarının kullanılması, borç servisinde enflasyonun etkisinin düşürülmesi ülkede yurtiçi orijinal günahı azaltmak için katkı sağlamaktadır (Mehl and Reynaud, 2005: 7-8).

3.3.2. Türkiye’de Yurtiçi Orijinal Günaha İlişkin Göstergeler (2000-2020)

3.3.2.1. İç Borç Stokunun Yapısı ve Miktarı

Türkiye ekonomisinin iç borç stokunda, ekonomik kriz ve seçim dönemleri nedeniyle artış görülmüştür. Ayrıca bu dönemde iç borç stokunun artmasına neden olan diğer bir durum Hazine’nin dış borçlardan iç borçlara yönelmesidir. 2001 yılında meydana gelen likidite krizi, iç borç stokunu 2000 yılına göre %235’lik bir artış gerçekleşmesine neden olmuştur. Fakat ekonomik kriz sonrasında hükümetin mali disipline odaklanmasıyla iç borç stokundaki artış bir önceki yıla göre sadece % 10’unun altında gerçekleşmiştir (Tablo 2.1).

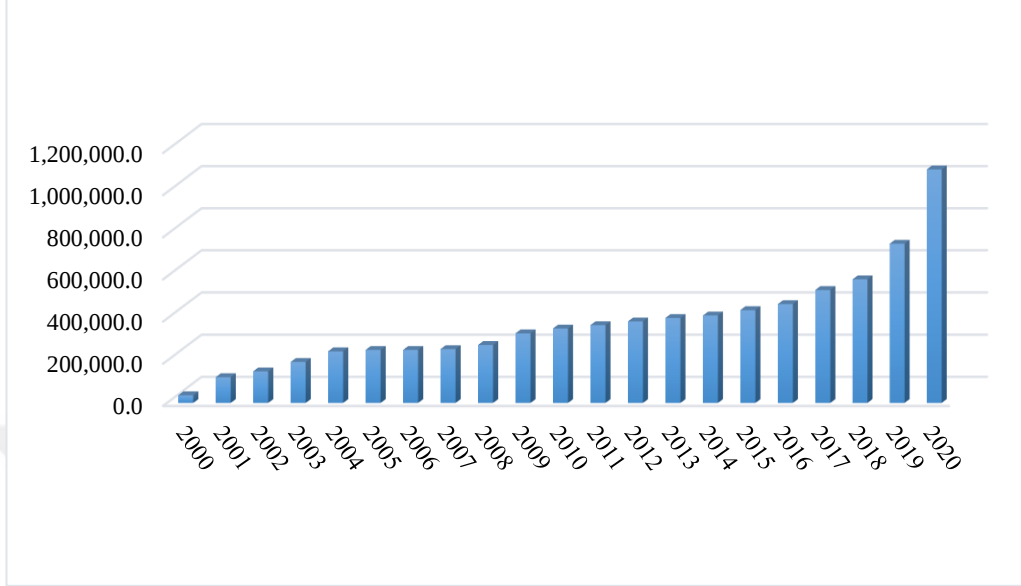
Tablo 3.5: İç Borç Stoku Gelişimi (Milyon TL)

Yıllar	İç Borç Stoku
2000	36.420.620
2001	122.157.260
2002	149.869.691
2003	194.386.700
2004	224.482.922
2005	244.781.857
2006	251.470.000
2007	255.310.000
2008	274.827.296
2009	330.004.579
2010	352.841.138
2011	368.778.426
2012	386.541.675
2013	403.006.952
2014	414.648.521
2015	440.124.283
2016	468.644.329
2017	535.447.617
2018	586.142.000
2019	755.052.000
2020(Ocak-Ekim)	1.108.393.000

Kaynak: T.C. Hazine ve Maliye Bakanlığı, Merkezi Yönetim İç Borç İstatistikleri ve Kamu Borç Yönetimi Raporu verileri kullanılarak hazırlanmıştır.

Türkiye'nin iç borç stokunun ani artış gösterdiği 2009 yılı ve sonrası, 2008 yılında ortaya çıkan küresel krizden etkilenmiştir. Krizin başlangıç yılı olan 2008 yılında iç borç stoku yaklaşık olarak 274 milyon TL seviyesinden 2009 yılında yaklaşık olarak 330 milyon TL seviyesine ulaşmıştır. Bu yükseliş artarak devam ederek 2015 yılında 440 milyon TL'ye, 2019 yılında ise yaklaşık olarak 755 milyon TL seviyesine erişmiştir. Günümüzde ise 2020 yılının ilk on ay verilerine göre iç borç stoku 1 milyar TL seviyesine ulaşarak kendini sürekli artırmıştır. Ayrıca krizin başlangıç stoku ile 2020 yılının ilk on ay stokunu kıyaslarsak %400 oranında stokun yükseldiği dikkat edici noktalardandır (Tablo 2.1).

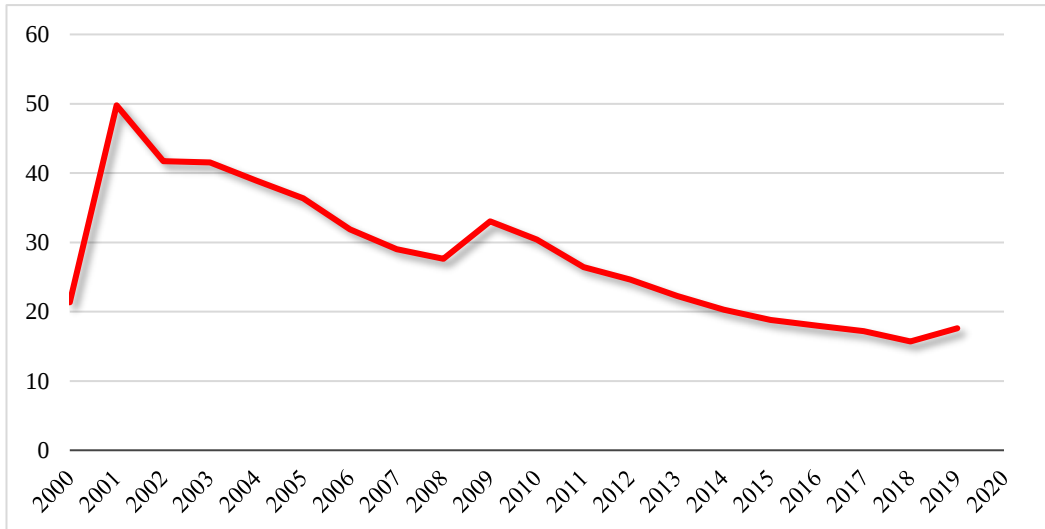
Grafik 3.1: İç Borç Stoku Gelişimi (Milyon TL)



Kaynak: T.C. Hazine ve Maliye Bakanlığı, Merkezi Yönetim İç Borç İstatistikleri ve Kamu Borç Yönetimi Raporu verileri kullanılarak hazırlanmıştır.

Dikkat edilmesi gereken bir diğer nokta 2000 yılıyla birlikte günümüze kadar iç borç stokunun sürekli arttığı görülmektedir (Grafik 3.1).

Grafik 3.2: İç Borç Stoku / GSYH



Kaynak: T.C. Hazine ve Maliye Bakanlığı, Merkezi Yönetim İç Borç İstatistikleri ve Kamu Borç Yönetimi Raporu verileri kullanılarak hazırlanmıştır.

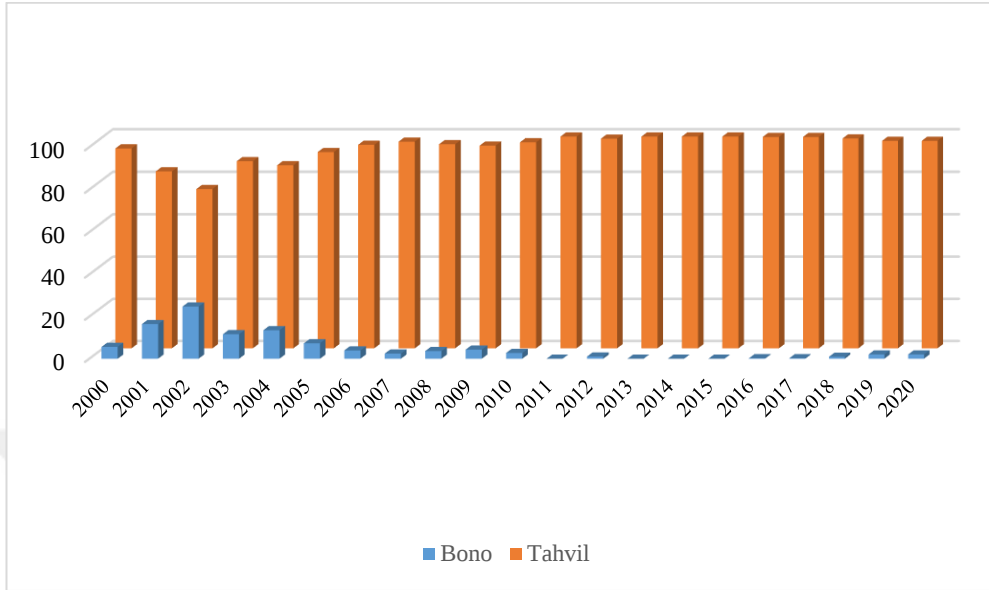
İç borç yükü, bir ülkenin bir dönemdeki toplam iç borç stokunun o dönemdeki GSYH'ye oranını ifade etmektedir. Bu oran bir ülkenin borçlanmasından dolayı katlandığı maliyetin önemli göstergelerinden biridir.

İç borç yükünü ifade eden bu oran, özellikle ekonomik kriz yıllarında GSYH'nin azalması sebebiyle 2001 yılında %50'ye kadar artmıştır. 2008 küresel kriz öncesinde %30'un altına düşmesine rağmen 2009 yılında hem stokun artış hızının artması hem de büyüme seviyesinin yükselmesiyle birlikte bu oran %35 seviyesini zorlamıştır. Krizin etkisinin ortadan kalkmasıyla birlikte günümüze kadar kademeli bir şekilde ivme kaybetmiştir. 2018 yılında söz konusu oran %15,7'ye kadar gerilemiştir. Fakat 2019 yılında, tekrar artış göstererek %17,6 seviyesine yükselmiştir (Grafik 3.2).

3.3.2.2. İç Borç Stokunun Vade Yapısı

Ülkemizde iç borç stokunun vade yapısı kendi içerisinde hazine bonosu ve devlet tahvili olarak ikiye ayrılmaktadır. Vadesi bir yıla kadar olanlara hazine bonosu bir yıldan uzun olanlara ise devlet tahvili denilmektedir. Genel bir ifade ile devlet tahvillerinin payı iç borç stoku içerisinde hazine bonosuna göre daha fazladır.

Grafik 3.3: İç Borç Stokunun Vade Yapısı (% Pay)



Kaynak: T.C. Hazine ve Maliye Bakanlığı, Merkezi Yönetim İç Borç İstatistikleri ve Kamu Borç Yönetimi Raporu verileri kullanılarak hazırlanmıştır.

Türkiye’de 2000 ve 2001 yılında vuku bulan Kasım ve Şubat krizleri Hazine’nin kısa vadeli borçlanmasını zorunlu kılarak hem borçlanmada uzun vadeyi azaltmış hem de borcun faiz ödemelerinin artmasına neden olmuştur. 2000 yılında %5,6 seviyesinde olan hazine bonusu, 2001 yılında %16,4 seviyesine yükselmiştir. Bu yükseliş ivme kaybetmeden 2002 yılında %24,7 oranına ulaşmıştır. 2004 yılı hariç, likidite krizine kadar hazine bonusu oranı düşerken devlet tahvili oranı yükselmiştir. Hazine bonosunun payı, likidite krizi dönemindeki (2008, 2009 ve 2010 yılları) toplam içinde %3,5 seviyesinde gerçekleşmiştir (Grafik 3.3).

İç borç stoku içindeki devlet tahvillerinin payı, 2000 yılında %94,4 seviyesinde iken krizden dolayı 2001 yılıyla birlikte 2004 yılının sonuna kadar yaklaşık olarak her yıl döneminde devlet tahvilleri %83 oranında pay almıştır. Devlet tahvilinin 2008 yılındaki likidite krizinin başlangıcından 2010 yılının sonuna kadar toplam içindeki payı ise %96,5’tir (Grafik 3.3).

