

TEORİDE VE TÜRKİYE'DE
KAMU İÇ BORÇ YÖNETİMİ

Tülin MUTLUER
Yüksek Lisans Tezi

Danışman: Doç. Dr Hüseyin ŞEN
Afyonkarahisar
2008

TEORİDE VE TÜRKİYE'DE KAMU
İÇ BORÇ YÖNETİMİ

Tülin MUTLUER

YÜKSEK LİSANS TEZİ

Maliye Anabilim Dalı
Danışman: Doç. Dr. Hüseyin Şen

Afyonkarahisar

Afyon Kocatepe Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü

Temmuz 2008

YÜKSEK LİSANS TEZ ÖZETİ**TEORİDE VE TÜRKİYE’DE KAMU İÇ BORÇ YÖNETİMİ****Tülin MUTLUER****Maliye Anabilim Dalı****Afyon Kocatepe Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü****Temmuz 2008****Danışman: Doç. Dr. Hüseyin Şen**

İç borçlanma, hükümetin piyasaya iç borçlanma senedi ihraç ederek bütçe açığı ve mevsimsel nakit ihtiyaçları için finansman sağlama yöntemidir. Fakat Türkiye’nin iç borçlanma sisteminden bahsedilirken bu tanımın içine finansman sağlamanın dışında Hazine Müsteşarlığı’nın, bütçe kanunu ve çeşitli kanunlar çerçevesinde üstlendiği yükümlülükler de dâhil olmaktadır.

Türkiye’de Hükümet, 1985 yılına kadar nadiren iç borçlanma yapmakta ve devlet iç borçlanma senetleri sadece özel borçlanma kanunları ile ihraç edilmekteydi. Bütçe açığı ve nakit açığının finansmanı senet ihracından çok Merkez Bankası’ndan kısa vadeli avans kullanımı ile karşılanmaktaydı. Bu tarihten itibaren ihale yöntemine geçilmesiyle birlikte iç borçlanma hem nicelik hem de nitelik olarak önemli ölçüde değişmiştir.

1985 yılı sonrası iç borç stokunun aşırı derecede artması iç borç yönetimi kavramını gündeme getirmiştir. Türkiye’de iç borç yönetiminden Hazine Müsteşarlığı sorumludur. Bu kurum, bir taraftan yeterli düzeyde finansman sağlamaya çalışırken, diğer taraftan ihraç edilen iç borçlanma senetlerinin çeşitleri, satış teknikleri, miktarları ve borçlanma maliyetlerini göz önünde bulundurmaktadır. İç borç yönetiminin amaçların-

dan bazıları şunlardır; devletin finansman ihtiyacını karşılamak, iç borçlanma senetlerini piyasaya en etkin satış teknikleriyle ve optimum borçlanma maliyetleriyle satabilmek, finans sektörünün gelişimine katkıda bulunmaktır. Buna ek olarak iyi bir borç yönetimi, bir ülkenin yüksek reel faiz ve kısa vade sarmalından kurtulmasını sağlayabilecek önemli bir araçtır.

Anahtar Kelimeler: İç Borçlar, İç Borç Yönetimi

ABSTRACT**DOMESTIC DEBT MANAGEMENT IN THEORY AND IN TURKEY****Tülin MUTLUER****Department of Finance****Afyon Kocatepe Universty, The Institute of Social Sciences****July 2008****Advisor: Assoc. Prof. Hüseyin ŞEN**

Domestic debt, domestic government bonds put on the market by government for budget deficit and seasonal lack of liquidity which one of the financing process. But, while it mention about that Turkey has domestic debt system, the Undersecretariat of Treasury to assume obligations with budget act and various acts get into this description.

Until 1985's Turkish government rarely had contracted domestic debt and domestic government bonds was issued with only special acts. Short term advances to the Treasury was prefered more than bond issued by government, for budget deficit and cash deficit. Days after date accompanied by bidding process domestic debt interms of both quantitiy and quality significantly change.

After 1985's domestic debt stock exceeding rose which brought into sharp relief terms of domestic debt management. This association not only is make for enough degree finance but also make allowance for domestic goverment bonds of types, sales techniques, amounts and borrowing cost. Goals of domestic debt management, mock auction; correspond to government finance necessity, domestic goverment bonds put on the market with effective sales techniques and optimum borrowing cost, financial sector give help to development etc. Besides, a good domestic debt management for an

economy is important instrument for getting out of high level of real interest rate and short term spiral.

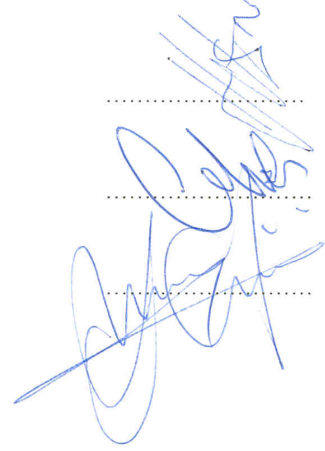
Key Words: Domestic Debts, Domestic Debt Management

TEZ JÜRİSİ VE ENSTİTÜ MÜDÜRLÜĞÜ ONAYI**İmza**

Danışman Üye : Doç.Dr. Hüseyin ŞEN

Jüri Üyeleri : Yrd.Doç.Dr. Abdülkerim ÇALIŞKAN

: Yrd.Doç.Dr. Abdullah KESKİN



Maliye Anabilim tezli yüksek lisans öğrencisi Tülin MUTLUER'in "**Teoride ve Türkiye'de Kamu İç Borç Yönetimi**" başlıklı tezini değerlendirmek üzere 01.07.2008 günü saat 10:00'da Lisansüstü Eğitim ve Öğretim Sınav Yönetmeliğinin ilgili maddeleri uyarınca değerlendirilerek kabul edilmiştir.

Doç.Dr.Mehmet KARAKAŞ
MÜDÜR

ÖNSÖZ

Bu çalışma Türkiye’deki iç borç yönetiminin etkinliğine ve gelişmişliğine odaklanmıştır. Bu amaca ulaşmada katkı sağlayan başta değerli danışman hocam Doç. Dr. Hüseyin ŞEN olmak üzere, Yrd. Doç. Dr. Abdülkerim ÇALIŞKAN’a ve Yrd. Doç. Dr. Abdullah KESKİN’e teşekkürlerimi bir borç bilirim.

Tülin Mutluer

ÖZGEÇMİŞ

Tülin MUTLUER
Maliye Anabilim Dalı
Yüksek Lisans

Eğitim

Lisans: 2005 Afyon Kocatepe Üniversitesi, İktisadi ve İdari Bilimler Fakültesi,
Maliye Bölümü
2005 Afyon Kocatepe Üniversitesi, İktisadi ve İdari Bilimler Fakültesi,
İktisat Bölümü (Çift Anadal)
Lise: Teğmen Ali Rıza Akıncı Lisesi (1997 – 2000)

İş/İstihdam

Egevizyon Ajans, Satış-Tanıtım-Organizasyon, (2004 – 2007)

Sertifika

Çelebi Bilgisayar Kursu, Bilgisayar İşletmenliği (1998 – 1999)

Bilgisayar Bilgisi

Windows XP Professional, Word, Excel, Powerpoint

Kişisel Bilgiler

Doğum Yeri ve Yılı : İzmir, 8 Şubat 1983
Yabancı Dil : İngilizce

İÇİNDEKİLER

	Sayfa
ÖZET.....	ii
ABSTRACT.....	iv
TEZ JÜRİSİ VE ENSTİTÜ MÜDÜRLÜĞÜ ONAYI.....	vi
ÖNSÖZ.....	vii
ÖZGEÇMİŞ.....	viii
TABLolar LİSTESİ.....	xv
ŞEKİL VE GRAFİKLER LİSTESİ.....	xvi
KISALTMALAR LİSTESİ.....	xvii
GİRİŞ.....	1

BİRİNCİ BÖLÜM

KAMU İÇ BORÇLARI VE YÖNETİMİ: TEORİK ÇERÇEVE

I. KAMU İÇ BORÇLARIN TANIMI VE MAHİYETİ.....	4
A) İÇ VE DIŞ BORÇ AYRIM KRİTERLERİ.....	6
B) İÇ BORÇLARIN NEDENLERİ.....	7
C) İÇ BORÇLARIN KAYNAKLARI.....	8
1. Kişi ve Kurumlardan Borçlanma.....	9
2. Sosyal Güvenlik Kurumları ve Ekonomik Kurumlardan Borçlanma.....	10
3. Ticari Bankalardan Borçlanma.....	10
4. Merkez Bankasından Borçlanma.....	11
D) İÇ BORÇLARIN SINIFLANDIRILMASI.....	12
1. Vadelerine Göre İç Borçlar.....	12
a) Kısa Vadeli İç Borçlar.....	13
b) Uzun Vadeli İç Borçlar.....	14
ba) İtfa Süresi Belirli Borçlar.....	14

bb) İtfa Süresi Belirsiz Borçlar	15
2. Borç Verme İradesine Göre İç Borçlar	15
a) Gönüllü İç Borçlar.....	16
b) Zorunlu İç Borçlar.....	16
3. Borçlanma Senetlerine Göre İç Borçlar	17
a) Hazine Bonoları ve Kısa Vadeli İç Borçlanma Senetleri.....	17
b) Tahviller ile Orta ve Uzun Vadeli İç Borçlanma Senetleri.....	18
E) İÇ BORÇLARIN EKONOMİK ETKİLERİ	19
1. İç Borçların Fiyatlar Genel Düzeyi Üzerindeki Etkisi	19
2. İç Borçların Tüketim Üzerindeki Etkisi	21
3. İç Borçların Tasarruf ve Yatırımlar Üzerindeki Etkisi	24
4. İç Borçların Gelir Dağılımı ve Borç Yükü Üzerindeki Etkisi	25
II. KAMU İÇ BORÇ YÖNETİMİNİN TANIMI VE MAHİYETİ	28
A) İÇ BORÇ YÖNETİMİNİN ÖNEMİ.....	29
B) İÇ BORÇ YÖNETİMİNİN UNSURLARI.....	30
1. Borçların Miktarı	30
2. Borçların Bileşimi (Kompozisyonu)	31
C) İÇ BORÇ YÖNETİMİ TÜRLERİ.....	32
1. Olağan İç Borç Yönetimi	33
2. Olağanüstü İç Borç Yönetimi	34
a) Konsolidasyon (Tahkim).....	34
aa) Zorunlu (Cebri) Konsolidasyon	36
ab) İsteğe Bağlı (İhtiyari) Konsolidasyon	36
b) Konversiyon (Borçların Değiştirilmesi).....	37
ba) Zorunlu (Cebri Konversiyon)	38
bb) İsteğe Bağlı (İhtiyari Konversiyon)	39
bba) Başabaştan Yapılan Konversiyon.....	39
bbb) Başabaşın Altında Yapılan Konversiyon.....	39
bbc) Fark İsteme Suretiyle Yapılan Konversiyon.....	40
bbd) Kademeli Konversiyon.....	40