İç borç stoku içindeki devlet tahvillerinin payı yıllar itibarıyla hazine bonosunun payını geçerek günümüzdeki şeklini almıştır. Bilhassa, Hazine 2011 yılında sadece uzun vadeli borçlanmış bu sayede hazine bonosunun payı sıfır seviyesine erişmiştir.

Fakat 2012 yılında Hazine %2 oranında kısa vadeli borçlanmaya gitmiştir. 2013 yılından 2018'e kadar devlet tahvillerinin payı yaklaşık olarak %100'e ulaşmıştır. Başka bir ifade ile iç borç stokun tamamı tahvillerden meydana gelmiştir. 2019 yılında ve günümüzde ise kısa vadeli borçlanmaya %2 oranında gidilmiş, uzun vadeli borçlanma ise %98 oranında kalmıştır (Grafik 3.3).

3.3.2.3. İç Borç Stokunun Döviz ve Faiz Yapısı

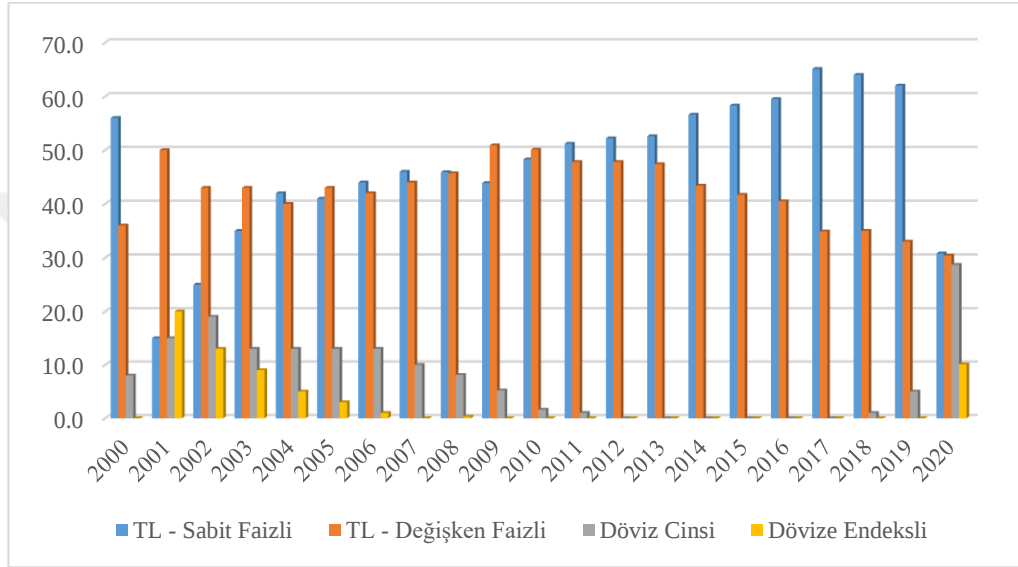
İç borç stokunu oluşturan borçlanılan para birimleri yurtiçi orijinal günahın derecesini belirleyen en önemli unsurlardan birisidir. Bir ülkede yurtiçi orijinal günahın yüksek olması, Hazine'nin milli para biriminden sabit faizli uzun vadeli borçlanamadığını göstermektedir. Bu çerçevede, 1998 ve 1999 yıllarında iç borç stoku içinde TL cinsi sabit ve değişken faizli senetlere ağırlık verildiği, döviz cinsi senetlerin payının ise düşürüldüğü görülmektedir (Yılmaz, 2018: 8). Fakat 2000 ve 2001 yılında meydana gelen kasım ve şubat krizleri iç borç stoku içindeki döviz ve faiz yapısını bozmuştur. Bu durum döviz cinsinden ve dövize endeksli senetlerin iç borç stoku içindeki paylarını yükseltmiştir. Sonuç olarak iç borç stokunun dövize ve faize karşı hassaslığını artırmıştır.

Yavuz (2009)'a göre söz konusu stok içerisindeki farklılığın ana nedeni, TMSF'ye devredilen bankaların bilanço yapılarının düzeltilebilmesi için kısa vadeli TL cinsi senetlerin, uzun vadeli döviz cinsi, dövize endeksli ve değişken faizli senetlerle değişimi gayesiyle uygulanan takas operasyonu ve TL'de meydana gelen devalüasyonun TL'ye olan güveni düşürmesi nedeniyle iç borç stoku içerisinde döviz cinsi, dövize endeksli ve değişken faizli senetlerin payını yükseltmiştir (Yavuz, 2009b: 285). Tüm bu gelişmeler dikkate alındığında, yurtiçi orijinal günah göstergelerinin kriz sonrası süreçte hem bankacılık sektörünün finansal yapısının güçlendirilmesi amacıyla getirilen değişiklikler hem de borçlanma koşullarındaki kötüleşmeye bağlı olarak yükseldiği ifade edilmektedir (Gürcühan ve Yılmaz: 2007: 6).

Türkiye'de, gerçekleşen krizden dolayı 2000 yılında TL cinsinden sabit faizli senetlerin payı iç borç stoku içerisinde %56'ya düşerken TL cinsi değişken faizlilerin payı ise %36'ya tırmanmıştır. Bunun yanında döviz cinsi senetlerin payı %8'e

yükselmiştir. 2001 kriz yılında ise TL cinsinden sabit faizli senetlerin payı %15'e düşerken, TL cinsi değişken faizli senetler ise iç borç stokunun yarısına tekabül etmiştir. Döviz cinsinden senetlerin iç borç stoku içindeki payı %15'e yükselirken dövizde endeksli senetlerin payı ise %20 çıkmıştır (Grafik 3.4).

Grafik 3.4: İç Borç Stokunun Döviz-Faiz Yapısı (% Pay)



Kaynak: T.C. Hazine ve Maliye Bakanlığı, Merkezi Yönetim İç Borç İstatistikleri ve Kamu Borç Yönetimi Raporu verileri kullanılarak hazırlanmıştır.

2002 ve 2003 yıllarında meydana gelen krizin etkisinden dolayı faiz riski ve döviz kuru riski iç borç stokunun içerisinde kendisini hissettirmeye başlamıştır. 2002 ve 2003 yıllarında iç borç stoku içinde değişken faizli senetlerin payı %43 olarak gerçekleşmiştir. Sabit faizli senetlerin payı ise 2002 yılında %25, 2003 yılında %35 yükselmiştir. Ayrıca bu yıllarda döviz kuru riski yükselmeye devam etmiştir. Bu noktada 2002 yılında döviz cinsi senetler stok içerisinde %19 pay alırken dövizde endeksli senetler ise % 13 pay almıştır (Grafik 3.4).

Ülkemizde 2004 yılından itibaren kamu borç yönetiminde uygulamaya konulan stratejik ölçütler kapsamında borçlanma stratejisine uygun bir şekilde TL cinsi senetlerinin payı yükseltilmeye çalışılmıştır. Bu kapsamda 2004-2013 yılları aralığında TL cinsi sabit faizli senetler ile değişken faizli senetlerin payı %46 civarında birbirine eşittir. 2004-2013 yılları arasında ise döviz cinsi ve dövizde

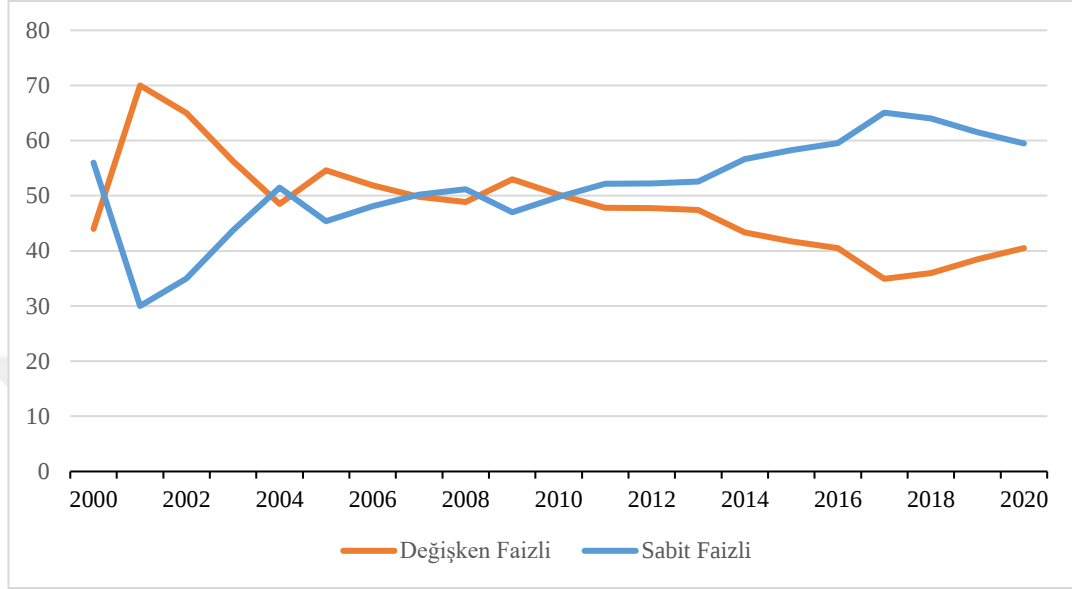
endeksli senetlerin stok içindeki payı toplamda yaklaşık olarak %8 oranında gerçekleşmiştir (Grafik 3.4).

2012 yılından 2017 yılına kadar hem döviz cinsinden hem de dövize endeksli senetler iç borç stoku içinde sıfırlanmıştır. Bu hususta kamu borç yönetiminde döviz riskini minimize etme çabaları başarıyla sonuçlanmıştır. Diğer taraftan stok içerisinde TL cinsi değişken faizli senetlerin payı yaklaşık olarak %42 seviyesindedir ve bu durum stok içerisinde faiz riskinin devam ettiğini göstermektedir (Grafik 3.4). Eğer kamu borç yönetiminde faiz riski minimize edilmek isteniyorsa TL cinsi borçlanmanın ağırlıklı olarak sabit faizli senetlerle yapılması gerekmektedir.

2018 yılından itibaren Hazine, iç borçlanma stratejilerinde değişikliğe gitmiştir. Bu çerçevede, Hazine hem TL cinsi değişken faizli senetlerin hem de döviz cinsinden senetlerin ihracını artırmaya yönelmiştir. 2018 yılından itibaren dolar ve euro cinsi devlet tahvili ihraç eden Hazine, 2019 yılıyla birlikte dolar ve euro cinsi kira sertifikası ihracına başlamıştır. Bu kapsamda, iç borç stoku içerisinde TL cinsi değişken faizli senetlerin payı 2017 ve 2018 yıllarında %35, 2019 yılında %33 iken 2020 yılının ocak-ekim döneminde %30'dur. 2017 yılında iç borç stoku içerisinde döviz cinsi ve dövize endeksli senetlerin payı bulunmamaktadır. Fakat 2018 yılında döviz cinsi senetler %1 oranında paya sahip olurken 2019 yılında ciddi bir ivme kazanarak %5 seviyesine gelmiştir. 2020 yılının ocak-ekim döneminde, döviz cinsi ve dövize endekli senetlerin payı %38 oranına çıkarak iç borç stoku içerisinde en yüksek seviyeye ulaşmıştır (Grafik 3.4).

Sonuç olarak iç borç stoku içerisinde TL cinsi değişken faizli ve döviz cinsinden senetlerin artmasıyla TL'ye güven azalarak değer kaybetmektedir. Bu durum Hazine kurumunun yükümlülüklerini artırmıştır. Sonuçta her borcun bir alacaklısı olduğundan alacaklıya borcun anapara ve kazancının sunulduğu bir vade bulunmaktadır. Söz konusu borcun vadesinde döviz cinsi senetlerin servisi sağlanırken TL'nin değer kaybı daha belirgin olarak gözükmemektedir (Yılmaz, 2020).