D) İÇ BORÇ YÖNETİMİNİN AMAÇLARI.....	41
1. Devletin Borçlanma İhtiyacının Etkin Bir Biçimde Karşlanması.....	41
2. Yükümlülüklerin Zamanında Yerine Getirilmesi ve Devletin Mali Piyasalara Girişinde Sürekliliğinin Sağlanması.....	42
3. İç Borçlanma Araçlarının Çeşitlendirilmesi.....	42
4. Kamu Nakit Yönetiminde Dengeli Bir Vade Yapısının Oluşturulması.....	43
5. Hane Halklarının Tasarrufa Teşvik Edilmesi.....	43
6. Borç Yönetiminin Para Politikası ile Koordinasyonunun Sağlanması.....	43
7. İkincil Piyasaların Etkin Çalışmasının Sağlanması ve Sürdürülmesi.....	44
8. Yeni İhraç İşlemlerinin Etkin Yönetimi.....	45
E) İÇ BORÇ YÖNETİMİNDE BAŞARI FAKTÖRLERİ.....	45
1. Şeffaflık Faktörü.....	45
2. Risk Faktörleri.....	46
a) Piyasa Riski.....	46
b) Borç Çevirme Riski.....	46
c) Likidite Riski.....	47
d) Operasyonel Risk.....	47

İKİNCİ BÖLÜM

TÜRKİYE'DE KAMU İÇ BORÇLANMA YETKİSİ, SINIRLARI ENSTRÜMANLARI VE GELİŞİMİ

I. TÜRKİYE'DE İÇ BORÇLANMA YETKİSİ.....	48
II. İÇ BORÇLANMANIN SINIRLARI.....	51
III. İÇ BORÇLANMA ENSTRÜMANLARI.....	52
A) İÇ BORÇLANMA SENETLERİNİN TÜRLERİ.....	53
1. Kağıda Bağlı İç Borçlanma Senetleri.....	54
a) Hazine Bonosu.....	54
b) Devlet Tahvili.....	55
ba) Nakden Satılan Tahviller.....	55

baa) Hesaben Tahviller.....	55
bab) Döviz Cinsinden ve Döviz Endeksli Tahviller.....	56
bac) Enflasyona Endeksli Tahviller.....	56
bad) Sabit (Kupon) Faizli Tahviller.....	57
bae) Değişken Faizli Tahviller.....	57
bb) Nakit Dışı Satılan Tahviller.....	58
bba) İkras Tahvilleri.....	58
bbb) Tahkim Borçları.....	59
bbc) Görev Zararları Karşılığı İhraç Edilen Tahviller.....	59
bbd) Faiz Ödemeleri Karşılığı İhraç Edilen Tahviller.....	60
c) Hazine Kefaletine Haiz Bono ve Tahviller.....	60
d) Gelir Ortaklığı Senetleri.....	61
e) Müteahhit Bonoları.....	62
2. Kağıda Bağlı Olmayan İç Borçlanma Senetleri.....	62
a) Konsolide Borçlar.....	62
b) Emanet Paralar.....	63
c) Hazine'ye Kısa Vadeli Avans.....	63
B) İÇ BORÇLANMA SENETLERİNİN SATIŞ TEKNİKLERİ.....	65
1. İhale Yöntemi.....	65
2. Satış Arz Yöntemi (TAP Yöntemi).....	68
3. Halka Arz Yöntemi.....	70
4. Özel Amaçlı Satışlar.....	71
C) İÇ BORÇLANMA SENETLERİNİN İŞLEM GÖRDÜĞÜ PİYASALAR	
VE PİYASA YAPICILIĞI SİSTEMİ.....	71
1. Birincil Piyasalar.....	72
2. İkincil Piyasalar.....	72
3. Piyasa Yapıcılığı Sistemi.....	76
IV. DÖNEMLER İTİBARIYLA İÇ BORÇLAR ÜZERİNDE ETKİLİ OLAN	
POLİTİKALAR.....	78
A) 1980 ÖNCESİ DÖNEM.....	79

B) 1980-1990 DÖNEMİ.....	85
C) 1990-2000 DÖNEMİ.....	89
D) 2000-2007 DÖNEMİ.....	94

ÜÇÜNCÜ BÖLÜM

TÜRKİYE'DE İÇ BORÇ YÖNETİMİ UYGULAMALARI

I. İÇ BORÇ YÖNETİMİNDE MEVCUT KURUMSAL DÜZEN.....	101
II. İÇ BORÇ YÖNETİMİ UYGULAMALARI.....	104
A) BORÇ YÖNETİMİNİN PARA POLİTİKASI İLE KOORDİNASYONU.....	104
B) TÜRKİYE'DE İÇ BORÇ YÖNETİMİ ALANINDA YAŞANAN GELİŞMELER.....	108
C) BORÇ YÖNETİMİ AÇISINDAN İÇ BORÇLARIN YAPISAL ANALİZİ.....	114
1. Türkiye'de Yıllar İtibariyle İç Borçların Görünümü.....	114
2. İç Borç Stokunun Borçlanma Araçlarına Göre Dağılımı, Yapısı ve GSMH'ya Oranı.....	120
3. İç Borçların Birincil Piyasada Alıcılara Göre Dağılımı.....	129
4. İç Borç Stokunun Vade Yapısı.....	133
5. İç Borçların Faiz Oranları ve İç Borçlara Ödenen Faiz Tutarları.....	139
III. İÇ BORÇ YÖNETİMİ VE İÇ BORÇLARIN ASGARİ DÜZEYE İNDİRİLMESİ İÇİN YAPILMASI GEREKENLER.....	145
A) DOĞRUDAN ÇÖZÜMLER.....	147
1. Faiz Dışı Bütçe Fazlası.....	147
2. İç Borçların Çevrilebilirliğinin Sağlanması.....	152
3. Konsolidasyon.....	154
4. Özelleştirme Gelirleri.....	156
5. Monetizasyon.....	157

B) DOLAYLI ÇÖZÜMLER.....	158
1. Bütçe Açığının Yapısal ve Konjonktürel Ayrımı.....	159
2. İç Borca Neden Olan Diğer Kamu Kurumlarında Reform.....	160
a) Kamu Bankaları.....	160
b) KİT'ler.....	161
c) Sosyal Güvenlik Kurumları.....	162
3. Enflasyon ve Ülke Riskindeki Azalmalar.....	163
4. Vergilemede Etkinlik.....	164
SONUÇ VE ÖNERİLER.....	166
KAYNAKÇA.....	172

TABLOLAR LİSTESİ

		Sayfa
Tablo 1.	Borçlanma ve GSMH İlişkisi (%), 1999–2002.....	98
Tablo 2.	Türkiye’de İç Borçların Görünümü [Aksi Gösterilmedikçe Bin YTL], 1980-2007.....	116
Tablo 3.	Türkiye’nin İç Borç Göstergeleri (%), 1980-2006.....	118
Tablo 4.	Yıllar İtibariyle İç Borç Stokunun Borçlanma Araçlarına Göre Yüzde Dağılımı, 1980-2006.....	120
Tablo 5.	İç Borç Stokunun Yapısı, [Aksi Gösterilmedikçe Trilyon TL], 1998–2007.....	126
Tablo 6.	İç Borç Stokunun GSMH’ya Oranı (%), 1980 2006.....	127
Tablo 7.	İç Borçların Alıcılara Göre Dağılımı, 1987-2007.....	131
Tablo 8.	İç Borç Stokunun Vade Yapısı (Milyar TL), 1989-2007.....	135
Tablo 9.	İç Borç Faiz Oranları , 1981-2006.....	141
Tablo 10.	İç Borç Çevirme Oranları (%), 1998-2006.....	153

ŞEKİL ve GRAFİKLER LİSTESİ

	Sayfa
Şekil 1. İç Borç Yönetimi-Teşkilat Şeması	103
Şekil 2. İç Borçların Faiz Yüğü	144
Grafik 1. İç Borç Stokunun Borçlanma Araçlarına Göre Yüzde Dağılımı, 1980–2006.....	122
Grafik 2. İç Borç Stokunun Yapısı (%), 1998-2007.....	125
Grafik 3. İç Borç Stoku/GSMH (%), 1980-2006.....	128
Grafik 4. İç Borç Reel Faiz Oranları, 1992-2000.....	142

KISALTMALAR LİSTESİ

BDDK	: Bankacılık Düzenleme ve Denetleme Kurumu
Bkz	: Bakınız
DÇM	: Dövizle Çevrilebilir Mevduat
DP	: Demokrat Parti
DPT	: Devlet Planlama Teşkilatı
FDF	: Faiz Dışı Fazla
GSMH	: Gayri Safi Milli Hasıla
IMF	: Uluslararası Para Fonu
İMKB	: İstanbul Menkul Kıymet Borsası
KHK	: Kanun Hükümünde Kararname
KİT	: Kamu İktisadi Teşebbüsleri
KKBG	: Kamu Kesimi Borçlanma Gereği.
KVA	: Kısa Vadeli Avans
OVMÇ	: Orta Vadeli Mali Çerçeve
ÖTDT	: Özel Tertip Devlet Tahvili
s	: Sayfa
SPK	: Sermaye Piyasası Kurulu
SSK	: Sosyal Sigortalar Kurumu
T.C	: Türkiye Cumhuriyeti
TBMM	: Türkiye Büyük Millet Meclisi
TCMB	: Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası
TGSKBS	: Toplam Gayri Safi Kamu Borç Stoku

TL	: Türk Lirası
TMSF	: Tasarruf Mevduatı Sigorta Fonu
TÜFE	: Tüketici Fiyat Endeksi
ÜFE	: Üretici Fiyat Endeksi
YTL	: Yeni Türk Lirası

GİRİŞ

Devletin kamu hizmetlerini gereği gibi yerine getirebilmesi için yeterli gelire sahip olması gerekir. Devletin kamu hizmetlerinin finansmanında yararlanması gereken en önemli gelir kaynağı vergilerdir. Vergiler, kamu hizmetlerinin genel karşılığını oluşturmaktadır. Ancak, vergi gelirleri çoğu zaman devletin üstlendiği kamu hizmetlerini yerine getirmek için yaptığı kamu harcamalarını karşılamakta yetersiz kalmaktadır. Günümüzde bu nedenle ister istemez denk bütçe anlayışı yerine, açık bütçe politikası benimsenmekte ve uygulanmaktadır. Kamu gelirlerinin kamu harcamalarına yeterli olmadığı durumlarda, ihtiyaç duyulan finansman borçlanma, enflasyonist finansman gibi alternatif finansman kaynaklarından sağlanmaktadır.

Cumhuriyetin ilanından sonra ilk iç borçlanmaya 1933 yılında başvurulmuştur. Bu tarihten sonra borçlanma kavramı yavaş yavaş Türkiye ekonomisinin gündemine oturmaya başlamıştır. 1985 yılına gelinceye kadar Hazine Müsteşarlığı'nın düzenli bir borçlanması mevcut değildi. Hazine Müsteşarlığı, mevsimlik ihtiyaçlara göre yılda bir veya iki kez genellikle sabit faizli ve uzun vadeli iç borçlanma senetlerini satışa sunar, para sıkıntısının aşırı yaşandığı dönemlerde de bankalara yarı zorunlu nitelik taşıyan bir yöntemle de bono satardı. Söz konusu dönemde daha çok dış borçlara ve Merkez Bankası kaynaklarına başvurulmuştur.

1985 yılından itibaren borçlanma düzenli bir sisteme bağlanmış, iç borçlanma senetleri Hazine Müsteşarlığı tarafından ihale yoluyla satılmaya başlanmıştır. Böylece bir kısım iç borçlanma senetlerinin faiz oranları piyasa koşullarında belirlenmiştir. Serbest piyasa ekonomisine geçişin de etkisiyle 1985 ve sonrası süreçte bütçenin iç borçlanma yoluyla finansmanında önemli ölçüde artış olmuş, uygulanan ekonomik politikalara ve siyasi tercihlere paralel olarak iç borç stokunun yapısı hızlı bir değişim göstermiştir. Ayrıca Hazine Müsteşarlığı'nın Merkez Bankası avanslarını kullanma imkanının sınırlandırılmasıyla birlikte iç borçlanma hızlı bir artış göstermiştir.

Sürekli artan bütçe açıkları devlet iç borçlanma senetleri ile karşılanmaya çalışılmıştır. Bu durum derinliği olmayan, yeterince gelişmemiş ve bankaların çok büyük

bir bölümünü kapsadığı finansal piyasaların varlığı ve sermaye girişlerine dayalı büyüme politikaları ile birleşince GSMH büyümesinin oldukça üzerinde seyreden reel faizlerin ortaya çıkmasına neden olmuş ve böylece iç borç faizleri devlet bütçesinde yük teşkil etmeye başlamıştır. Bütün bu olanlar yeterince gelişmemiş bankacılık piyasasında büyük krizler yaşanmasına sebep olmuştur. Yaşanan krizlerin de etkisiyle ortaya çıkan belirsizlikler iç borç stokunun ortalama vadesini düşürmüş, iç borçların GSMH içindeki payını da sürekli olarak artırmıştır.

İç borçlanma konusunda yaşanan bu gelişmeler, iç borçların, iç borç yönetimi politikası çerçevesinde ele alınmasını giderek daha önemli kılmış ve etkin bir iç borç yönetimini zorunlu hale getirmiştir. Nitekim Türkiye’de bir borç yönetimi politikası oluşturulmaya çalışılmıştır. Oluşturulan iç borç yönetimi politikasıyla, giderek artan borçlanma miktarlarına sınırlar getirilmeye çalışılmış ve iç borç yönetiminin başarısı kapsamında borçlanma maliyetleri, risk faktörleri ve şeffaflık açısından düzenlemeleri hayata geçirmek üzere kurumsal çalışmalar alanında önemli adımlar atılmıştır.

Bu çalışma, kamu iç borçlanmasındaki gelişmeler ışığında, iç borçlarda meydana gelen değişimin ne şekilde olduğu, iç borçlardaki artış ve azalışların ne gibi sonuçlar doğurduğu ve iç borç yönetimi uygulamasının Türkiye’de ne kadar etkin bir yapıya sahip olduğu üzerinde durmakta; tespit edilen eksiklikleri gidermeye yönelik bazı önerilerde bulunmaktadır.

Bu çalışma esasen üç amaç taşımaktadır. Birincisi, genel olarak iç borçlanmanın ve iç borç yönetimi kavramının temel teorik çerçevesini belirlemektir. İkincisi, Türkiye’de özellikle 1980 yılından sonra belirginleşen borçlanma politikalarını inceleyerek, iç borç stokunun ulaştığı miktarı belirlemek ve yapısını incelemek suretiyle, iç borç yönetimi kavramının ne kadar önemli ve yaşamsal olduğunu tespit etmektir. Çalışmanın son ve en önemli amacı ise, Türkiye’deki iç borç yönetimi uygulamalarını inceleyerek bu konuda atılmış en önemli adımları belirlemek ve iç borç yönetiminin geldiği seviyeyi tespit etmektir.

Çalışma bu amaçlara istinaden dört bölümden oluşmaktadır. Birinci bölümde iç borçlanma ve iç borç yönetimi hakkında teorik bilgiye yer verilmektedir. Önce iç borçlanmanın tanımı, kaynakları, sınıflandırılması ve ekonomi üzerindeki etkilerine değinilerek, devletin iç borç yönetimine neden ihtiyaç duyduğu, uygulamadaki iç borç yöne-

timi türleri, iç borç yönetiminin başarılı uygulanabilmesi için gerekli olan faktörlerin neler olduğu, iç borç yönetiminin önemi ve amaçları üzerinde durulmaktadır.

İkinci bölümde, Türkiye’de iç borçlanma yetkisinin hangi kurum tarafından kullanılmakta olduğu, devletin iç borçlanma senetleri türleri ve senetlerin satış teknikleri incelenmekte olup, senetlerin işlem gördüğü piyasalar üzerinde durularak, gelişmiş ülke ekonomilerinde uygulanmakta olan piyasa yapıcılığı sisteminin Türkiye’deki uygulamasına yer verilmektedir. Daha sonra iç borçlanmalar üzerinde etkili olan politikalar dönemler itibariyle ele alınmaktadır.

Üçüncü bölümde ise Türkiye’de iç borç yönetimi uygulamalarının neler olduğuna ve bu konudaki gelişmelere değinilerek, elde edilen veriler ışığında iç borçların yapısal analizi çıkarılmaya çalışılmaktadır. Bütün bunların sonucunda etkili bir iç borç yönetimi sisteminin Türkiye’de var olup olmadığı değerlendirilmektedir.

Sonuç bölümüne gelince, bu bölümde Türkiye’deki iç borç yönetiminin altyapısının genel bir değerlendirmesi yapılmakta olup, iç borç yönetiminin nasıl daha etkin uygulanabileceği yönünde çözüm önerileri sunulmaya çalışılmaktadır.

BİRİNCİ BÖLÜM

KAMU İÇ BORÇLARI VE YÖNETİMİ: TEORİK ÇERÇEVE

I. KAMU İÇ BORÇLARIN TANIMI VE MAHİYETİ

Devletin gelir ve giderlerinin gelecek bir dönem için tahmin edildiği ve gelirlerinin toplanmasına, giderlerin yapılmasına izin ve yetki veren metinler olan bütçelerin esas itibariyle denk olması gerekmektedir. Nitekim 1929 Ekonomik Buhranı'na kadarki dönemde devlet bütçelerinde denklik ilkesine genel olarak uyulmuştur. Ne var ki Ekonomik Buhrandan sonraki dönemde genel kabul görmeye başlayan müdahaleci devlet anlayışı ile birlikte, denk bütçe anlayışı terk edilmiş, bütçelerin açıkla bağlanması ekonomiyeye daha kolay müdahale imkânı verdiği düşünülmüştür (Yazıcı, 2004: 153).

Söz konusu dönemde devletin fonksiyonlarında meydana gelen artışa ve çeşitlenmeye paralel olarak kamu harcamaları hızla artmaya başlamıştır. İzleyen süreçte kamu gelirlerindeki artışın kamu harcamalarındaki artışı takip edememesi, mali sistemin en büyük sorunlarından biri olan bütçe açıkları olgusunu ortaya çıkarmıştır.

Devlet ve/veya diğer kamu kurumları söz konusu açığı kapatmak için başlıca dört yöntem kullanmaktadırlar. Bunlar monetizasyon, döviz rezervlerinin kullanımı, borçlanma (iç ve dış) ve vergilemedir. Diğer gelirler arasında ise; özelleştirme gelirleri, teşebbüs ve mülk gelirleri, sabit sermaye varlıklarının satışından elde edilen gelirler, para cezaları ve bağışlar sayılabilir.

Kuşkusuz kamu harcamalarının asıl finansman kaynağı vergi gelirleridir. Bununla birlikte devletin benimsemiş olduğu ekonomik politika, ülkenin içinde bulunduğu ekonomik durum vergiye alternatif başka finansman kaynaklarına da başvurulmasını gerekli kılabilmektedir. Ancak devlet ve/veya diğer kamu kurumları, toplanan vergi ve diğer gelirlerin yetersiz kalması durumunda iç ya da dış borçlanmaya bazen iradi bazen de zoraki başvurmaktadır.

Bütçe açıklarının borçlanma ile finansmanı, açıklar geçici ise her zaman mümkündür. Bununla birlikte hemen burada ifade edelim ki, sürekli kamu açıkları söz konusu ise borçlanma ile finansmanda biraz daha hassas olunmasında büyük fayda vardır.

İç borçlar, Hazinesinin ödemek durumunda olduğu borçlarla, ödenmesine kefil olduğu bono ve tahvillerin tutarlarının toplamıdır. İç borçlanmanın temel özelliği ise, satın alma gücünün özel kesimden kamu kesimine doğru aktarılmasıdır. Böylelikle ülkenin kullandığı kaynaklara ilave kaynak söz konusu olmamakta, sadece kaynakların kullanıcıları değişmektedir. Dolayısıyla normal koşullarda iç borçlar milli geliri arttırıcı ya da azaltıcı etki yaratmamaktadır. Bütçe açıklarının iç borçlanmayla finanse edilmesi mali piyasalardaki ödünç verilebilir fonların özel kesimden kamu kesimine kaymasına bunun sonucunda da faizlerin yükselmesine neden olmaktadır. Faizlerin yükselmesi ise zincirleme olarak faize duyarlı özel sektör yatırımlarının azalması ile sonuçlanmaktadır. Literatürde dışlama etkisi [crowding out effect] olarak da ifade edilen bu durum Keynesyen çarpan mekanizmasının tam çalışmasını engellemekte ve milli gelir düzeyinin olması gerekenin altında kalmasına neden olmaktadır.

Bütçe açıklarının iç borçlanma ile kapatılması aslında geçici bir yoldur. Çünkü iç borçlar bir süre sonunda anapara artı faizi ile birlikte geri ödenmek durumundadır. Ayrıca söz konusu ödemeler eninde sonunda kamu harcamalarının asli finansman kaynağı olan vergi gelirleri ile yapılmaktadır. Bu nedenle borçlanmaya başvurmak bir anlamda ileride toplanması gereken vergi gelirlerinin bugünden kullanılmasıdır.