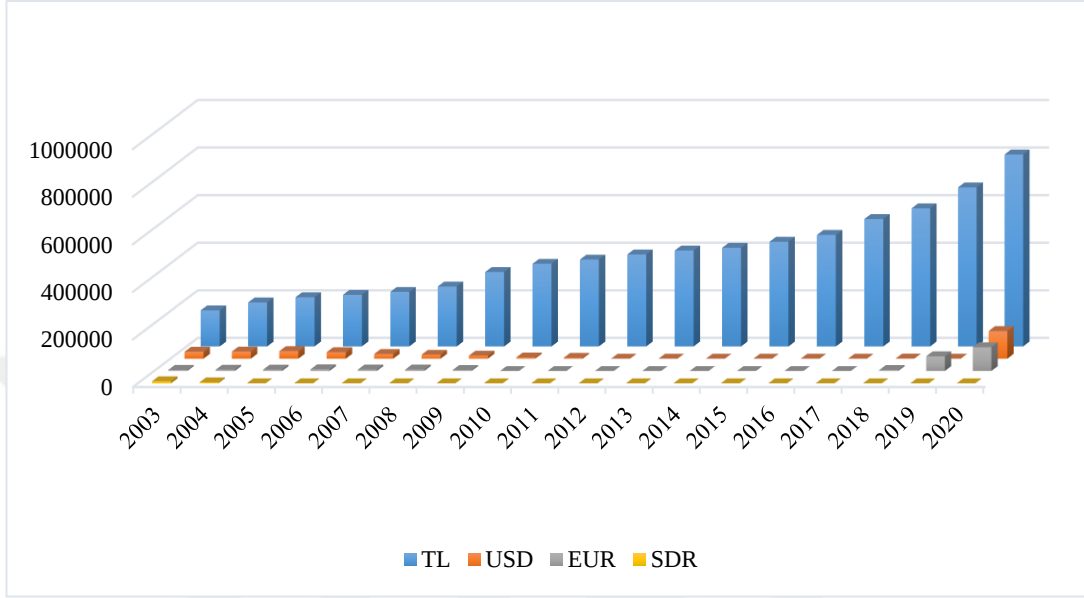
Grafik 3.5: İç Borç Stokunun Sabit Faizli - Değişken Faizli Yapısı (% Pay)



Kaynak: T.C. Hazine ve Maliye Bakanlığı, Merkezi Yönetim İç Borç İstatistikleri ve Kamu Borç Yönetimi Raporu verileri kullanılarak hazırlanmıştır.

2018 yılından günümüze kadar iç borç stokunun sabit faizli ve değişken faizli yapısı, değişken faizli iç borç senetlerinin lehine yön kazandığı görülmektedir (Grafik 3.5). Bu durum Hazine'nin söz konusu yıldan itibaren iç borçlanma stratejilerini değiştirdiğini göstermektedir. Bir nevi, Hazine artık hem TL cinsinden değişken faizli senetlere hem de döviz cinsi senetlere öncelik vermektedir.

Grafik 3.6: İç Borç Stokunda Para Birimleri (Milyon TL)



Kaynak: T.C. Hazine ve Maliye Bakanlığı, Merkezi Yönetim İç Borç İstatistikleri ve Kamu Borç Yönetimi Raporu verileri kullanılarak hazırlanmıştır.

Hazine'nin 2000 sonrası iç borç stokunda TL cinsi borçlanmanın payı sürekli arttığı görülmektedir. Hatta bu artış 2010 yılında %99 tırmanmıştır. 2012 yılından 2017 yılına kadar TL cinsi senetlerin payı iç stokunun tamamını oluşturmuştur. 2018 yılında Hazine'nin değişen iç borçlanma stratejileri sonucunda, döviz cinsi ve dövize endeksli para birimleri olan ABD doları ve Euro'nun payında bir miktar artış gerçekleşmiş, bu artış günümüze kadar artarak devam etmektedir (Grafik 3.6).³²

³² İç borç stokundaki SDR para birimi, 2005 yılından günümüze kadar borçlanmada tercih edilmemektedir.

3.3.3. Türkiye’de Yurtiçi Orijinal Günahın Hesaplanması

3.3.3.1. Literatür ve Yöntem

Orijinal günah, yurtdışı ve yurtiçi olmak üzere iki kısımda incelenmektedir. Yurtiçi orijinal günah, Hausmann ve Panizza (2003)’nın çalışmalarında beş bileşene göre sınıflandırılmıştır. Söz konusu beş bileşen iç borç stokunun kapsamındadır. Bu beş bileşen şunlardır (Hausmann and Panizza 2003a: 963-964):

- Uzun vadeli sabit faizli iç borç stoku (UVSF),
- Uzun vadeli, kısa vadeli faizlere endeksli iç borç stoku (UVFE),
- Kısa vadeli sabit faizli iç borç stoku (KVSF),
- Uzun vadeli enflasyona endeksli iç borç stoku (UVEE),
- Döviz cinsi ve dövize endeksli iç borç stoku (DC).

Ayrıca bu bileşenler yardımıyla üç farklı yurtiçi orijinal günah göstergeleri oluşturulmuştur (Aklan, 2010: 41; Akıncı v.d., 2013: 146; Gürcühan ve Yılmaz, 2007: 6).

DC

$$YİOG (1) = \frac{DC}{UVSF + KVSF + UVFE + UVEE}$$

DC + KVSF + UVFE

$$YİOG (2) = \frac{DC + KVSF + UVFE}{DC + UVSF + KVSF + UVFE + UVEE}$$

DC + UVSF + KVSF + UVEE

$$YİOG (3) = \frac{DC + UVSF + KVSF + UVEE}{DC + UVSF + KVSF + UVFE + UVEE}$$

Birinci gösterge, döviz cinsinden iç borç stokunu yansıtırken ikinci gösterge hem döviz cinsi hem de kısa vadeli faizlere duyarlı olan iç borç stokunu oluşturmaktadır. Daha detaylı olan üçüncü gösterge ise enflasyon seviyesine endeksli uzun vadeli iç borç stokunu göstermektedir. Ayrıca söz konusu gösterge, yalnızca kısa vadeli faizlere endeksli uzun vadeli iç borç stokunu kapsam dışında tutmaktadır (Hausmann and Panizza, 2003a: 963-967; Gürcühan ve Yılmaz, 2007: 5-6).

Gürcühan ve Yılmaz (2007)'in birlikte oluşturdukları çalışmada yurtiçi orijinal günah göstergeleri, döviz, faiz oranı ve vade risklerini dikkate alınarak yapılmıştır. Bu çalışmada, Hazine ve Maliye Bakanlığı'nın istatistikleri yoluyla aşağıdaki gösterge hesaplaması oluşturulmuştur.

DC

$$YİOH = \frac{\text{DC}}{\text{Toplam İç Borç Stoku}}$$

Bu kapsamda, risk unsurlarını içeren söz konusu göstergeyi hesaplamak için VaR (Value-at-Risk) metodolojisi kullanılmıştır. Ayrıca tarihsel simülasyon yöntemi kullanılarak borç yükünün (Borç Stoku / GSYİH) %95 güven aralığında alabileceği maksimum değer hesaplanmıştır. Bu maksimum değer, risk-dâhil borç yükü olarak ifade edilmiştir (Gürcühan ve Yılmaz, 2007: 18-19).

Mehl ve Reynaud (2005) ise yaptıkları çalışmalarda yurtiçi orijinal günah büyüklüğü, ülkelerin yurtiçi piyasalardan milli para biriminden sabit faizli ve uzun vadeli borçlanamamaları olarak ifade edilmiştir.

Yerli Para Biriminden Uzun Vadeli Sabit Faizli İç Borç Stoku

$$YİOH = 1 - \frac{\text{Yerli Para Biriminden Uzun Vadeli Sabit Faizli İç Borç Stoku}}{\text{Toplam İç Borç Stoku}}$$

Söz konusu göstergeye göre yurtiçi orijinal günah büyüklüğü “0” değerini aldığı anda ülke yerli piyasalardan milli para biriminden sabit faizli ve uzun vadeli borçlanabilmekte iken “1” değerini aldığı anda borçlanamamaktadır. Bunun yanında göstergenin 1 veya 1'e yakın değer alması, iç borç stoku bileşiminin finansal kırılganlık kaynağı oluşturduğunu göstermektedir (Mehl and Reynaud, 2005: 12).

Aklan (2010)'a göre, Türkiye'de kamu kesimi iç borç stokunun bileşiminden hareketle iç borçlanma yapısının bir finansal kırılganlık kaynağı oluşturup oluşturmadığı analiz edilmiştir. Yapılan analiz sonuçlarına göre, iç borç stokunda döviz cinsi ve dövize endeksli borçlanmanın payının azalması 2002 sonrasında TL cinsinden yatırım araçlarına artan talepten dolayıdır. Söz konusu sürece katkı sağlayan unsur tutarlı makroekonomi politikalarının uygulanmasıyla enflasyonist beklentilerin daraltılmasıdır. Bu sayede yatırımcılar, ulusal para cinsinden uzun vadeli ve sabit faizli iç borçlanma araçlarına talebi yükselmiştir. Ayrıca enflasyona endeksli iç borçlanma aracı ihracı hem borç senetlerinin vadelerinin uzamasına hem de yatırımcı tabanının büyümesine katkı sağlamıştır. Sonuç olarak 2002 yılı sonrasındaki yurtiçi orijinal günah göstergesi boyutlarının gelişimi dikkate alındığında, iç borç stokunun söz konusu dönem sonrasında önemli bir finansal kırılganlık oluşturmadığı sonucuna varılmıştır (Aklan, 2010: 33 46).

Akıncı ve diğerleri (2013), Türkiye'de 2003-2012 dönemini kapsayan yurtiçi orijinal günahın belirleyicilerini Robust Regresyon Analizi'ni uygulayarak karar vermişlerdir. Söz konusu analiz sonuçları kapsamında, döviz kuru, enflasyon oranları ve dış borç stokunun yurtiçi orijinal günah üzerinde negatif bir etki yaratırken, faiz oranları, uluslararası rezervler ve kredi hacminin yurtiçi orijinal günah üzerinde pozitif yönlü bir etki ortaya çıkardığını belirtilmiştir. Bunun yanında kredi derecelendirme notu ile kamu sektörü tarafından toplanan vergi gelirlerinin yurtiçi orijinal günah üzerinde önemli bir etkisi olmadığı sonucuna varılmıştır (Akıncı v.d., 2013: 140).

Bal ve Özdemir (2017)'in çalışmalarının sonucuna göre, 1998-2010 yıllarını kapsayan dönemde Türkiye için yurtiçi orijinal günah belirleyicilerini incelemişlerdir. Bu noktada döviz kuru rejimindeki değişimin azalan enflasyon oranı ile birlikte piyasa riskini düşürdüğünü belirtilmiştir. Bunun yanında 2003 yılından itibaren mali alanda uygulamaya konulan birçok kurumsal düzenleme ile birlikte iç borçlanma piyasasında işlem hacmi de yükselmiştir. Söz konusu dönem içerisinde iç borçlanma piyasasının görece olarak büyümesi sonucunda, yurtiçi orijinal günah göstergelerinin de görece olarak daraldığı gözükmemektedir. Ayrıca 2007 yılında başlayan küresel krizin tüm etkilerine rağmen iç borçlanma rasyolarının negatif

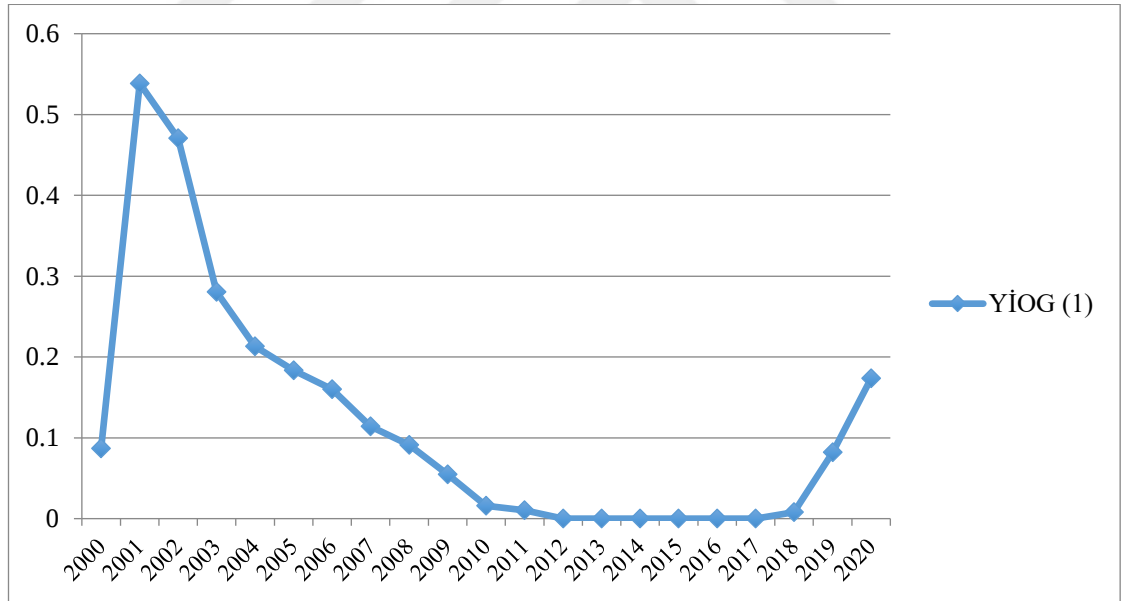
yönde etkilenmemiş olması uygulanan politikaların birbiri ile tutarlı olduğu sonucunu göstermektedir (Bal ve Özdemir, 2017: 13-14).