Devlet iç borçlanmaya ihtiyaç duyduğu zaman siyasi sınırları içindeki Türkiye Cumhuriyeti vatandaşlarına ve kurumlara başvurarak bunu sağlayabilmektedir. Bu açıdan bakıldığında devletin dış borçlara kıyasla iç borçlanmada borçlanma koşullarını belirlemekte daha fazla serbestliğe sahip olduğunu söylemek mümkündür. Bununla birlikte devletin borç veren kişi ve kurumlar için tatmin edici ve uygun borçlanma koşullarını belirlemesi de borçlanmanın başarısı açısından büyük önem taşımaktadır. Vadenin kısa, faiz oranının yüksek olması istenilen miktar ve seviyede borçlanabilmeyi kolaylaştırıcaktır. Aksi durumda kişi ve kurumlar devlete borç verip vermeme konusunda daha isteksiz davranacaklardır.

A) İÇ VE DIŞ BORÇ AYIRIMI KRİTERLERİ

Bir borcun iç borç olarak değerlendirilebilmesi için, borcun temin edildiği yere ve milli sermayeden karşılanıp karşılanmadığına bakmak gerekmektedir. Devletin siyasi sınırları içindeki kişi ve kurumlardan milli para cinsinden borçlanması iç borç olarak nitelendirilmektedir. Ancak günümüzde uluslararası sermaye hareketliliği nedeniyle borcun ifade edildiği para biriminden çok, borçlanılan ekonominin milliyeti iç borç ayırımında daha anlamlı kabul edilmektedir (Kalay-Kaya, 2006: 35). Örneğin, Türkiye'nin dış ülke piyasasında satışa sunduğu senetler yabancı ülkede oturan bir Türk tarafından alınmış ise bu borç iç borçtur.

Dış borçlar ise kendi vatandaşlarından olmayan ve ülke dışındaki piyasalardan sağlanan borçlardır. Örneğin, Türkiye'nin satışa çıkardığı borçlanma senetleri, Türkiye'de oturan yabancı uyruklu kişiler tarafından satın alınmış ise bu borç dış borçtur.

Dış borçlar, alındığı sırada milli gelire katkıda bulunmakta, ödenmesi sırasında ise milli gelirden azalışa neden olmaktadır. Çünkü ödenmesi aşamasında dış borçların anapara artı faiz ödemesi kadar yurtiçi kaynak karşılıksız olarak yurtdışına transfer edileceğinden milli gelir, ödemenin büyüklüğü ölçüsünde azalacaktır (Şen vd., 2007a: 99). İç borçlar ise milli gelirin bünyesi içinde bir el değiştirme niteliği gösterir ve milli gelirin miktarı yönünden bir değişmeye neden olmazlar. Bu anlamda iç borçlar, özellikle kullanılmayan fonların üretime katılmasını sağlamak yoluyla kalkınmayı hızlandırıcı ve ekonomik dengeyi koruyucu etkiler yaratabilmektedir.

Ülkeler ister kısa süreli olsun, ister ekonomik kalkınmayı sağlamak amacıyla orta ve uzun vadeli olsun borçlanma ihtiyaçlarını karşılamak için zaman zaman uluslararası piyasalardan borçlanma yoluna gitmektedirler. Orta ve uzun vadeli yapılan dış borçlanmalar çoğunlukla program ya da proje finansmanı amacıyla kullanılmaktadır. Genellikle dış borçlanma, gelişmekte olan ülkelerin gelişmiş ülkelere sağladığı dış kaynak olarak düşünülmektedir. Bu nedenle ülkeler, yurtiçinde yetersiz gördükleri kaynağı dışardan sağlayarak, istedikleri büyüme düzeyine ulaşmak için dış borçlanmayı tercih etmektedirler.

İç ve dış borç ayırımının önemi milli ekonomi yönünden aydınlatıcı olması yönündedir. Dış borçlar milli ekonominin dış ödeme gücünü ve dış ödeme dengesindeki ilişkilerini etkilemekte, iç borçlar için ise böyle bir etki ya az ya da hiç olmamaktadır. İç

borçlar milli para ile ödenecektir. Dış borçlar ise genellikle yabancı para cinsinden ödeneceğinden alacaklı ülke ile borçlu ülke paraları arasındaki her değer değişmesi dış ödemeler üzerinde etki yaratacaktır (İnce, 2001: 75).

Dış borçlar, iç borçlara nazaran daha titiz bir çalışma ve planlama gerektirmektedir. Çünkü ülke adına verilen taahhütler, ülkelerin geleceğini doğrudan etkileyecektir. Dış borçlarda kredi riski çok önemli bir faktördür. Borcun ödenmemesi durumunda, ülke güvenilirliğini kaybedebilecek, belki de tekrar dış piyasalardan borçlanma imkanı bulamayacaktır.

Dış borç stoku belli düzeyi aşmış ülkelerde, yatırımcıların yatırımlarını devam ettirebilme ya da yeni yatırımlara başlayabilme olanağı da azalmaktadır. Çünkü borçların vadesinde ödenmemesi nedeniyle ileriki dönemlerde ekonomiye mali yük getirmekte, bu durum yatırımcıların yatırım yapmalarına engel teşkil etmektedir.

Bütçe açıklarının sürekli olarak iç borçlanma ile kapatılması halinde dışlama etkisi ortaya çıkmakta, ekonominin büyüme performansı düşmekte ve gelir dağılımı bozulmaktadır. Dış borçlanma ile finansman ise döviz krizini gündeme getirmektedir. Hangi finansman kaynağının ne ölçüde kullanılacağına ilişkin tercih, piyasa koşulları, ülkedeki kurumsal ve yasal düzenlemelerle ilgili iktisadi gelenekler gibi unsurlar tarafından belirlenmektedir (Şen vd., 2007a: 2).

B) İÇ BORÇLARIN NEDENLERİ

Herhangi bir kamu harcamasının vergi ve diğer kamu gelirleriyle değil de iç borçlanma yoluyla finanse edilmesinin çeşitli nedenleri vardır. Bunların başında, kamu harcamalarının olağan kamu gelirleriyle karşılanamaması gelmektedir. Bu durum daha ziyade savaş, deprem, sel gibi olağanüstü dönemlerde ortaya çıkmaktadır. Özellikle savaş gibi olağanüstü dönemlerde önceden tahmin edilmeyen bir takım ekstra harcamaların yapılması kaçınılmazdır. Söz konusu harcamaların finansmanı mevcut vergilerin arttırılmasını ya da yeni vergilerin yürürlüğe konulmasını zorunlu kılabilir. Ancak burada hemen belirtelim ki, mevcut vergilerin arttırılması ya da yeni vergilerin yürürlüğe konulması her zaman özellikle de savaş koşullarında mümkün olmayabilir. Örneğin yasal mevzuat gereği yeni vergilerin hemen uygulamaya konulması mümkün olmamakta ve belirli bir süre geçimini gerektirmektedir. Bu yüzden karar alma mekanizmasında

bulunanlar için genelde borçlanmaya özelden de iç borçlanmaya başvurmak en azından kısa vadede daha kolay bir seçenektir. Ekonomide belirsizliklerin az olduğu ve ekonomik koşulların uygun olduğu dönemlerde devletin iç borçlanması daha kolaydır. Çünkü iç piyasada satılan borçlanma senetlerinin bedeli hemen tahsil edilebilmektedir. Böylece fonlar zaman kaybıyla karşılaşmadan hemen temin edilmiş olur.

İç borçlanma hem ekonomideki toplam tasarrufları artırma, hem de yatırıma gitmeyen tasarrufları yatırıma dönüştürme sürecine aracılık edebilir. Devlet veya diğer kamu kurumları, karayolları, barajlar ve enerji santrallerinin yapımı gibi büyük çaplı yatırımlar için finansman ihtiyacı duyarlar. Devlet veya diğer kamu kurumlarının ihtiyaç duydukları finansmanın büyüklüğü karşısında vergilerin yetersiz kaldığı zamanlarda genellikle iç borçlanmaya başvurulmaktadır. Bu yolu ise bu yatırımlardan ileride sağlayacakları gelirleri düşünerek seçmektedirler.

Bunun yanında devletin bazen dış borçlanmaya ve/veya Merkez Bankası kaynaklarına da başvurduğu görülür. Ancak bütçe açıkları kronik bir hal alır ve dış borçlanma olanakları tıkanırsa iç borçlanma devamlı başvuru alan bir finansman kaynağı haline alır. Böyle bir durum ister istemez iç borç stokunun artmasına neden olur. İç borçların daha çok kısa vadelerde yoğunlaşması nedeniyle de karşımıza iç borç-faiz kısır döngüsü çıkar.

C) İÇ BORÇLARIN KAYNAKLARI

Devlet iç borçları çeşitli kaynaklardan temin etmektedir. İç borçlar kaynağına göre ekonomide farklı etkiler meydana getirmektedir. İç borçlanmanın kaynakları, borçlanılan dönemde üretim faktörlerinin tahsisi, faiz ve anapara ödemelerinin yapıldığı dönemde ise gelir dağılımına etkisi bakımından önem taşımaktadır. Borçlanma yoluyla sağlanan fonların toplam talep, milli gelir, tam istihdam üzerindeki etkisi çoğunlukla iç borç kaynaklarına göre değişmektedir. Seçilecek kaynakların hedeflenen amaca uygun olmasına büyük özen gösterilmelidir. Hedeflenen amaca uygun bir kaynak seçilmediği takdirde ileride ekonomik ve parasal etkileri açısından çok büyük bunalımlara neden olabilir. Bu yüzden iç borç kaynaklarının seçimi önem taşımaktadır.

İç borçların başlıca kaynakları, kişi ve kurumlar, sosyal güvenlik kurumları ve ekonomik kurumlar, ticari bankalar ve Merkez Bankası'dır. Aşağıda iç borç kaynakları ana hatlarıyla ele alınarak açıklanmaya çalışılmaktadır.

1. Kişi ve Kurumlardan Borçlanma

Kişi ve kurumlardan borçlanmada amaç, bir taraftan kişi ve kurumların tüketimini azaltıp onları tasarrufa teşvik ederken, diğer taraftan da devletin kısa ve uzun dönemli finansman ihtiyacını karşılamaktır. Bu amaç doğrultusunda kişilerin ve kurumların, atıl tasarrufları veya tasarrufların kullanılış biçimi değiştirilerek devlete borç vermeleri sağlanır. Kişi ve kurumları iç borçlanma senetlerine yönelten en önemli neden, düşük oranda da olsa güvenilir ve sürekli bir gelir elde etme isteğidir.

Kişilerden borçlanılması durumunda, ekonomide atıl halde bulunan kaynaklar devletin kullanımına sunulur. Kurumlardan borçlanıldığı taktirde de yine kaynaklar devletin kullanımına sunulmakta ancak özel sektörün yatırım yapabilme kapasiteleri zayıflamış olmaktadır. Nitekim devletin borçlanma esnasında sağlayacağı daha yüksek faiz ya da bazı vergi ayrıcalıkları gibi olanaklar, bazen özel sektörün verebileceğinden fazla olmaktadır. Böyle bir durumda kaynaklar, özel kesimden devlete doğru bir kayma göstermekte ve özel kesim iç piyasadan kaynak sağlamakta sıkıntıya düşmektedir. Sonuçta da özel kesimin yatırım yapabilme olanakları azalmaktadır.