Yılmaz'ın (2018) çalışmasında Türkiye’de yurtiçi orijinal günah göstergeleri ve bu göstergeler ile ölçmede kullanılan rasyolar, 1996-2016 yılları arası için hesaplamıştır. İç borçlanma piyasasındaki değişimin yurtiçi orijinal günah göstergeleri üzerindeki etkisi incelenmiştir. Bunun yanı sıra bu çalışmada Türkiye’de söz konusu dönemde kamu iç borç yönetimi çerçevesinde yurtiçi borçlanmada vade yapısı ve para biriminde yapılması gerekenler ve önerilere yer verilmiştir (Yılmaz, 2018: 1).

3.3.3.2. Hesaplanması

Türkiye için yurtiçi orijinal günah, beş bileşen yardımıyla yurtiçi orijinal günahın birinci göstergesine göre hesaplanmıştır.

Grafik 3.7: Türkiye’de Yurtiçi Orijinal Günah (1)



Kaynak: T.C. Hazine ve Maliye Bakanlığı, Merkezi Yönetim İç Borç İstatistikleri ve Kamu Borç Yönetimi Raporu verileri kullanılarak hazırlanmıştır.

Yukarıdaki grafik Türkiye açısından 2000 yılı ve günümüze kadar olan döviz cinsinden iç borç stokunu göstermektedir. Söz konusu gösterge, 2000 yılından 2003 yılına kadar en yüksek seviyeye çıkmıştır. Kuşkusuz, Kasım 2000 ve Şubat 2001 krizlerinin yurtiçi orijinal günahın bu denli yükselmesinde büyük payı vardır. Bu

kadar yüksek paya sahip olmasının nedeni, kriz dönemlerinde ülkenin acil kaynak ihtiyacının artmış olmasıdır. Merkezi yönetim de bu kaynağa erişebilmek amacıyla değişken faizli ve döviz cinsinden iç borçlanmaya başvurmakta, bu durum yurtiçi orijinal günahı artırmaktadır. Diğer nedenler, söz konusu kriz dönemlerinde TMSF'ye devredilen bankaların açık pozisyonlarını düzeltmek, takas ihalesi dâhilinde bankaların elindeki TL cinsinden kısa vadeli senetlerin, TL cinsi değişken faizli, uzun vadeli döviz cinsi ve dövize endeksli senetlerle değişimi, kamu bankalarının görev zararları oluşmasından dolayı yüksek miktarda TL cinsinden değişken faizli senetlerin artması gibi nedenler bu göstergenin yükselmesinde etkili olmuştur. 2001 yılı sonuyla birlikte IMF ile yapılan stand-by anlaşması kapsamında, Merkez Bankası aracılığıyla alınan dövizli kredilerin Hazine'ye aktarılması, Hazine'nin de buna karşılık Merkez Bankasına dövize endeksli iç borç senedi ihraç etmesi başka bir nedeni oluşturmaktadır (Gürcühan ve Yılmaz, 2007: 7).

2004 yılından itibaren Hazine tarafından uygulanmakta olan stratejik ölçütlere dayalı iç borçlanma stratejileri kapsamında, döviz riskini en aza düşürmek amacıyla borçlanma ağırlıklı olarak TL cinsinden yapılmaktadır. Bu bakımdan dövize endeksli veya dövize endeksli iç borçlanmanın sınırlandırılması amaçlanmıştır.

2003 yılından 2012 yılına kadar söz konusu oran sürekli düşmüştür. 2012 yılından 2017'ye yılına kadar yüzde sıfır paya sahip olmuştur. 2018 yılında değişen borçlanma stratejisi çerçevesinde bu oranın günümüze kadar sürekli yükseldiği ve döviz cinsinden iç borç stokunun riskli duruma geldiği görülmektedir (Grafik 3.7).

Sonuç olarak hesaplanan göstergeye göre, 2017 yılına kadar yurtiçi orijinal günah bir sorun teşkil etmiyorken 2018 yılında değişen iç borçlanma stratejileri kapsamında yurtiçi orijinal günah sorunu tekrar gün yüzüne çıkmıştır. Başka bir deyişle Türkiye ekonomisi stratejik ölçütler kapsamında 2017 yılına kadar döviz cinsinden iç borçlanmanın payı ve iç borç faiz oranları düşükken; bu yıldan itibaren bu iki değişkenin de oranının yükselmesi Türkiye'de yurtiçi orijinal günah probleminin tekrar var olduğunu göstermiştir.

SONUÇ

Küreselleşen bir dünya ile birlikte her ülkenin toplumsal ihtiyaçları gittikçe artmaktadır. Söz konusu artış özellikle ekonomide devlet elinin ağırlık kazandığı ülkelerde daha belirgindir. Artan toplumsal ihtiyaçlar ülkelerin gelir olanaklarının da artmasına neden olmaktadır. Devletlerin en önemli gelir kaynağı vergi olmakla beraber, vergi gelirlerinin payının kamu harcamalarını karşılayacak düzeyde olmamasından dolayı 1980’li yıllardan itibaren gelir kaynaklarından borçlanmayı ön plana çıkarmıştır. Bu yıllardan itibaren borca olan talep, borçlanma seviyesini artırmıştır. Aşırı yükselen borçlanma seviyesinin kontrol edilememesi ve mali disiplinsizlik, kamu borç yönetiminin önemini ortaya çıkarmıştır. Optimal kamu borç yönetimi, devletin finansal ihtiyaçlarını ve ödeme gerekliliklerini orta vadeden uzun vadeye kadar mümkün olan en az maliyet ve uygun risk seviyesiyle iç borç piyasasının büyümesine yönelik bir strateji oluşturma ve yürütme sürecidir.

Türkiye ekonomisinde 1980 yıllarının ikinci yarısından itibaren iç borçlanmanın önemi artmıştır. Bu dönemde ülkenin sürekli seçim ortamına girmesi, hazine garantileri ve KİT görev zararındaki artışlar kamu harcamalarının yükselmesine yol açmıştır. Artan kamu harcamalarının finansmanı iç borçlanma yoluyla karşılanmıştır. 1990’lı yıllarla birlikte sürekli artan iç borçlanmanın belli bir program dahilinde yürütülmesi için 2002 yılında 4749 sayılı Kamu Finansmanı ve Borç Yönetiminin Düzenlenmesi Hakkında Kanun yürürlüğe girmiştir. Bu kanun sayesinde kamu borç iç yönetiminin temel strateji ve amaçları belirlenmiştir. Söz konusu amaçlar doğrultusunda iç borçlanma politikaları uygulanarak iç borçlanma göstergelerinde (iç borç stokunun yapısı ve boyutu, vade yapısı, döviz ve faiz yapısı) 2003 yılından 2017 yılına kadar başarılı sonuçlar elde edilmiştir. Ancak 2018 yılından günümüze kadar iç borçlanma göstergelerinde olumsuzluk süreci başlamıştır.

Türkiye’de kamu iç borçlanmasına ilişkin süreç çalışmamızda Hausman ve Panizza’ya ait yurtiçi orijinal göstergesiyle sınanmıştır. Hausman ve Panizza’nın göstergelerinin bileşenleri; uzun vadeli sabit faizli iç borç stoku, uzun veya kısa vadeli faizlere endeksli iç borç stoku, kısa vadeli sabit faizli iç borç stoku, uzun vadeli enflasyona endeksli iç borç stoku ve döviz cinsi ve dövize endeksli iç borç stokundan oluşmaktadır. Bu beş bileşene göre yurtiçi orijinal günah için üç

hesaplama yöntemi geliştirilmiş, çalışmamızda birinci göstergeye göre hesaplama yöntemi kullanılmıştır. Bunun yanında oluşturulan gösterge, 2000 yılı ve günümüze kadar dönemi kapsamaktadır. Bu gösterge ile yurtiçi borçlanma piyasasındaki değişimin yurtiçi orijinal günah göstergelerinde etkisinin varlığı tespit edilmiştir.

Yurtiçi orijinal günah göstergesine göre, 2012 yılından 2017 yılına kadar sadece TL cinsinden değişken faizli iç borç stoku bir risk unsuru oluştururken 2018 yılıyla birlikte günümüze kadar hem TL cinsinden değişken faizli iç borç stoku hem de döviz cinsinden iç borç stoku bir risk unsuru olarak karşımıza çıkmaktadır. Bu iki risk unsuru yurtiçi orijinal probleminin günümüzde var olduğunu göstermektedir. Bu durumun asıl nedeni, Hazine ve Maliye Bakanlığı'nın değişen iç borçlanma stratejisidir. Eğer yurtiçi orijinal günah derecesinin azaltılması isteniyorsa, TL cinsinden sabit faizli iç borç stoku artırılmalı ve döviz cinsinden iç borç stokunun tehlike arz etmeyecek bir oranda tutulması gerekmektedir.

Etkin kamu borç yönetimi amacıyla borçlanma gereği ve yurt içi orijinal günahı azaltıcı öneriler şu şekilde sıralanabilir:

- 2003 yılındaki iç borçlanma stratejik ölçütlerine geri dönmelidir. Bu ölçütlere dayalı olarak, iç borçlanmanın ağırlıklı olarak TL cinsinden yapılması, faiz riski yönetimi kapsamında borçlanmanın ağırlıklı olarak sabit faizli araçlara ağırlık verilmesi, vadesine 12 aydan daha kısa kalan senetlerin payının azaltılması ve iç borçların ortalama vadesinin piyasa koşullarının elverdiği ölçüde uzatılması gerekmektedir,
- İç borçların sistemli bir şekilde ödenebilmesi ve borç yükünün düşürülmesi için optimal mali politikalar hayata geçirilmelidir, bu durum ise makroekonomik temellerin sağlamlaştırılması ve uygulanan politikaların devamlılığına bağlıdır. Bunun birlikte Devletçe reel ekonomiyi büyütecek biçimde üretime dayalı politikalar seti oluşturulmalıdır,
- Kamunun vergi gelirlerinin artırılması gerekmektedir, bunun için sağlıklı bir vergilendirme politikası oluşturulmalı, vergi kayıp ve kaçakları azaltılmalı, vergi aflarını sürekli hale getirme politikasından vazgeçilmelidir,

- Kamu harcamalarındaki israfın önüne geçilerek, cari transfer harcamaları azaltılmalı,
- Hane halkını tasarrufa yönlendirebilecek politikalar oluşturulmalı,
- Döviz ihtiyacının karşılanması için ihracata yönelik politikalar oluşturulmalı,

Ülkemizde kamu borç yönetimi literatürü, özellikle 2003 yılından sonra yaşanan olumlu dinamiklerin 2018 yılından itibaren etkisini kaybetmeye başladığını irdellemektedir. Ayrıca çalışmamızda ifade edilen olası sorunlarla yüzleşme riskinin yakın gelecekte daha büyük bir önem taşıyacağı kanaati giderek yaygınlaşmaktadır. Bu bakımdan, Türkiye’de kamu borç yönetiminin geleceği için ilgili literatüre yönelik ampirik çalışmaların artmasının önemli olduğunu düşünülmektedir.

KAYNAKÇA

- Akar, Sevdâ: “Borç Yönetimi Ofisleri ve Türkiye’de Uygulanabilirliği”, **Mevzuat Dergisi**, 13(148), 2010, ss.1-10, (Çevrimiçi): <https://www.mevzuatdergisi.com/2010/04a/05.htm>, (Erişim Tarihi: 13.10.2020).
- Akbulak, Yavuz ve diğerleri: **Kayıp Yıllar: Türkiye’de 1980’li Yıllardan Bu Yana Kamu Borçlanma Politikaları ve Bankacılık Sektörüne Etkileri**, İstanbul, Beta Yayınevi, 2004.
- Akçay ve diğerleri: “Budget Deficit, Inflation and Debt Sustainability: Evidence from Turkey (1970-2000)”, **Boğaziçi University Department of Economics Research Papers**, No: 20001-12, İstanbul, 2001.
- Akdemir, Tekin ve Yeşilyurt, Şahin: “Devlet Borçlarının Kökeni, Gelişimi ve İktisadi Temelleri”, **KATÜ Sosyal Bilimler Enstitüsü Sosyal Bilimler Dergisi**, Yıl: 8, Sayı: 16, Aralık 2018.
- Akdoğan, Abdurrahman: **Kamu Maliyesi**, Ankara, Gazi Büro Kitapevi, 4. Baskı, 1993.
- Akdoğan, Abdurrahman: **Kamu Maliyesi**, Ankara, Gazi Büro Kitapevi, 16. Baskı, Ekim 2014.
- Akdoğan, Umut: “Türkiye’de Dış Borç Stokunun Belirleyicileri”, **Business and Economics Research Journal**, Vol: 8, Number: 2, 2017, pp. 183-202.