Kurumlardan borçlanmanın bir diğer etkisi ise devletin borçlanma yoluyla topladığı kaynağı kullanmayıp atıl olarak tutması durumunda ortaya çıkmaktadır. Söz konusu kaynağın atıl olarak tutulması halinde, piyasadaki emisyon hacmi ve tüketim harcamaları azalacaktır. Böyle bir durum, uygulanan faiz oranına bağlı kalmakla birlikte yüksek enflasyonun yaşandığı dönemlerde olumlu bir rol oynayacağından, enflasyon oranının düşmesine yol açan bir araç olarak kullanılabilir. Borçlanma yoluyla kişilerden çekilen kaynak, vadesi dolduğunda anapara ve faiz ödemeleri yoluyla tekrar ekonomiye döneceğinden; anti-enflasyonist etkinin azalması hatta tersine işlemesi kaçınılmaz olacaktır. Öte yandan, borçlanma ile sağlanan kaynağın, devlet tarafından yeni ve verimli yatırımlarda kullanılması, uzun vade de milli gelirin artmasına; verimsiz alanlarda kullanılması ise enflasyonist ortama yol açacaktır.

2. Sosyal Güvenlik Kurumları ve Ekonomik Kurumlardan Borçlanma

Sosyal güvenlik kurumları yapıları itibariyle ülkeden ülkeye farklılık gösterebilmektedir. Kurumlar kişileri çeşitli tehlikelere karşı koruyup, onlara geçimlerini sağlayacak kadar bir gelir sağlamayı amaçlamaktadır. Sosyal güvenlik kurumları fon toplayan ve bu nedenle de ellerinde büyük fonlar bulunan kurumlardır.

Kamu ve özel sektörde çalışanlara emeklilik ve emeklilik sonrası bazı sosyal hakları sunmak için, çalıştıkları dönemde elde ettikleri gelirlerden sosyal parafiskal bir yük olarak kesintiler yapılmaktadır. Kurumlar bu kesintileri kendi kasalarında muhasebeleştirilmesi dolayısıyla bu kesintiler çok büyük miktarlara ulaşmaktadır. Devlet iç borçlanma senetleri, bu kurumların atıl durumda bulunan fonları için güvenilir bir yatırım alanı sayılır. Devlet de bu fonlar sayesinde ihtiyaç duyduğu kaynağı temin etme olanağına kavuşmaktadır. Sosyal güvenlik kurumlarının oluşturdukları fonlar özellikle bütçe açıklarının kapatılması, sermaye birikimi ve ekonomik kalkınma açısından önem taşımaktadır.

Sosyal güvenlik kurumları ve ekonomik kurumlardan borçlanma, ticarî banka ve Merkez Bankası'ndan borçlanmaya göre daha az bir enflasyonist etkiye sahiptir. Bu nedenle devlet açısından daha güvenilir bir borçlanma kaynağıdır. Bu kurumlardan borçlanma gönüllülük esasına göre yapılabileceği gibi zora da dayanabilir ve sosyal güvenlik kurumları devlet iç borçlanma senetlerini satın almaya zorlanabilir. Devlet hatta yaptığı yasal düzenlemeler yoluyla bu kurumları borç vermek zorunda bırakabilir. Kurumlar paranın değer kaybetmediği ve senet faizlerinin piyasa faizlerinden yüksek olduğu durumlarda devlete gönüllü olarak borç vermektedirler (Şen vd., 2007b: 237-238).

3. Ticari Bankalardan Borçlanma

Ticari bankalar devlet iç borçlanma senetlerinin en önemli alıcısı konumundadırlar. Bilindiği gibi ticari bankalar çok büyük fonlara sahip kurumlardır. Çünkü bu kurumların fon bulabilme imkânları diğer kurumlara nazaran daha fazladır. Ticari bankaların ekonomideki en küçük tasarruflara kadar ulaşabilmeleri mümkündür.

Ticari bankalar devletin aşırı fon talebi içerisinde olmasından faydalanarak çok yüksek faiz geliri elde edebilmektedirler. Devlet, ticari bankalardan vergi yerine borç

aldığı için bir yandan ticari bankaların faiz gelirleri artarken diğer yandan da vergi sonrası karları artmaktadır (Miynat, 1997: 266).

Ticari bankalar sahip oldukları fonlarla daha çok Hazine'nin ihraç ettiği kısa vadeli borç senetlerini satın almayı tercih etmektedirler. Bu durum devlete de kısa vadeli finansman ihtiyacını bankalardan serbestçe karşılayabilme olanağı sunar. Kısa dönemde her iki tarafta bundan kazançlı çıkar.

Devletin çıkarmış olduğu iç borçlanma senetlerinin ticari bankalara satılması, içinde bulunulan ekonomik konjonktür açısından önem taşımaktadır. Ekonominin durgunluk içinde bulunduğu ve ticari bankalarda kredi işlemlerinin az olduğu dönemlerde devlet, borç alarak atıl durumda bulunan fonları ekonomiye aktarmakta, enflasyonist eğilimler baş gösterince de piyasayı kontrol etmek ve ticari kredileri kısmak amacıyla bankalara tahvil satmaktadır. Ancak enflasyon döneminde devlet tarafından toplanan fonların ya bir süre atıl tutulması ya da enflasyonist baskı oluşturmayacak alanlarda kullanılması gerekir (İnce, 2001: 82).

4. Merkez Bankasından Borçlanma

Günümüzde devletin iç borçlanmasında en kolay başvuracağı kaynaklardan birisi Merkez Bankası'dır. Bunun nedeni, özellikle gelişmekte olan ülkelerde Merkez Bankası'nın bağımsız bir mali ve parasal bir kurum olarak çalışmamasıdır. Merkez Bankaları kamu finansman ihtiyacını karşılamada önemli bir kaynak olma özelliği taşımaktadır. Devlet normal yollardan kaynak sağlamada güçlükle karşılaştığında kısa vadeli finansman ihtiyacını karşılamak için Merkez Bankası'ndan daha fazla borçlanabilmektedir.

Bu finansman desteği Hazine ile Merkez Bankası arasındaki yasal ilişkiler çerçevesinde cereyan eder. Bu nedenle, Merkez Bankalarının özerk yapıya sahip olmaları, izlenecek para ve kredi politikalarının nesneliliği açısından önemlidir. Merkez Bankalarının kendi elindeki satın alma gücünün hükümet aracılığıyla kamu kesimine aktarılmasında, kamu kesimi mali gereksinimlerden çok, ülke ekonomisinin gereksinimleri göz önünde bulundurulmalıdır.

Merkez Bankası'ndan borçlanma, doğrudan borçlanma ve dolaylı borçlanma olmak üzere iki şekilde olmaktadır. Doğrudan borçlanma, hazine bonosu satışı, altın ve

döviz karşılığı avans ve kısa vadeli avans (KVA) şeklinde nakit borçlanmayı ifade etmektedir. Dolaylı borçlanma ise, hazine kefaletine haiz bonoların Merkez Bankası'na iskonto ettirilmesi, satılması veya bunlar karşılığında avans alınmasıyla olmaktadır (Şen vd., 2007b: 239; Eğilmez, 2006: 150-151)¹.

Avans yoluyla borçlanma, devletin hükümlerine dayanarak giderlerini para basarak karşılmasına imkân sağlar. Enflasyonist dönemlerde bütçe açığının Merkez Bankası kaynakları ile giderilmesi yani parasallaştırılması yoluyla hükümetler iki tür gelir elde ederler. Birincisi senyoraj diğeri de enflasyon vergisidir². Şen'in (2003: 2) yaptığı çalışmaya göre, senyoraj; enflasyon vergisi ile büyüme senyorajı'nın toplamından oluşmaktadır. Buna göre, enflasyon vergisi; enflasyon sonucu ellerinde nakit bulunduranların satın alma güçlerindeki azalmayı ifade etmekte, iktisadi birimlerden devlete gönülsüz bir para aktarımı söz konusu olmaktadır. Büyüme senyorajı ise, reel ekonomik büyüme sonucu elde edilen geliri ifade etmekte, yani devlete gönüllü bir kaynak aktarımı söz konusu olmaktadır.

Senyoraj gelirine başvurmanın arkasında yatan neden, vergi tabanındaki düşüklüktür. Söz konusu yöntemle sık sık başvurarak gelir elde etmek, zaten zayıf olan vergi tabanını ileride daha da zayıflatmak anlamına gelmektedir (Güneş, 2005: 4)³.

D) İÇ BORÇLARIN SINIFLANDIRILMASI

İç borçlar çoğunlukla vadelerine, borç verme iradesine ve borçlanma senetlerine göre sınıflandırmaya tabi tutulmaktadır. Aşağıda iç borçların sınıflandırılması ana hatlarıyla ele alınmakta ve açıklanmaya çalışılmaktadır.

1. Vadelerine Göre İç Borçlar

Vadeleri açısından iç borçlar, kısa ve uzun vadeli iç borçlar olarak ikiye ayrılmaktadır⁴. Bu genel ayrıma göre, bir yıl içinde vadesi dolan ve geri ödenmesi gereken borçlar kısa vadeli iç borç ya da diğeri adıyla dalgalı borç olarak adlandırılmaktadır. Va-

¹ Hazine'ye kısa vadeli avans konusunda ayrıntılı bilgi için Bkz. Şen (2003), Şen (2004).

² Senyoraj ve enflasyon vergisi konusunda ayrıntılı bilgi için Bkz. Şen (2003).

³ Çukurova Üniversitesi web sayfası, <http://idari.cu.edu.tr/igunes/butce/yontem.doc> (07.08.2006).

⁴ Bu ayırım zaman zaman kısa, orta ve uzun vadeli şeklinde de yapılmaktadır. Bu konuda ayrıntılı bilgi için Bkz. Erol (1992), İnce (2001).

desi bir yıldan daha uzun sürede dolan ve ödenmesi gereken borçlar ise uzun vadeli iç borçlar yani konsolide iç borçlar olarak adlandırılmaktadır.

a) Kısa Vadeli İç Borçlar

Kısa vadeli iç borçlar, yıl içinde miktar olarak sürekli azalış veya artış göstermekte olup, kaynakları yönünden de değişikliğe uğrarlar. Kısa vadeli iç borçların kaynağı para piyasasıdır. Kısa vadeli iç borçlar bankalardan, sosyal güvenlik kurumlarından, özel sigorta şirketlerinden veya Merkez Bankası kaynaklarından sağlanabilir.

Ellerinde likit bulunduran tasarruf sahipleri, büyük firmalar ve ticari bankalar aktif fonlarını kısa vadeli iç borçlanma senetleri olarak değerlendirirler. Bu durumda, hem devlet kısa vadeli finansman kaynağı temin etmiş olmakta, hem de borç verenler likiditelerini bozmadan likiditelerini değerlendirme olanağına kavuşurlar. Özellikle durgunluk dönemlerinde kredi talebi azaldığı için, ticari bankalar kısa vadeli iç borçlanma senetlerine yönelirler.