- Akıncı, Merter ve diğerkleri: “Yurt İçi Orijinal Günahın Belirleyicileri: Türkiye Ekonomisi İçin Robust Regresyon Analizi”, **Maliye Dergisi**, Sayı: 165, Temmuz-Aralık 2013.
- Aklan, Nejla Adanur: “Yeni Gelişen Ekonomiler ve Orijinal Günah Sorunu”, **Finans, Politik ve Ekonomik Yorumlar**, Cilt: 47, Sayı: 539, 2010.
- Aksoy, Şerafettin: **Kamu Maliyesi**, İstanbul, Filiz Kitapevi, 2011.
- Allen, William A.: “Government Debt Management and Monetary Policy in Britain since 1919”, **Centre for Banking Research Cass Business School City University London**, Working Paper Series, Wp 02/12, (Çevrimiçi): https://www.cass.city.ac.uk/data/assets/pdf_file/0014/132503/CBR-WP02-12.pdf, (Erişim Tarihi: 18.10.2020).
- Altunöz, Utku: “Kamu Kesimi İ Borçlanmasının Özel Yatırım Harcamaları Üzerinde Etkisi: Türkiye Örneğİ”, **Uludağ Üniversitesi İİBF Dergisi**, Cilt: XXXII, Sayı: 2, 2013, ss. 25-53.
- Arıcan, Erişah: “Ricardocu Denklik Teoremi ve Teorilerde Kamu Açıklarına İlişkin Yaklaşımlar: Türkiye Ekonomisine İlişkin Bir Uygulama”, **Marmara Üniversitesi İ.İ.B.F. Dergisi**, Cilt: 20, Sayı: 1, 2005, ss. 77-94.
- Arıkboğ, Aysel: **Az gelişmiş Ülkelerde Kamu Kesimi Borçları: Oluşum Nedenleri, Etkileri ve Sonuçları**, İstanbul, T.C. İstanbul Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü Maliye Anabilim Dalı Yüksek Lisans Tezi, 2002.

- Arsan, H. Üren: **Türkiye'de Cumhuriyet Devrinde İç Devlet Borçları (1933-1960)**, Ankara, Ankara Üniversitesi Siyasal Bilgiler Fakültesi Yayınları, No: 133-115, Sevinç Matbaası, 1961.
- Artidiatun, Adji and James, Alm: “Testing for Ricardian Equivalence in Indonesia”, **Journal of Contemporary Economic and Business Issues**, Vol: 3, No: 1, 2016, pp. 5-31.
- Ataç, Beyhan: **Maliye Politikası: Gelişimi, Amaçları ve Uygulama Sorunları**, Ankara, 11. Baskı, Turhan Kitabevi, 2016.
- Ateş, Gürkan: **Borç Yönetim Ofisi ve Türkiye Uygulaması Üzerine Bir Çalışma**, 2002.
- Aykut, Muhammet Faruk: **Türkiye'de İç Borçlanma: Borç Yükü ile Vade Yapısı İlişkisinin Ekonometrik Bir Analizi**, Ankara, T.C. Hacettepe Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü Maliye Anabilim Dalı Yüksek Lisans Tezi, 2019.
- Bağcı, Hamdi: **Kamu Borçları Yönetimi ve Türkiye İçin Bir Değerlendirme**, Ankara, Tşof Plaka Matbaacılık, 2001.
- Bahmani-Oskooee, Mohsen: “Do Federal Budget Deficits Crowd Out or Crowd In Private Investment?”, **Journal of Policy Modeling**, Vol: 21, No: 5, 1999, pp. 633–640.
- Bakkal, Süleyman ve Gürdal, Temel: “İç Borçlanmanın Türkiye Ekonomisi Üzerine Etkileri”, **Akademik İncelemeler**, Cilt: 2, Sayı: 2, 2007.
- Bal, Harun: **Uluslararası Finansman, Dış Borç Yönetimi ve Türkiye**, İstanbul, Türkiye Bankalar Birliği, 2001.

- Bal, Harun ve Özdemir, Pınar: “Türkiye Ekonomisinde İç Borçlanmanın Yeri ve Sürdürülebilirliği”, **Ç.Ü. Sosyal Bilimler Enstitüsü Dergisi**, Cilt: 9, Sayı: 1, 2010, ss. 82-98.
- Bal, Harun ve Özdemir, Pınar: “İç Borç Yönetimi ve Türkiye”, **Ç.Ü. İİBF Dergisi**, Cilt: 15, Sayı: 1, Haziran 2011, ss. 38-64.
- Bal, Harun ve diğerleri: “Yönetişim Kriterlerinin Yurtiçi Orijinal Günah Göstergelerine Etkisi: Türkiye Üzerine Ampirik Bir Analiz”, **International Congress on Political, Economic and Social Studies (ICPESS)**, 09-11 Kasım 2017.
- Ball, Laurence and Mankiw, N. Gregory: What do Budget Deficits do?”, **NBER Working Paper Series**, No: 5263, 1995.
- Balino, T. J. and Sundararajan, V.: “Public Debt Management in Developing Countries: Key Policy, Institutional and Operational Issues”, Workshop on Debt, Finance and Emerging Issues in Financial Integration, **FFD, DESA**, 2008, pp. 1-23.
- Barro, J. Robert: “Are government bonds net wealth?”, **Journal of Political Economy**, 82(6), 1974, pp. 1095-1117.
- Batırel, Ömer Faruk: **Kamu Maliyesi Teorisine Giriş**, İstanbul, Marmara Üniversitesi Yayınları, 1990.
- Batırel, Ömer Faruk: **Kamu Maliyesi ve Yönetimi**, İstanbul, İstanbul Ticaret Üniversitesi Yayınları, 2007.
- Bayraktar, Cahide: “Türkiye’de İç Borçlanma Yapısı(1980-2010)”, **Hitit Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü Dergisi**, Yıl: 4, Sayı: 1, Haziran 2011, ss. 1-14.

- Bayraktar, Yüksel: “İç Borçlanmanın Ekonomik ve Sosyal Etkileri: 1980 Sonrası Türkiye Deneyimi”, **Erciyes Üniversitesi İİBF Dergisi**, Sayı: 34, Temmuz-Aralık 2009, ss. 285-313.
- Bayraktar, Yüksel: “Kasım 2000-Şubat 2001 Krizi Sonrasında Alınan Önlemlerin Borç Kompozisyonuna Yansımaları”, **Süleyman Demirel Üniversitesi İktisadi ve İdari Bilimler Fakültesi Dergisi**, Cilt: 15, Sayı: 1, 2010, ss. 463-480.
- Beaugrand, Philippe et. al.: “The Choice Between External and Domestic Debt In Financing Budget Deficits: The Case Of Central And West African Countries”, **IMF Working Paper**, May 2002.
- Bedir, Serap ve Karabulut, Kerem: “İç Borçların Gelir Dağılımı Üzerine Etkileri”, **Atatürk Üniversitesi İktisadi ve İdari Bilimler Dergisi**, Cilt: 25, Sayı: 1, 2011.
- Berkay, Ferhan ve Ağcakaya, Serpil: “Türkiye’de Kamusal Açıkların Finansmanında İç ve Dış Borç Tercihi:1990-2015 Dönemi”, **AKÜ İİBF Dergisi**, Cilt: XIX, Sayı: 1, Yıl: Haziran 2017 ss. 1-20.
- Bernheim, B. Douglas: “A Neoclasical Perspective on Budget Deficits”, **Journal of Economic Perspectives**, Vol: 3, No: 2, 1989, pp. 55-72.
- Biber, Ahmet Emre: “İktisadi Büyümede Kurumsal Faktörler ve Kurumsal Değişim”, Sayı: 19, **Uluslararası Hakemli Sosyal Bilimler E-Dergisi**, 2010, (Çevrimiçi): <http://www.acarindex.com/dosyalar/makale/acarindex-1423868228.pdf>, (Erişim Tarihi: 07.10.2020).

- BİST: “Borçlanma Araçları”, (Çevrimiçi):
<https://www.borsaistanbul.com/urunler-ve-piyasalar/urunler/borclanma-araclari>, (Erişim Tarihi: 14.04.2020).
- Boratav, Korkut: **Türkiye İktisat Tarihi (1908-2002)**, Ankara, İmge Kitapevi, 9. Baskı, Ağustos 2005.
- Buchanan, J.M and Wagner, R.E: **Democracy in Deficit, The Political Legacy of Lord Keynes**, New York Academy Press, London, 1977.
- Buchanan, James: **Bütçe Açıklarının Ekonomik Sonuçları**, Çeviren: Mustafa Ali Sarılı, 1986/3, ss. 149-156.
- Buchanan, James: **Public Debt**, New Palgrave Dictionary of Economics, Vol: 5, 1987, pp. 1044-1047.
- Bulut, Cihan: **Ekonomik Yapı ve Politika Analizi**, İstanbul, Der Yayınevi, 2006.
- Bulutoğlu, Kenan: **Kamu Ekonomisine Giriş: Devletin Ekonomik Bir Kuramı**, 4. Baskı, Filiz Kitapevi, İstanbul, 1988.
- Bulutoğlu, Kenan: **Kamu Ekonomisine Giriş, Demokraside Devletin Ekonomik Bir Kuramı**, Yapı Kredi Yayınları, No: 1816, İstanbul, 2003.
- Bülbül, Duran: “Devlet Borçlanmasının Sosyal ve Ekonomik Etkileri”, **Ekonomik Yaklaşım**, Cilt: 14, Sayı: 44-46, 2003, ss. 121-139.
- Cassard, Marcel and David, Folkerts-Landau: “Risk Management of Sovereign Assets and Liabilities”, **IMF Working Paper**, WP/97/166, 1997.

- Christiano, Lawrence J. and Fitzgerald, Terry J. : “Understanding the Fiscal Theory of the Price Level”, **Economic Review**, Vol: 36, No: 2, April 2000.
- Coe, Patrick et. al.: “The Transparency and Accountability of UK Debt Management: A Proposal” 2000, (Çevrimiçi): <http://www.econ.cam.ac.uk/research-files/repec/cam/pdf/wp0028.pdf>, (Erişim Tarihi: 18.10.2020).
- Cural, Mehmet: **Kalkınmanın Finansmanında Kamu İç-Dış Borç Yapısı**, İstanbul, T.C. İstanbul Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü Maliye Anabilim Dalı Doktora Tezi, 2012.
- Cural, Mehmet ve Çevik, Nüket Kırıcı: “İç Borçlanma, Dış Borçlanma ve Ekonomik Büyüme Arasında Nedensellik İlişkisi: 1989-2012 Dönemi Türkiye Örneği, **Maliye Dergisi**, Sayı: 165, Temmuz-Aralık 2013.
- Çaşkurlu, Eren: **İç ve Dış Borçlanmada Risk Analizine Dayalı Borç Yönetimi ve Türkiye Açısından Değerlendirilmesi (1980 ve Sonrası)**, Ankara, T.C. Gazi Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü Maliye Anabilim Dalı Doktora Tezi, 2007.
- Çelen, Mustafa ve Zülfüoğlu, Özkan: “Klasik Kamu Borçlanma Teorisinin Oluşumu”, **Marmara Üniversitesi İ.İ.B.F. Dergisi**, Cilt: 25, Sayı: 2, 2008, ss. 289-308.
- Çeliköz, Yıldız Sağlam ve Yukacı, İbrahim: “Konsolide Bütçe Açıkları ve İç Borç-Dış Borç İlişkisi: Türkiye Örneği”, **İnsan ve Toplum Bilimleri Araştırmaları Dergisi**, Cilt: 5, Sayı: 3, 2016, ss. 478-504.

- Çetin, İrem: “Borç Hedeflemesi Rejimi ve Makroekonomik Performans”, **Yönetim ve Ekonomi Araştırmaları Dergisi**, 2, 2018, ss. 41-57.
- Çiçek, Halit ve diğerleri: “Bir Maliye Politikası Aracı Olarak Borçlanma ve Ekonomik Büyüme İlişkisi: Türkiye Örneği (1990–2009)”, **C.Ü. İktisadi ve İdari Bilimler Dergisi**, Cilt: 11, Sayı: 1, 2010.
- Çoban, Orhan ve diğerleri: Türkiye Kamu İç Borçlanmasının Ekonomik Etkileri”, 2008,(Çevrimiçi):<http://dergisosyalbil.selcuk.edu.tr/susbed/article/view/366>”, (Erişim Tarihi: 27.12.2019).
- Çöğürçü, İclal: “Türkiye’nin İç Borç Genel Yapısı Üzerine Geçmişten Günümüze Bir Değerlendirme”, **Uluslararası Sosyal ve Ekonomik Bilimler Dergisi**, 2012, ss. 93-104.
- Dağ, Mehmet: **(1994-2013) Türkiye Bütçe Açıklarının Sürdürülebilirliğinde İç Borçlanmanın Rolü**, İzmir, T.C. Dokuz Eylül Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü Maliye Anabilim Dalı Maliye Programı Doktora Tezi, 2014.
- Danışman, Yeliz: **İkiz Açıklar ve Doğru Makroekonomi Politikası Seçimi**, Maliye Bakanlığı Strateji Geliştirme Bakanlığı, Mesleki Yeterlilik Tezi, Ankara, 2009.
- Das, U.S. et. al.: “Managing Public Debt and its Financial Stability Implications”, **IMF Working Paper**, 280, 2010, pp. 1-28.

- Demir, Murat ve Sever, Ersan: “Kamu İç Borçlanmasının Büyüme, Faiz ve Enflasyon Oranı Üzerindeki Etkileri”, **Electronic Journal of Social Sciences**, Cilt: 7, Sayı: 25, Yaz 2008, ss. 170-196.
- Dileyici, Dilek ve Özkıvrak, Özlem: “Bütçe Anlayışındaki Değişim Süreci: Denk Bütçe İlkesinin Erozyonu ve Açık Bütçe Politikası”, **Hukuk ve İktisat Araştırmaları Dergisi**, Cilt: 2, No: 2, 2010.
- Derya, Hülya: “Kurumsal İktisadın Katkıları Üzerine Değerlendirme”, **Elektronik Sosyal Bilimler Dergisi**, Cilt: 16 Sayı: 63, Güz-2017, ss. 1092-1110, (Çevrimiçi): <https://dergipark.org.tr/tr/download/article-file/346491>, (Erişim Tarihi: 07.10.2020).
- DPT: **Sekizinci Beş Yıllık Kalkınma Planı, Borçlanma, İç ve Dış Borç Yönetimi Özel İhtisas Komisyonu**, Ankara, 2001.
- Dornbusch, R. and Fischer S.: **Makro Ekonomi**, İstanbul, McGraw Hill Akademi Yayıncılık, Çevirenler: Erhan Yıldırım, Refia Yıldırım, Salih Ak, Mahir Fisunoğlu, Mart 1998.
- Egeli, Haluk ve Tandırcıoğlu, Haluk: “Borç Yönetiminde Patronaj Sorunu”, **Sosyoekonomi**, Şubat 2009.
- Eğilmez, Mahfi ve Kumcu, Ercan: **Ekonomi Politikası, Teori ve Uygulaması**, Remzi Kitapevi, 21. Baskı, 2012.
- Eğilmez, Mahfi: **Hazine**, İstanbul, Remzi Kitapevi, 2015.
- Eğilmez, Mahfi: **Küresel Finans Kriz: Piyasa Sisteminin Eleştirisi**, İstanbul, Remzi Kitapevi, 9.Basım, 2016.

- Eğilmez, Mahfi: (Çevrimiçi):<http://www.mahfiegilmez.com/2016/05/akpnin-ekonomide-uc-donemi.html>, 2016, (Erişim Tarihi: 31.07.2020).
- Eğilmez, Mahfi: (Çevrimiçi):<http://www.mahfiegilmez.com/2015/04/akpnin-ekonomide-13-yl.html>, 2015, (Erişim Tarihi: 31.07.2020).
- Eğilmez, Mahfi: (Çevrimiçi):
<http://www.mahfiegilmez.com/2017/07/turkiyede-hazine-icin-borclanma-limiti.html>, (Erişim Tarihi: 05.10.2020).
- Eichengreen, B. and Hausmann, R. : “Exchange Rates and Financial Fragility”, **NBER Working Paper**, 7418, 1999, pp. 1-54.
- Eichengreen, B. et. al.: “The Pain of Original Sin”, B. Eichengreen ve R. Hausmann (der.), Other People’s Money: Debt Denomination and Financial Instability in Emerging Market Economies içinde, **USA: The University of Chicago Press**, 2003, pp. 13-47.
- Eichengreen, B. et. al.: “Currency Mismatches, Debt Intolerance and Original Sin: Why They Are Not the Same and Why It Matters”, May 2007, (Çevrimiçi):
<http://www.nber.org/chapters/c0150>, (Erişim Tarihi: 05.07.2020).
- Ejder, Haydar Lütfü ve Aksoy, Hatice Merve: “Türkiye’de 2000 Sonrası İç Borç Yönetimi Politikasının Enflasyona Etkisi”, **International Journal of Public Finance**, Cilt: 3, Sayı: 2, 2018, ss. 135 – 160.

- Erçel, Gazi: “Türkiye’nin Güçlü Ekonomiye Geçiş Programı”, TCMB, 2000, (Çevrimiçi): <https://www.tcmb.gov.tr>, (Erişim Tarihi: 26.12.2019).
- Erdem, Metin: **Devlet Borçları**, Bursa, Ekin Kitapevi, 1996.
- Erol, Ahmet: **Ekonomik Etkileri Bakımından Türkiye’de Devlet Borçları(1981-1990)**, 1992.
- Esener, S. Çağrı: **Gelişmekte Olan Ülkelerde ve Türkiye’de Dış Borçlanmanın Belirleyicilerinin İncelenmesi: 1980-2010**, Ankara, Hermes Matbaacılık, 2013.
- Eser, Levent Yahya ve Birinci, Nagihan: “İç ve Dış Borç Tercihini Etkileyen Faktörler”, **Uluslararası Yönetim İktisat ve İşletme Dergisi**, Cilt: 10, Sayı: 23, 2014.
- Fall, Falilou et. al.: “Prudent Debt Targets and Fiscal Frameworks”, **OECD Economic Policy Paper**, 15. 2015.
- Garbade, D.K.: “The First Debt Ceiling Crisis”, **Federal Reserve Bank of New York Staff Reports**, 783, 2016.
- Geribeyoğlu, F. Elvan: **“Türkiye’de Dış Borçların Gelişimi ve Dış Borç Yönetimi”**, Eskişehir, Anadolu Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü Yayınlanmamış Yüksek Lisans Tezi, Eskişehir, 2001.
- Gök, Abdülkerim: “Türkiye’de İç Borçlanmanın Ekonomik Etkileri”, **Marmara Üniversitesi İİBF Dergisi**, Cilt: 18, Sayı: 1, 2003, ss. 119-138.
- Guerson, A. and Melina, G.: “Public Debt Targeting An Application to the Caribbean”, **IMF Working Paper**, 11/203, 2011.

- Günaydın, İhsan: “Bütçe Açıkları Enflasyonist midir? Türkiye Üzerine Bir İnceleme”, **Dokuz Eylül Üniversitesi SBE Dergisi**, Cilt: 6, Sayı: 1, 2004, ss. 158–181.
- Güngen, Ali Rıza: “Hazine Müsteşarlığı ve Borç Yönetimi: Finansallaşma Sürecinde Bir Kurumun Dönüşümü”, **Amme İdaresi Dergisi**, Cilt: 47, Sayı: 1, Mart 2014, ss. 1-21.
- Gürcihan, Burcu ve Yılmaz, Erdal: “Türkiye’de Kamu Borç Stokunun Yapısı: Orijinal Günah Göstergeleri ve Risk-Dâhil Kamu Borç Yükü”, **İktisat, İşletme ve Finans Dergisi**, Araştırma ve Para Politikası Genel Müdürlüğü Çalışma Tebliği No:07/02, Şubat 2007.
- Gürler, A. Sema: **Devlet İç Borç Yönetimi OECD Ülkeleri ve Türkiye Uygulaması**, Yıllık Programlar ve Konjonktür Değerlendirme Genel Müdürlüğü, Uzmanlık Tezi, DPT, Yayın No:2488, Ağustos 1998.
- Hausmann, R. and Panizza, U.: “On The Determinants of Original Sin: An Empirical Investigation”, **Journal of International Money and Finance**, Vol: 200, 2003a, pp. 957-990.
- Hausmann, R. and Panizza, U.: “The Mystery of Original Sin”, March 2003b, (Çevrimiçi):<http://emlab.berkeley.edu/users/eichengr/search/osmysteryaug21-03.pdf>, (Erişim Tarihi: 06.07.2020).
- HMB: **Hazine Dergisi (Cumhuriyet’im 80. Yılı Özel Sayısı)**, Ankara, 2003a.

- HMB: Kamu Borç Yönetim Raporu, 2003b, (Çevrimiçi):
<https://ms.hmb.gov.tr/uploads/2018/11/Kamu-Bor%C3%A7-Y%C3%B6netim-Raporu-Nisan-2003.pdf>, (Erişim Tarihi: 03.07.2020).
- HMB: Kamu Borç Yönetim Raporu, 2009, (Çevrimiçi):
<https://ms.hmb.gov.tr/uploads/2018/11/Y%C4%B1ll%C4%B1k-Kamu-Bor%C3%A7-Y%C3%B6netimi-Raporu-2009-1.pdf>, (Erişim Tarihi: 05.07.2020).
- HMB: Kamu Borç Yönetim Raporu, 2010, (Çevrimiçi):
<https://ms.hmb.gov.tr/uploads/2018/11/Y%C4%B1ll%C4%B1k-Kamu-Bor%C3%A7-Y%C3%B6netimi-Raporu-2010-1.pdf>, (Erişim Tarihi: 07.07.2020).
- HMB: Kamu Borç Yönetim Raporu, 2011, (Çevrimiçi):
<https://ms.hmb.gov.tr/uploads/2018/11/Y%C4%B1ll%C4%B1k-Kamu-Bor%C3%A7-Y%C3%B6netimi-Raporu-2011-1.pdf>, (Erişim Tarihi: 01.07.2020).
- HMB: Kamu Borç Yönetim Raporu, 2016, (Çevrimiçi):
<https://ms.hmb.gov.tr/uploads/2018/11/Y%C4%B1ll%C4%B1k-Kamu-Bor%C3%A7-Y%C3%B6netimi-Raporu-2016-1.pdf>, (Erişim Tarihi: 09.07.2020).
- HMB: Kamu Borç Yönetim Raporu, 2017, (Çevrimiçi):
<https://ms.hmb.gov.tr/uploads/2018/11/Y%C4%B1ll%C4%B1k-Kamu-Bor%C3%A7-Y%C3%B6netimi-Raporu-2017-1.pdf>, (Erişim Tarihi: 09.07.2020).

- HMB: “Kira Sertifikası Yatırımcı Kılavuzu”, 2018 (Çevrimiçi):<https://ms.hmb.gov.tr/uploads/2018/11/Sabit-Kira-%C3%96demeli-Kira-Sertifika%C4%B1-Yat%C4%B1r%C4%B1mc%C4%B1-K%C4%B1lavuzu.pdf>, (Erişim Tarihi: 07.04.2020).
- HMB: Kamu Borç Yönetim Raporu, 2019a, (Çevrimiçi):<https://ms.hmb.gov.tr/uploads/2019/12/Y%C4%B1ll%C4%B1k-Kamu-Bor%C3%A7-Y%C3%B6netimi-Raporu-2019.pdf>, (Erişim Tarihi: 09.07.2020).
- HMB: “Kurumsal Yatırımcılara Yönelik Altın Tahvili Yatırımcı Kılavuzu”, Ekim 2019b, (Çevrimiçi):<https://ms.hmb.gov.tr/uploads/2019/10/Alt%C4%B1n-Tahvili-Yat%C4%B1r%C4%B1mc%C4%B1-K%C4%B1lavuzu-Kurumsal-Yat%C4%B1r%C4%B1mc%C4%B1lar-Ekim-2019.pdf>, (Erişim Tarihi: 10.04.2020).
- HMB: “Altın Tahvili Yatırımcı Kılavuzu”, 2019b (Çevrimiçi):<https://ms.hmb.gov.tr/uploads/2019/01/Alt%C4%B1n-Tahvili-Yat%C4%B1r%C4%B1mc%C4%B1-K%C4%B1lavuzu-Aral%C4%B1k-2018.pdf>, (Erişim Tarihi: 10.04.2020).
- HMB: “Kamu Finansmanı Sıkça Sorulan Sorular”, 2020a, (Çevrimiçi): <https://www.hmb.gov.tr/kamu-finansmani-sikca-sorulan-sorular>, (Erişim Tarihi: 04.04.2020).
- HMB: “Kamu Finansmanı Terimler Sözlüğü”, 2020a, (Çevrimiçi): <https://www.hmb.gov.tr/kamu-finansmani-terimler-sozlugu>, (Erişim Tarihi: 05.04.2020).