Kısa vadeli iç borçların genelde faizi düşük olduğu için maliyeti de düşüktür. Dolayısıyla devletin iç borç yükünde ciddi bir artışa neden olmamaktadır. Devlet, ileriki zamanlarda piyasa faiz oranında bir yükselme olmayacağını tahmin ediyorsa uzun vade yerine kısa vadeli borçlanmayı tercih eder. Fakat faiz oranlarının uzun vadeli borçlara oranla düşük olması, kişilerin tasarruflarını kısa vadeli iç borçlanma senetlerine yatırma konusunda isteksizliğine yol açabilir.

Devletin kısa vadeli iç borçlanmaya başvurmasının nedenleri arasında; bütçe gelir ve giderleri arasındaki zaman bakımından uyumsuzluğun giderilmesi, bütçe açıklarının kapatılmasının gerekliliği, ekonomik istikrarsızlıkların giderilmesi, güven bunalımı, uzun vadeli fon arz eden kurumların olmayışı, etkin ikincil piyasaların bulunmayışı ve enflasyon sayılabilir.

Bazen de amaç uzun vadeli borçlanmak olduğu halde borçlanma için süre kısıtlı ise, uzun vadeli borçlanmanın hazırlık döneminden kurtulmak için kısa vadeli borçlanmaya gidilir. Ancak vade dolduğunda borç konsolide edilerek uzun vadeye dönüştürülür. Bunun yanında kısa vadeli borçlanma doğal afetler, savaş gibi olağanüstü giderlerin finansmanında da kullanılır. Söz konusu harcamaların finansmanı sermaye piyasasından uzun vadeli borçla sağlanamayacak kadar büyük miktarda olmaktadır. Oysaki para piyasası bu gibi harcamaların hemen karşılanmasına olanak vermektedir.

Burada hemen belirtelim ki, iç borçların vadelerinin kısa olmasının bazı olumsuz etkilerinin de bulunduğu gözden kaçırılmamalıdır. Bağcı'ya göre (2001: 80), vadelerin kısa olması borçların yıl içerisinde çevrilmesini zorunlu kılması nedeniyle, yapılan her borçlanmanın maliyeti farklı olmakta; bu da, borçların finansman maliyeti konusundaki tahmini zorlaştırmakta ve bütçe açıklarının tahmin edilmesini güçleştirmektedir. Ayrıca vadelerin kısa olması nedeniyle devlet, yılda birkaç kez toplam borçları kadar piyasadan borçlanmakta bu durumda oluşan masraflar yanında piyasalar da bu işlemde olumsuz etkilenmektedir. Diğer taraftan kısa vadeli borçlanılması iç borçların yönetimi yönünden de bazı sakıncalar taşımaktadır. Vadeleri çabuk yaklaştığı için devlet, bunları her zaman ödeyecek durumda olmayabilir.

b) Uzun Vadeli İç Borçlar

Ödemeleri belirli bir plan dâhilinde yapılan ve sermaye piyasasından finanse edilen borçlardır. Bu tür borçlarda faiz oranları kısa vadeli iç borçlara oranla daha yüksektir. Uzun vadeli borçların ödenme zamanı yaklaştıkça vadeleri kısalmır. Bu durumda kısa vadeli borçlar gibi para piyasasından kolaylıkla alıcı bulabilmektedirler. Devlet uzun vadeli borçlara daha çok altyapı ve büyük ölçekli yatırımların finansmanı için başvurmaktadır.

Uzun vadeli iç borçlar, itfa süresi belirli borçlar (itfaya tabi borçlar) ve itfa süresi belirsiz borçlar (itfaya tabi olmayan borçlar) olmak üzere iki gruba ayrılmaktadır:

ba) İtfa Süresi Belirli Borçlar

Bu tür borçlar, alacaklı ile borçlu arasındaki sözleşme sırasında anapara, faiz, ödenme şekli ve tarihi tespit edilmiş borçlardır. Borcun ödenmesi önceden belirlenen ödeme planı dahilinde yapılır. Devlet borçlarının neredeyse tamamı bu tür borçlardır. Çünkü belli bir vadeye bağlıdırlar ve vade sona erince geri ödenirler. Ancak borçlar vade sona erince ödenecek diye de bir kural yoktur. Bazen borçlar vadeden önce de ödenebilir.

İtfa farklı şekillerde yapılabilmektedir. Birinci şekil, Hazine'nin veya onun adına hareket eden bir kurumun, piyasadan devlet tahvilini satın alarak toplamasıdır. Devlet iç borçlanma senetleri fiyatlarının başabaşın altına düşmesi, Hazine'nin durumunun bu iş için gerekli fonları ayırmaya müsait olması bu durumu teşvik eden faktörlerdir. İkinci şekil, borcun erken ödemeye tabi tutulmasıdır. Fakat bunun için borcu doğuran anlaş-

mada, devlete erken ödeme hakkının tanınmış olması gerekir. Erken ödeme şartı, devletin borcu ödemeksizin faiz yükünün azaltılmasını kolaylaştırmakta ve itfanın en uygun zamanda yapılabilmesine olanak vermektedir (Yaşa, 1981: 43).

bb) İtfa Süresi Belirsiz Borçlar

Belli bir vadenin olmadığı ve devletin herhangi bir geri ödeme taahhüdünde bulunmadığı borçlardır. Bu tür borçlanmada devlet, ellerinde borçlanma senedi bulunduranlara düzenli olarak faiz geliri ödemeyi taahhüt eder; ancak, anaparaya ilişkin herhangi bir taahhütte bulunmaz. Bu yüzden itfa süresi belli olmayan borçlarda faiz oranı, itfa süresi belirli borçlara göre daha yüksektir. Faiz oranlarının yüksek olması, özellikle düzenli bir gelir elde etmek isteyen tasarruf sahipleri için kaçınılmaz bir fırsattır. İtfa süresi belirsiz borçların devleti borç ödeme yükümlülüğünden kurtardığı ve devletin uygun gördüğü zamanlarda ödemenin yapılmasına imkân sağladığı için avantajlı olarak değerlendirilebilir (Şen, 2007: 233–234).

2. Borç Verme İradesine Göre İç Borçlar

Borç verme iradesine göre iç borçlar, gönüllü ve zorunlu iç borçlar olmak üzere ikiye ayrılmaktadır. Gönüllü iç borçlar, kişilerin devletin belli bir vade sonunda kendilerine ödeyeceği bir artı değeri taahhüt etmesi karşılığında nakit değerlerini devlete kullandırmayı kabul etmeleri halidir.

Normalde devletin borçlanması gönüllülük esasına dayanır. Ancak savaş ve iktisadi kriz gibi olağanüstü dönemlerde devlet, rahatlıkla borçlanma imkânını bulamayacağı düşünürse kişilerden zorla borçlanma yoluna gider. Zorunlu borçlanma iki farklı şekilde gerçekleştirilir. Ya kişilere belirli miktarda devlet iç borçlanma senedi satın alma zorunluluğu getirilir ya da borçlanılmak istenen miktarını mal varlığına göre bölüş-türme yoluna gidilir (Demir, 2000: 10).

a) Gönüllü İç Borçlar

Gönüllü iç borçlanmada devlet, politikalarını ve konjonktürü göz önünde bulundurarak yapacağı borçlanmanın şartlarını ve miktarını ilan eder. Tasarruf sahipleri de alternatif yatırım araçlarının getirilerini ve devlete duydukları güven ve sadakati de dikkate alarak borç verip vermeme konusunda tamamen serbesttirler.

Ancak yinede gönüllü borçlanmalarda bir cebrilik söz konusudur. Bu yüzden gönüllü borçlar “yarı zorlayışlı borçlar” olarak da adlandırılmaktadır. Yarı zorlayışlı borçlar da kendi arasında “zorlayış korkusu yaratan borçlar” ve “manevi zorlayış yaratan borçlar” olmak üzere iki ana gruba ayrılmaktadır.

Zorlayış korkusu yaratan borçlarda, çıkarılan iç borçlanma senetlerinin satılması durumunda devletin satın almaya zorlayacağı tehdidi kişilere duyurulmaktadır. Kişilerde devletin kendilerine daha fazla iç borçlanma senedi satacağını düşünerek satışa çıkarılan senetleri kısa zamanda alma yoluna gitmektedirler (İnce, 2001: 59).

Manevi zorlayış yaratan borçlarda ise kişiler, bazı hissi manevi yönden baskı altında tutulurlar. Çıkarılan devlet iç borçlanma senetlerini satın almanın vatandaşlık görevi olduğu, hatta daha da ileri gidilerek almayanların vatan haini sayılacağı gibi propagandalarla kişilerin devlet iç borçlanma senedi almaları sağlanmaktadır.

b) Zorunlu İç Borçlar

Devlet zaman zaman bazı kamu kurumları ile bankalara belli oranlarda devlet iç borçlanma senedi satın alma zorunluluğu getirebilmektedir. Böyle bir zorunluluğun amacı, kişi ve kurum tasarruflarının kamu kesimine aktarımını sağlamaktır. Bu yönüyle zorunlu borçlar vergiye benzer bir hal almaktadırlar. Ancak vergiden farklı olarak zoraki olarak iç borçlanma senetlerini alanlar, belirtilen tarihte ödenmek üzere senet üzerindeki yazılı değer kadar Hazine'den alacaklı sayılırlar.

Demokratik toplumlarda zorunlu borçlar, ancak yasayla uygulamaya konulmaktadır. Bu borçlar, kişilerin satın alma güçlerini başlangıçta azaltıcı yönde etkilerken, geri ödeme aşamasında artırıcı yönde etkilemektedir.

Zorunlu iç borçlar kendi içinde “tam zorlamaya dayalı borçlar”, “yarı zorlamaya dayalı borçlar”, “manevi zorlamaya dayalı borçlar” ve “zorunlu tasarrufa dayalı zorunlu borçlar” gibi gruplara ayrılmaktadır.

3. Borçlanma Senetlerine Göre İç Borçlar

Devlet ya da diğer kamu kurumları, borçlanma ihtiyacını karşılamak için çeşitli borçlanma senetleri kullanmak suretiyle ihtiyaç duyduğu finansmanı karşılamaya çalışırlar. İç borçlanma senetleri genel olarak hazine bonoları ve devlet tahvillerinden oluşmaktadır. Hazine bonolarının vadeleri maksimum 12 ay ile sınırlı iken, devlet tahvillerinin vadeleri 1 yıldan daha uzundur. Aşağıda iç borçlanma senetleri ana hatlarıyla ele alınmakta ve açıklanmaya çalışılmaktadır.

a) Hazine Bonoları ve Kısa Vadeli İç Borçlanma Senetleri

Genelde kısa vadeli iç borçlanma senetleri, özelde hazine bonoları; devletin mali yıl içindeki borçlanma ihtiyacını karşılamak, mali yıl içinde farklılık gösteren devletin gelir ve giderleri arasındaki mevsimsel dalgalanmaları gidermek, Merkez Bankası'na piyasadaki likiditeyi ve kısa vadeli faiz oranlarını ayarlamasında yardımcı olmak, uzun vadeli senetler için yeterli pazarların bulunmadığı veya vadeye ilişkin belirsizliklerin piyasaya hakim olduğu durumlarda, bütçe açığını finanse etmek veya vadesi gelen borç ödemelerini karşılamak amacıyla kullanılmaktadırlar.