- HMB: “Piyasa Yapıcılığı Sözleşmesi”, 2020b, (Çevrimiçi): <https://ms.hmb.gov.tr/uploads/2019/12/2020-Y%C4%B1l%C4%B1-Piyasa-Yap%C4%B1c%C4%B1l%C4%B1%C4%9F%C4%B1-S%C3%B6zle%C5%9Fmesi.pdf>, (Erişim Tarihi: 16.06.2020).
- HMB: “Kamu Finansmanı İstatistikleri”, (Çevrimiçi): <https://www.hmb.gov.tr/kamu-finansmani-istatistikleri>, (Erişim Tarihi: 17.06.2020).
- HMB: “Kamu Borç Yönetimi Raporu-Kasım 2020”, (Çevrimiçi):https://ms.hmb.gov.tr/uploads/2020/11/Kamu_Borc_Yonetimi_Raporu_Kasim_2020.pdf, (Erişim Tarihi: 27.12.2020).
- Holtfrerich, C. Ludwig: “Public Debt in Post-1850 German Economic Thought vis-a-vis the Pre-1850 British Classical School”, **German Economic Review**, No:15(1), 2014, pp. 62–83.
- Holtfrerich, C. Ludwig et. al.: “Government Debt: Causes, Effects and Limits”, **German National Academy of Sciences Leopoldina**, Berlin, 2016, pp 1-76.
- IMF and World Bank: “Guidelines for Public Debt Management”, **Prepared by the Staffs of the International Monetary Fund and the World Bank**, 2003.
- İnce, Macit: **Devlet Borçları ve Türkiye**, Ankara, Gazi Kitabevi, 2001.

- Jensen, Fred: “Guidelines for Public Debt Management”, **Proceeding of The Third Inter-Regional Debt Management Conference**, United Nations Conference on Trade and Development, 3-6 December 2001, United Nations, New York and Geneva, 2003.
- Karataş, Hakkı: **Hazine: Nakit, Borç ve Risk Yönetimi**, Ankara, Mayıs 2019 Taslağı, Yayın aşamasında, 2019.
- Kaya, Ayşe: “Mali Sürdürülebilirlik: Teori ve Türkiye Uygulaması”, **Türkiye Bankalar Birliği**, Yayın No: 292, İstanbul, Mayıs 2013.
- Kepenek, Yusuf ve Yentürk, Nurhan: **Türkiye Ekonomisi**, İstanbul, Remzi Kitapevi, 12. Basım, Kasım 2001.
- Kesik, Ahmet: “Bütçe Yönetimi ile Borç Yönetiminin Ayrılmasının Konsolide Bütçeye Yansımaları”, **18. Türkiye Maliye Sempozyumu**, Mayıs 2003, ss. 89-101.
- Kibritçioğlu, Aykut: “Causes of Inflation in Turkey: A Literature Survey with Special Reference to Theories of Inflation”, 2002. (Çevrimiçi):https://www.econstor.eu/bitstream/10419/110204/1/Kibritcioglu_2002_ch3-v2.pdf, (Erişim Tarihi: 28.02.2020).
- Kirmanoglu, Hülya: **Kamu Ekonomisi Analizi**, İstanbul, 4. Baskı, Beta Basım, 2013.
- Koç, Aylin: **Kamu Açıklarının Ekonomik, Politik ve Sosyal Belirleyicileri: Gelişmekte Olan Ülkeler Üzerine Bir Uygulama**, Adana, T.C. Çukurova Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü İktisat Anabilim Dalı Programı Doktora Tezi, 2009.

- Koçak, A.: “Küresel Dönemde Türkiye’nin Borç Yapısındaki Dönüşüm”, **Maliye Dergisi**, Sayı: 157, Temmuz-Aralık 2009, ss. 65-84.
- Kolçak, Menşure: “Türkiye’de Devlet İç Borçlarının Yönetimi: 2000 Öncesi ve Sonrasının Karşılaştırılması”, **International Conference in Economics**, 03-05 Eylül 2014.
- Kökocak, A. K.: “Kamu Ekonomisinin Hareket Alanı ve Teorik Yaklaşımlar”, **Mevzuat Dergisi**, Sayı: 91, Yıl: 8 Temmuz 2005, (Çevrimiçi): http://www.mevzuatdergisi.com/2005/07a/02.htm#_ftnref25, (Erişim Tarihi:03.02.2020).
- Köstekçi, Ahmet ve Yıldız, Fazlı: **Kamu Borç Yönetimi: Türkiye ve OECD Ülke Uygulamaları**”, Ekin Yayınevi, Mayıs 2019.
- Leite, Sergio Pereira: “Coordinating Public Debt and Monetary Management”, **Finance and Development**, Vol: 30, No: 1, March 1993.
- Levent, Adem: “Kurumsal Politik İktisat Perspektifinden Teknoloji ve Kapitalizm”, **The Journal of Humanity and Society**, Cilt: 10, Sayı: 2, Haziran 2020, ss. 129-158, (Çevrimiçi): <https://insanvetoplum.org/sayilar/10-2/m0424>, (Erişim Tarihi: 07.10.2020).
- Lima ve et. al.,: “Debt Ceiling And Fiscal Sustainability in Brazil: A Quantile Autoregression Approach”, **Journal of Development Economics**, 86, 2008, pp. 313–335.

- Magnusson, Tomas: “Legal Arrangements for a Dept Office”, 1999, (Çevrimiçi):
http://www.publicdebt.net/export/sites/pdm/pdm/LEGAL-AND-ORGANIZATIONAL-FRAMEWORK/Institutional-and-Organizational-Framework/Documents/magnusson_legal.pdf, (Erişim Tarihi: 13.10.2020).
- Mylonas, Paul et. al.,: **OECD Economics Department Working Papers No: 239**, 2000, (Çevrimiçi):
https://assets.publishing.service.gov.uk/government/uploads/system/uploads/attachment_data/file/785550/debt_management_report_2019-20_final_web.pdf, (Erişim Tarihi: 18.10.2020).
- Mehl, A. And Reynaud, J. : “The Determinants of “Domestic” Original Sin in Emerging Market Economies,” **Working Paper Series 560**, European Central Bank, 2005.
- Mill, John Stuart: **Principles Of Political Economy**, Book V. On The Influence of Government, Chapter V. Of A National Debt, 1885, (Çevrimiçi):
<http://www.gutenberg.org/files/30107/30107-pdf.pdf>, (Erişim Tarihi: 18.05.2020).
- Musgrave, Richard A. and Musgrave, Peggy Boswell: **Public Finance in Theory and Practice**, Limited Signed Edition, McGraw Hill Higher Education, 1989.
- Nadaroğlu, Halil: **Kamu Maliyesi Teorisi**, İstanbul, 7.Baskı, Beta Basım Yayım, 1989.

- Neck, Reinhard and Sturm, J. Egbert: “Sustainability of Public Debt”, **Massachusetts: MIT Press Cambridge**, London, 2008.
- Nemli, Arif: **Kamu Maliyesine Giriş**, İstanbul, Y. Güryay Matbaası, 1996.
- New Zealand Debt Management: (Çevrimiçi): <https://debtmanagement.treasury.govt.nz/about-us/snapshot>, (Erişim Tarihi: 18.10.2020).
- OECD: “Achieving Prudent Debt Target Using Fiscal Rules”, **OECD Economics Department Policy Note**, 28, 2015.
- OECD: (Çevrimiçi): OECD’nin Genel ve Merkezi Yönetim Borç İstatistikleri, 2020, <https://stats.oecd.org/>, (Erişim Tarihi: 18.11.2020).
- Omelianenko, Marharyta: “The Evolution Of Views On The Public Debt”, **Problems and Prospects Of Economics and Management**, No: 4 (8), 2016, pp. 1-12.
- Orhan, Osman Z: **Türkiye’de İç Borç Sorunu ve Çözüm Önerileri**, İstanbul, İTO, 1996.
- Oskay, Cansel Seymen: “1980’den Günümüze Türkiye’de İç Borçların Yapısal Gelişimi ve Değerlendirilmesi”, **S.Ü. İİBF Sosyal ve Ekonomik Araştırmalar Dergisi**, 2004, ss. 119-138.
- Önder, İzzettin ve diğerleri: “İktisat Politikası Seçenekleri 2: Türkiye’de Kamu Maliyesi, Finansal Yapı ve Politikalar”, Editörler: T. Berksoy ve K. Boratav, **Tarih Vakfı Yurt Yayınları**, İstanbul, Türkiye Araştırmaları, Ekim 1993.

- Önder, İzzettin: “Kamu Kesimini Açıklayan Görüşler: Türkiye’de Kamu Maliyesi, Finansal Yapı ve Politikalar”, Editörler: T. Berksoy ve K. Boratav, **Tarih Vakfı Yurt Yayınları**, İstanbul, 1993, ss. 19-20.
- Önder, İzzettin ve diğerleri: **Kamu Borçları Teori ve Türkiye Üzerine Gözlemler**, Ankara, Türk Harb-İş Sendikası, 1995.
- Özgen, Ferhat Başkan: “Türkiye’de İç Borç Sorunu ve İç Borçların Sınırlandırılması”, **Yeni Türkiye Dergisi, Türk Ekonomisi Özel Sayısı**, Yıl: 5, Sayı: 27, Mayıs - Haziran 1999, ss. 353-373.
- Panizza, Ugo: “Domestic and External Public Debt in Developing Countries”, **United Nations Conference on Trade and Development**, No: 188, March 2008, pp. 1-17.
- Piga, Gustavo: “Derivatives and Public Debt Management”, **New York: Council of Foreign Relations and Isma Center**, 2001.
- Piketty, Thomas: **Yirmi Birinci Yüzyılda Kapital**, Çeviren: Hande Koçak, İstanbul, Türkiye İş Bankası Kültür Yayınları, 3.Basım, Mart 2018.
- Rolph, Earl A.: “Principles of Debt Management”, **American Economic Review**, Vol: 47, June 1957, pp. 302-320.
- Rosen, Harvey S. and Gayer, Ted: **Public Finance**, 8.th Edition, USA, Mc Graw Hil, 2008,

- Sakal, Mustafa: “Türkiye’de Kamu Açıkları ve Borçlanmanın Sürdürülebilirliği Sorunu: 1988-2000 Dönem Analizi”, **Dokuz Eylül Üniversitesi İktisadi ve İdari Bilimler Fakültesi Dergisi**, Cilt: 17, Sayı: 1, 2002, ss. 35-60.
- Salsman, Richard M.: “The Political Economy of Public Debt: Three Centuries of Theory and Evidence”, **Edward Elgar Publishing, New Thinking in Political Economy Series**, USA, 2017.
- Samuels, Warren J.: “Kurumsal İktisat”, Çeviren: İstiklal Yaşar Vural ve Abdülkerim Çalışkan, 1991.
(Çevrimiçi):http://www.canaktan.org/ekonomi/anayasal_iktisat/diger_yazilar/vuralkurumsaliktisat.pdf, (Erişim Tarihi: 07.10.2020).
- Saraçoğlu, Fatih: “1980-2001 Yılları Arasında Türkiye’de İç Borçların Yapısal Gelişimi ve Değerlendirilmesi”, **Ekonomik Yaklaşım**, 2002, ss. 55-81.
- Sargent, J. Thomas and Wallace, Neil: “Some Unpleasant Monetarist Arithmetic”, **Federal Reserve Bank of Minneapolis Quarterly Review**, Vol: 5, No: 3, 1981, pp. 1-7.
- Savaş, Vural: **Keynezyen İktisat Yıkılırken**, İstanbul, Fatih Yayınevi Matbaası, 1984.
- Savaş, Vural: **İktisatın Tarihi**, Ankara, 4. Baskı, Siyasal Kitapevi, 2000.
- SBB: (Çevrimiçi):<http://www.sbb.gov.tr/wp-content/uploads/2018/11/Orta-Vadeli-Program-2015-2017.pdf>, 2014, (Erişim Tarihi: 30.07.2020).