Ayrıca hazine bonolarının vadelerinin kısa olması nedeniyle enflasyonun hüküm sürdüğü ülkelerde enflasyondan korunmak için, enflasyon sorununun bulunmadığı ülkelerde ise devletin kısa vadeli ve geçici borçlanma ihtiyacını karşılamak ve bankaların likidite durumunu kontrol etmek için de ihraç edilmektedirler (Bağcı, 2001: 186).

Hazine bonoları, kısa vadeli bir para piyasası aracı olması özelliği ile para politikalarının yürütülmesinde ve ekonomide fon hareketlerine yön vermede önemli bir menkul kıymet çeşididir. Hazine bonoları kırık vadeli olarak da çıkarılabilmektedir⁵. Ayrıca hazine bonoları vadeleri dolmadan paraya çevrilememektedirler.

Hazine bonosunun diğer iç borçlanma senetlerine göre bazı avantajları bulunmaktadır. Bu avantajlardan birincisi, hazine bonolarının likiditesi yüksek olduğu için ikincil piyasada kolayca paraya çevrilebilmektedir. İkincisi, hazine bonoları alıcıları vergiden muaf ya da çok düşük oranda vergiye tabi tutulmaktadır. Üçüncüsü, kamu kurumlarının ihale ve sözleşmelerinde teminat olarak kabul edilebilirler. Dördüncüsü, ha-

⁵ Bankacılık kesiminde genel olarak 1, 3, 6 ve 12 ay gibi vadeler kullanılmaktadır. Bu vadelerden az ya da bu vadelerin arasında yer alan vadelere ise 'kırık vade' denilmektedir. Örneğin 25 gün, 35 gün kırık vadelere denir.

zine bonolarının karşılığında Merkez Bankası'ndan kredi alınabilmektedir (Şen vd., 2007b: 240). Beşincisi, getiri (faiz) oranlarının diğer borçlanma senetlerine oranla daha yüksek olmasıdır. Altıncısı, riskli bir yatırım aracı değildir. Yedincisi, bankaların yasal yükümlülük gereği kasalarında bulundurmak zorunda oldukları disponibl değerlerin bir kısmını devlet borçlanma senedi cinsinden tutmak zorunda olmalarıdır (Dönek, 2000: 58). Bu nedenlerden ötürü hazine bonolarının en önemli alıcıları bankalar olmaktadır.

Hazine bonoları genellikle tasarruf seviyeleri yüksek kişi ve kurumlar tarafından satın alınmaktadır. Bir takım ülkelerde küçük yatırımcının da alabilmesini sağlamak amacıyla düşük nominal değerlerde çıkarılmaktadır. Fakat sadece finansal kurumlara satılmak amacıyla hazine bonusu ihraç eden ülkelerde ise yüksek nominal değer üzerinden çıkarılmakta, ikincil piyasada işlem görürken birkaç parçaya bölünebilmektedir (Bağcı, 2001: 187).

b) Tahviller ile Orta ve Uzun Vadeli İç Borçlanma Senetleri

Orta ve uzun vadeli iç borçlanma senetleri, bütçe açıklarını finanse etmek ya da vadesi gelen borçları yenilemek amacıyla ihraç edilirler. Orta ve uzun vadeli iç borçlanma senetlerinin tipik örneği tahvillerdir. Tahviller riski düşük, sahibine sabit getiri sağlayan yatırım araçlarıdır. Tahvil sahipleri tahvilin vadesini beklemek zorunda değildirler. Tahvillerin de hazine bonolarında olduğu gibi ikincil piyasada nakde dönüştürülebilmesi pekâlâ mümkündür.

Bütçe açıklarının finansmanı amacıyla yapılan tahvil satışlarında, gelecekte oluşturacağı finansman yükü, finansal sistem üzerindeki faiz etkisi ve hedeflenen yatırımcı gibi dikkat edilmesi gereken hususlar vardır. Örneğin, piyasadaki alıcılar vade dolunca ya kadar senetleri ellerinde tutuyorlarsa tahvil alıcıların isteğine göre dizayn edilmelidir. Eğer, senetler ikincil piyasada yüksek miktarda işlem görüyor ise senetlerin standardizasyonunu fazla bozmadan ikincil piyasanın ihtiyaçlarına uygun olarak dizayn edilmesi gerekir (Çakır, 1994: 23).

E) İÇ BORÇLARIN EKONOMİK ETKİLERİ

İç borçların gerek miktar gerekse bileşimindeki değişimler, başta istihdam ve üretim olmak üzere, tüketim, gelir dağılımı, yatırım, büyüme ve enflasyon gibi değişkenleri etkilemektedirler.

İç borçlanma çoğu zaman enflasyonu ve ödemeler dengesi krizini engellemek üzere bir yol olarak düşünülse de iç borçların aşırı bir şekilde artması sonucu bir takım sakıncalar meydana gelmektedir. Devlet iç borçlanmaya sık sık başvurduğu zaman piyasa faiz hadleri yükselir. Faizlerin yükselmesi sonucu üretim maliyetleri ve fiyatlar artar. Bu durumda üretim ekonomisi yerine rant ekonomisi gelir. Kayıt dışı ekonomi yaygınlaşır. Vergi tabana yayılamaz. Toplam tasarruflar verimli alanlardaki yatırımlara yönelemez. Sermaye birikimi bu durumdan olumsuz yönde etkilenir. Bütün bunlar ileride büyümeyi yavaşlatır ve sağlıksız bir ekonomik yapının oluşmasına neden olur.

İç borçlar, ekonomide kaynak kullanıcılarını ve kaynak kullanımlarını değiştirmektedirler. Bu değişim sonucunda bazı ekonomik etkiler ortaya çıkarmaktadırlar. Ancak bu etkilerin sağlıklı bir biçimde ortaya konabilmesi için borçların yapıldığı kaynağın ve kullanım alanlarının bilinmesi gerekmektedir. Devlet elde ettiği kaynağı harcıyor ise, borç hangi kaynaktan sağlanırsa sağlansın enflasyonist etki ortaya çıkaracaktır.

1. İç Borçların Fiyatlar Genel Düzeyi Üzerindeki Etkisi

Fiyat istikrarının sağlanması ekonominin seyri açısından oldukça önemli bir konudur. İç borçlanmanın ekonomideki talep miktarını arttırıcı, arz miktarını ise kısıtıcı etkileri dolayısıyla toplam talep ve toplam arz arasındaki dengeyi bozarak fiyatlar genel seviyesinin sürekli yükselmesine neden olduğu söylenebilir. Bu nedenle de iç borçlanma talep enflasyonunun doğmasına neden olan faktörlerden biridir (Oskay, 2004: 2)⁶.

Devlet borçlanmasının deflasyonist etki mi yoksa enflasyonist etki mi yarattığı tartışmalı bir konudur⁷. Bilindiği üzere devlet iç borçlanma senetlerinin satışı ekonomide deflasyonist, geri ödenmesinde enflasyonist etki yaratmaktadır.

⁶ Konya Ticaret Odası web sayfası, <http://www.kto.org.tr/tr/dergi/dergiyazioku.asp?yno=145&ano=39> (16.10.2007).

⁷ Bu konu Uluslararası Kamu Maliyesi'nce düzenlenen Eylül 1960 Züriç Kongresinde tartışılmış, Kongrede yer alan bildiriler şu kitapta yayımlanmıştır. "Impots Sur la Fortune Y. Inclus Droits de Succession-Debt Management", Bruxelles, 1992, s.265-280;

Bununla birlikte devletin piyasadan borç adı altında para toplamasıyla oluşan yeni borçlardaki artış eski borçların fiyatını düşürdüğü için eski borç senedi sahipleri servetlerinde bir azalma göreceklelerinden dolayı mal ve hizmetler için harcamalarını kısacaklardır. Ekonomide başlayan deflasyonist etki bu şekilde tüm ekonomiye yayılmış olmaktadır (İnce, 2001: 349).

Aynı zamanda piyasaya çıkarılan yeni borçların özel harcamalar üzerinde de azaltıcı etkisi vardır. Özel borçlar her zaman kamu borçlarıyla piyasada rekabet halinde olduğu için kamu borçları ne kadar fazla piyasaya sürülürse özel borçlar, fiyatlar ve öteki koşullar değişmediği sürece daha az çekici duruma gelecektir. Bu durum özel kesim yatırımlarının azalmasına yol açacak ve yatırım mallarındaki bu talep darlığı toplam talebinde azalmasına neden olacaktır. Özel harcamaların dolayısıyla toplam harcamaların azalması deflasyonist etki meydana getirecektir (İnce, 2001: 350).

İç borçlar enflasyonu önlemek için yapılıyorsa, borçlanmanın faizi önem taşımaktadır. Çünkü alınan iç borçların karşılığında faiz ödenmesi gerekmektedir

Devlet, piyasadaki likiditeyi azaltma amacına yönelik olarak iç borçlanmaya başvuruyorsa, yani elde ettiği fonları harcamıyorsa bu durum ekonomi üzerinde deflasyonist etki ortaya çıkaracaktır (Ulusoy, 2004: 283). Eğer devlet, sağladığı fonları, yüklediği fonksiyonlarını gerçekleştirme amacına yönelik olarak, ekonomiye katılıp, mal ve hizmet alımında bulunursa bu durumda Keynes'in basit çarpan etkisi çerçevesinde ekonomide genişletici etki meydana gelecektir (Akdoğan, 2006: 429).

Gerek borçların kaynağı, gerekse vadesi, fiyatlar genel düzeyini etkileyebilmektedir. Merkez Bankası'ndan borçlanma, para arzını arttırıcı bir etki meydana getirmekte ve piyasaya ek bir satın alma gücü aktarılması anlamına gelmektedir. Merkez Bankaları mevduat kabul eden bankalar olmadıklarından dolayı devlete borç olarak verdikleri fonları para basma yoluyla karşılamaktadırlar. Devlet elde etmiş olduğu bu fonları harcadığı takdirde para tekrar bankacılık sistemine döneceğinden bu da ticari bankaların kaydi para yaratma olanaklarını artırır. Kaydi para miktarındaki artış, ekonomide genişletici etki meydana getirir. Bu yüzden enflasyonist dönemlerde borçlanma kaynağı olarak Merkez Bankası'nın tercih edilmemesi gerekir. Ancak Merkez Bankası'ndan borçlanma durgunluk dönemlerinde ise durgunluğu giderici bir etkide bulunmaktadır. Burada he-

men belirtelim ki, özellikle bağımsızlık derecesinin düşük olduğu ülkelerde Merkez Bankası'ndan borçlanmanın tek faydası faizsiz veya düşük faizli oluşudur.