- SBB: (Çevrimiçi):http://www.sbb.gov.tr/wp-content/uploads/2018/11/Orta_Vadeli_Program_2018-2020.pdf, 2017, (Erişim Tarihi: 30.07.2020).
- SBB: (Çevrimiçi):http://www.sbb.gov.tr/wp-content/uploads/2019/10/YeniEkonomiProgrami_OVP_2020-2022.pdf, 2019b, (Erişim Tarihi: 30.07.2020).
- SBB: (Çevrimiçi):http://www.sbb.gov.tr/wp-content/uploads/2019/04/2019-ButceGerekcesi_2019.pdf, 2019a, (Erişim Tarihi: 15.08.2020).
- Seater, J. John: “Ricardian Equivalence”, **Journal of Economic Literature**, Sayı: 31(1), 1993, pp. 142-190.
- Sonat, Arslan: “Kamu Kesimi Finansman Açıkları ve Dış Denge”, Kamu Kesimi Finansman Açıkları, **X. Maliye Sempozyumu**, Mayıs 1994, Antalya, İstanbul Üniversitesi Basımevi No: 554, İstanbul, 1996.
- Storkey, Ian: “Sovereign Debt Managemant: A Risk Management Focus”, **The Finance and Treasury Professional**, May 2001, pp. 7-10.
- Susam, Nazan: “Türkiye’de Devlet İç Borçlarının Devlet İç Borçlanma Senetleri Faiz Oranları İle İlişkisi: 1990-2004 Granger Nedensellik Testi”, **İstanbul Üniversitesi İktisat Fakültesi Maliye Araştırma Merkezi Konferansları**, 48. Seri, 2005.
- Susam, Nazan: **Kamu Maliyesi**, İstanbul, Beta Yayınevi, 2019.

- Susam, Nazan ve diğ erleri: **Türkiye Ekonomisi ve Maliyesi (1923-2023)**, İstanbul, Beta Yayınevi, 2020.
- Swedish National Debt Office: (Çevrimiçi): <https://www.government.se/reports/2018/11/guidelines-for-central-government-debt-management-2019/>, (Erişim Tarihi: 18.10.2020).
- Swedish National Debt Office: (Çevrimiçi): <https://ml-eu.globenewswire.com/Resource/Download/59804ea6-8474-4f74-ba3f-ac04653a4a08>, (Erişim Tarihi: 18.10.2020).
- Swedish National Debt Office: (Çevrimiçi): <https://www.riksdagen.se/en/About-the-Debt-Office/our-mandate-and-work/>, (Erişim Tarihi: 18.10.2020).
- şeker, Murat: “Dış Borçlanmaya Teorik Bir Bakış ve Dış Borçların Ekonomik Etkileri”, **Sosyoekonomik Dergisi**, Ocak Haziran, 2006-1, ss. 73-92.
- şenalp, M. G.: “Dünden Bugüne Kurumsal İktisat”, Kurumsal İktisat içinde editör: Eyüp  zveren, **İmge Yayınevi**, İstanbul, 2007, ss. 45-93.
- şen, Hüseyin: “Hükümranlık Hakkının Kötüye Kullanımına Bir  rnek: Hazine'ye Kısa Vadeli Avans”, **Finans-Politik ve Ekonomik Yorumlar Dergisi**, Sayı: 481, Nisan 2004, ss. 60-69.
- şen, Hüseyin ve diğ erleri: “Türkiye’de İç Borçların Gelişimi ve Yöntemi”, Türkiye Ekonomisi: Makroekonomik Sorunlar ve çözüm  nerileri, Editör: Ahmet Ay, ** izgi Yayınları**, Konya, 2007, ss. 227-268.

- Şen, Hüseyin ve Sağbaş, İsa: **Vergi Teorisi ve Politikası**, Ankara, Kalkan Matbaacılık, 2016.
- Şimşek, Hayal Ayça: “Aytaç Eker’e Armağan, Kamu Maliyesinde Seçme Yazılar”, **Sakarya Üniversitesi Yayınları**, Editörler: Tolga Saruç, Temel Gürdal ve Nurullah Altun, Sakarya, 2010, ss. 131-153.
- Şimşek, Hayal A. ve Altay, Asuman: “Küresel Kriz Ortamında Türkiye’de Maliye Politikalarının Değerlendirilmesi”, 2008, (Çevrimiçi):http://www.ekonomikyorumlar.com.tr/files/articles/1526374706_19.pdf, (Erişim Tarihi: 23.06.2020).
- Şimşek, Muammer: Türkiye’deki Bütçe Açıklarının Ulusal Tasarruflara Etkileri”, **Cumhuriyet Üniversitesi İktisadi ve İdari Bilimler Fakültesi Dergisi**, Cilt: 6, Sayı: 2, 2005, ss. 2-6.
- Taban, Sami ve Akif, Kara: “Türkiye’de Kamu Kesimi İç Borçlanmasının Özel Yatırım Harcamaları Üzerindeki Etkisi”, **Eskişehir Osmangazi Üniversitesi İ.İ.B.F. Dergisi**, Cilt: 1, Sayı: 2, Ekim 2006, ss. 11-26.
- Tandırcıoğlu, Haluk: **Türkiye’de Mali Disiplin Sağlanmasında Borç Yönetiminin Etkinliği**, Doktora Tezi, İzmir, Dokuz Eylül Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü, 2004.
- Tandırcıoğlu, Haluk: “Borç Yönetiminin Yeniden Yapılandırılması: Borç Ofisi Önerisi”, Küreselleşme ve Kamu Maliyesinde Yaşanan Dönüşüm, **T.C. Maliye Bakanlığı SGB Yayınları**, Editörler: A. Eker ve H.A. Şimşek, Maliye Bakanlığı SGB Yayın No: 2009/392, Ankara, 2009.

- Togo, Eriko: Coordinating Public Debt Management with Fiscal and Monetary Policies: An Analytical Framework”, **Policy Research Paper: 4369**, The World Bank, 2007, (Çevrimiçi): <http://worldbank.org>, (Erişim Tarihi: 02.05.2020).
- Tural, Aziz: **Devlet Borçları**, Ankara, 1992.
- Tüğen, Kamil ve diğerleri: **Devlet Borçları**, İzmir, Kitap ana Yayınevi, 2018.
- UK Debt Management Office: (Çevrimiçi): <https://www.gov.uk/government/organisations/uk-debt-management-office>, (Erişim Tarihi: 18.10.2020).
- UK Debt Management Office: (Çevrimiçi): <https://www.pwlb.gov.uk/media/15967/busplan2019.pdf>, (Erişim Tarihi: 18.10.2020).
- UK Debt Management Office: (Çevrimiçi): https://assets.publishing.service.gov.uk/government/uploads/system/uploads/attachment_data/file/785550/debt_management_report_2019-20_final_web.pdf, (Erişim Tarihi: 18.10.2020)
- Ulusoy, Ahmet ve Erdem, Havvanur Feyza: “İç borçlanma ve Enflasyon Etkileşimi Türkiye Örneği”, **Yönetim ve Ekonomi Araştırmaları Dergisi**, Sayı: 22, 2014, ss. 122-135.
- Ulusoy, Ahmet ve Kara, Dilek: “Kamu Borç Yönetiminin Maliye ve Para Politikası ile Uyum Sorunu: Türkiye Pratiği”, **Maliye Araştırmaları Dergisi**, Cilt: 3, Sayı: 1, Mart 2017, ss. 29-38.

- Ulusoy, Recep: “Kurumcu İktisat ve J.K. Galbraith”, **Finans Politik & Ekonomik Yorumlar** Cilt: 47 Sayı: 542, 2010, (Çevrimiçi):http://www.ekonomikyorumlar.com.tr/files/articles/152820005012_5.pdf, (Erişim Tarihi: 07.10.2020).
- United Nations: “Manual on Effective Debt Management”, **United Nations Economic and Social Commission for Asia and Pacific (ESCAP)**, ST/ESCAP/2416, New York, 2006.
- Vardar, Ercüment: **Türkiye’de İç Borçların Gelişimi**, Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası Piyasalar Genel Müdürlüğü, Uzmanlık Yeterlilik Tezi, Ankara, Haziran 2007.
- Wheeler, Graeme: “Sound Practice in Government Debt Management”, **Washington DC: 20433**, The World Bank, 2004, (Çevrimiçi): <http://worldbank.org>, (Erişim Tarihi: 01.05.2020).
- World Bank: “Case Study: Public Debt Management, Cash Management and Domestic Debt Market Development Tanzania”, **Public Debt Management, Macroeconomic and Financial Management Institute of Eastern and Southern Africa**, June 2001, (Çevrimiçi): <http://worldbank.org>, (Erişim Tarihi: 03.05.2020).
- Yaşa, Memduh: **Devlet Borçları**, İstanbul, Sermet Matbaası, 1965.

- Yavuz, Ali: “Başlangıcından Bugüne Türkiye’nin Borçlanma Serüveni: Durum ve Beklentiler”, **SDÜ Fen Edebiyat Fakültesi Sosyal Bilimler Dergisi**, Sayı: 20, Aralık 2009a, ss. 203-226.
- Yavuz, H. Hakan: “Kamu Borç Yönetiminde Yabancı Para Cinsinden Borçlanmanın Etkileri: Türkiye Örneği”, **Maliye Dergisi**, Sayı: 157, Temmuz-Aralık 2009b.
- Yıldız, Fazlı: “Türkiye’de 1990-2012 Döneminde Kamu Borç Yönetimi ve Kamu Borç Yapısındaki Değişim Üzerine Bir İnceleme”, **Sakarya İktisat Dergisi**, 3(4), 2014, ss. 67-104.
- Yeldan, Erinç: **Küreselleşme Sürecinde Türkiye Ekonomisi**, İstanbul, İletişim Yayınları, 2013.
- Yılmaz, Banu: **Türkiye Ekonomisinde 2000’li Yıllarda Bütçe Açıkları, Finansman Yöntemleri ve Makro Ekonomik Etkileri**, Edirne, T.C. Trakya Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü İktisat Anabilim Dalı Yüksek Lisans Tezi, 2010.
- Yılmaz, Binhan Elif ve Cural, Mehmet: “Türkiye’de İç Borçlanmadaki Değişimi Belirleyen Faktörlere Yönelik Bir Regresyon Analizi Çalışması: 1975–2010”, **İstanbul Üniversitesi İktisat Fakültesi Maliye Araştırma Merkezi Konferansları**, Seri: 4, Yıl: 2010.
- Yılmaz, Binhan Elif: “Genel Teori ve Kamu Borçlanması Üzerine”, Keynes’in Genel Teorisi Üzerine, Editörler: Akalın, U.S., İncekara, A. ve İncekara, G., **Kalkedon, Edit Kitap**, İstanbul, 2012, ss. 1-20.

- Yılmaz, Binhan Elif: **Maliye**, İstanbul, Der Yayınları, 2015.
- Yılmaz, Binhan Elif: **Borç Çıkmazı**, İstanbul, Derin Yayınları, 2015.
- Yılmaz, Binhan Elif: “Domestic Original Sin in Public Debt Management: The Case of Turkey (1996-2016)”, **Akdeniz İ.İ.B.F. Dergisi**, (38), 2018, ss. 240-256.
- Yılmaz, Binhan Elif ve Ataer, Sinan: “Public Debt Management and Borrowing Strategies: Comparison of Turkey and Selected EU Countries’ Applications”, **32. International Public Finance Conference**, May 10 – 14, 2017.
- Yılmaz, Binhan Elif ve Ataer, Sinan: “Debt Target and Fiscal Rules Practices on Public Debt for Turkey,” **34. International Public Finance Conference**, April 24-27, 2019.
- Yılmaz, Binhan Elif: (Çevrimiçi): <https://www.binhanelifyilmaz.com/tl-deger-mi-kaybetti-ic-borc-stoku-mu-artti/>, (Erişim Tarihi: 24.10.2020).
- Yılmaz, Gülay Akgül ve Yılmaz, Ahmet: **Türkiye’de Borç Sarmalı ve Makro Ekonomik İstikrar**, İstanbul, Arıkan, 2007.