Burada bir hususu gözden kaçırmamakta fayda vardır. Para arzındaki her artış enflasyona yol açmayabilir. Milli gelirle aynı oranda artan para arzı enflasyonist etki meydana getirmez. Ekonomide durgunluk yaşıyorsa, tüketimi arttıran para arzı artışı üretim ve yatırımın artmasına neden olabilir.

Devletin ticari bankalardan sağladığı fonları harcamalar da kullanması durumunda ise bu harcamalar iktisadi ajanların eline gelir olarak dönecektir. Kişilerin ve kurumların eline geçen bu fonlar, yeniden mevduat olarak bankalara geri dönmekte ve banka mevduatının artmasını sağlamaktadır. Kaydi para yaratmak suretiyle bu dönüşüm yeni kredilere yol açarak, para ve kredi hacmini şişirme yoluyla ekonomide enflasyonist baskıyı arttırmaktadır (Erol, 1992: 79). Normal koşullarda durgunluk dönemlerinde yapılan böyle bir borçlanma şekli ekonominin canlanmasına katkıda bulunur.

Ulusoy'a göre (2004: 271), kişilerden yapılan borçlanma ise tüketimden karşılandığı ve dolayısıyla tüketimi azalttığı sürece talep kısıcıcı etkide bulunacaktır. Öyle ki borçların anapara ve faizi ile birlikte geri ödenmesi durumunda kişilerin satın alma gücünde artış olmaktadır. Eğer kişiler ellerine geçen bu satın alma gücünü tüketim harcamalarına yönlendirirlerse, mevcut üretimin söz konusu tüketimi karşılayamaması durumunda fiyatlar genel seviyesi yükselebilir. Buna karşılık üretim miktarı tüketimdeki artışı karşılayabilecek düzeyde artarsa ekonomik büyüme ve istihdam seviyesi de yükseleceği için fiyatlar genel seviyesinde herhangi bir sorun yaşanmayacaktır.

2. İç Borçların Tüketim Üzerindeki Etkisi

İç borçların tüketim üzerine etkisi, ekonomide talep miktarındaki değişmeler anlamına gelmektedir. Borçlar verginin alternatifi olarak düşünüldüğünde, kişilerin ve özel kesimin iç borçlara başvurarak kendilerini daha zengin hissetmelerine ve daha yüksek bir talep düzeyine erişmelerine neden olmaktadır (Karabay, 1992: 72). Devletin ihtiyaç duyduğu finansmanı borçlanma yerine vergi yoluyla sağlaması kişilerin gelirlerinde azalmaya neden olur bu da tüketimin azalması sonucunu doğurur.

Karabay'a göre (1992: 72), devlet vergi indirimi yaptığında söz konusu indirim sonucu kişilerde pozitif refah etkisi oluşmakta bu da kişilerin tüketiminde bir artış mey-

dana getirmektedir. Yapılan vergi indirimi sonucu kamu kesiminde oluşan açığın iç borçlanma ile finanse edilmesi ve mal piyasasında artan talep fazlası nedeniyle fon piyasasında talep baskısı meydana gelmektedir. Söz konusu baskı reel faiz oranlarının yükselmesine neden olmakta, yükselen reel faiz oranları karşısında serbest fonlar kamu kesimine doğru akmakta, bu durumda dışlama etkisi meydana gelmektedir.

Tüketimdeki artış bir anlamda özel kesim mal ve hizmetlerine olan talepteki artış demektir. Eğer mal ve hizmet artışı üretim artışıyla karşılanmazsa fiyatlar genel seviyesinde de artış gözlenecektir.

İç borçların tüketim üzerindeki etkisi incelenirken borçlanmanın yapıldığı kaynak önem taşımaktadır. Devlete borç veren en önemli kaynaklardan birisi bankalardır. Devletin banka kesimine borçlanması durumunda tüketim açısından etkisi bankaların likidite durumlarıyla ilgilidir. Eğer bankalar iç borçlanma senetlerini ellerindeki atıl fonlarla satın alırlarsa talepte herhangi bir daralma söz konusu olmaz. Çünkü özel kesime sunulan kredi tutarlarında bir azalma olmamış olur. Dolayısıyla özel kesim yatırımları, devletin iç borçlanması karşısında azalmamış olmaktadır. Bu durumda devletin elde ettiği kaynağı yatırımlara veya tüketime harcaması durumunda, hem tüketim hem de yatırım artmış olacaktır. Bunun sonucunda ekonomide genişletici etki meydana gelecektir.

Buna karşın bankalar, likidite durumlarının uygun olmadığı zamanlarda iç borçlanma senedi satın alırlarsa bu durum özel kesim kredilerinin azalmasına yol açacağından özel kesim yatırımları da azalacaktır. Bunun sonucunda ekonomide daraltıcı etki meydana gelecektir.

Eğer iç borçlar kişilerden yapılıyorsa, kişiler elde edecekleri gelirleri faizleriyle birlikte ileride geri alacaklarını düşünerek bu gelirleri tasarruf etmeyip tüketim harcamalarını arttırabilirler.

Genel olarak kişiler, cazip koşullar olmadığı sürece tüketimlerini kısarak borçlanma yoluna gitmezler. Genellikle tüketimden arta kalan kısmı itibariyle borçlanma yoluna giderler. Kişilerin mümkün olduğunca tüketim harcamalarını kısıp, tasarruflarını arttırarak daha çok kaynağı devlet iç borç senetlerine yatırmaları arzulanır. Ekonomide talep enflasyonu hüküm sürüyorsa, yapılan borçlanma kişilerin tasarruflarından karşı-

lanmış ise, kısa dönemde kişinin olumlu birikimini emeyeceği için talep kısalmış olur. Bu durum bireylerin gelirlerinde azalmaya neden olacağı için tüketimi azaltır.

Fakat yapılan borçlanmanın kişilerin tasarruflarından sağlanması özel kesim borçlanma senetlerine olan talebi azaltarak faiz oranlarını yükseltecektir. Çünkü özel kesim, iç borçlanma senedi satabilmek için daha yüksek faiz oranı belirlemek zorunda kalacaktır. Bir ekonomide toplam tasarruflar belirli bir dönem için sabittir. Bu nedenle bu tasarruflardan kamunun fazlaca yararlanması ancak özel kesimin fon kullanımının azaltılmasıyla mümkün olabilmektedir. Bu nedenle özel kesimin yatırımlarında azalma meydana gelmektedir.

Kişilerden iç borçlanma senetlerini uzun süre ellerinde tutmaları beklenir. Fakat devlete olan güven sarsıldığında tasarruf sahipleri sahip oldukları iç borçlanma senetlerini bir an evvel ellerinden çıkarmaya çalışacaklardır. Bu yüzden bu güvensizlik ortamının oluşmasına sebebiyet verilmemelidir.

Kişilerden yapılan borçlanmanın kullanım şekli de ekonomide etkiler meydana getirir. Devletin borçlanma yoluyla kişilerden topladığı kaynağı harcamaması durumunda piyasadaki likiditeyi ve tüketim harcamalarını daraltıcı yönde etki yapar. Bu durum deflasyonist etki yaratır. Enflasyonun yaşandığı dönemlerde bu yöntem etkili bir mali araç olarak kullanılabilir.

Eğer borçlanma yoluyla kişilerden sağlanan kaynaklar verimli yatırım harcamalarında kullanılıyorsa, vergi gelirleri, yeni vergi konmasına ya da vergi oranlarında herhangi bir değişikliğe gerek kalmadan artacaktır. Böylece kişilerin ellerine geçecek gelir artacaktır. Kişilerden sağlanan kaynakların verimli olmayan yatırım harcamalarında kullanılması durumunda ise üretimde artış olmayacak, piyasada ilave satın alma gücü yaratacaktır. Bu tüketim isteği ek bir üretim ile karşılanmadığı takdirde fiyatların yükselmesine neden olacaktır. Durgunluk dönemlerinde talep yetersizliği nedeniyle, yatırımların ek satın alma gücü yaratacak alanlara yapılması gerekir.

Devlet kişilerden yaptığı borçlanmayı ekonomik amaçtan ziyade finansal amaçlı yapacak olursa elde ettiği fonları cari harcamalar için kullanacaktır. Bu nedenle tüketimde artış meydana gelecektir.

Devlet eski borçlarını ödemek için iç borçlanmaya başvuruyorsa, borçlandığı miktar ödenecek borç miktarından yüksek ise yapılan borçlanma kişilerin tüketim har-

camalarından kısılmak suretiyle arttırılan paralardan karşılanıyorsa, ekonomide borç ödemesinden kaynaklanan enflasyonist etki söz konusu olmaz. Eğer ödenecek miktar yeni borç tutarının üzerindeyse piyasada para arzı artar, tüketim artar ve fiyatlar yükselir. Bu durumda enflasyonist etki meydana gelmiş olur (Erol, 1992: 72).

3. İç Borçların Tasarruf ve Yatırımlar Üzerindeki Etkisi

Devletin iç borçlanmaya başvurması halinde özel kesimin kredi imkanlarını daraltacağı için özel kesim yatırımlarında dışlama etkisi doğuracaktır. Devlet iç borçlanma senetlerinin faiz getirisinin özel kesime oranla fazla olması ve risk unsurunun düşük olması toplam tasarrufların bu alana kaymasına neden olmaktadır.

Devletin finansman ihtiyacının her geçen gün artması ve süreklilik kazanması sonucu bu kaynak transferi daha da hızlanmaktadır. Devletin artan finansman ihtiyacına paralel olarak tasarruflar artmazsa ya da artırılamazsa, faizlerdeki yükseliş karşısında devletin faiz yükü artacaktır. Devlet, faiz oranları yükseldikçe daha kısa vadeli borçlanmaya yönelecektir. Devlet, borçlanmanın vade yapısının kısa olması nedeniyle vadesi gelen borçlarını daha yüksek bir faiz oranı üzerinden ödemek zorunda kalacak bu durum iç borç stokunun gittikçe büyümesine neden olacaktır. Böyle bir süreç sonucunda dışlama etkisi maksimum seviyeye ulaşacak ve devlet kendini borç-faiz sarmalı içinde bulacaktır (Şen vd., 2007a: 100). Aşırı faiz yükü de devletin kamu hizmetlerini yerine getirmesine engel teşkil edecektir.

Faizlerdeki artış, yatırımcılar ve üreticiler açısından girdi maliyetlerinin artması anlamına gelmektedir. Bu durum üretim maliyetlerinin artmasına neden olacağı için uzun dönemde maliyet enflasyonunun doğmasına ve ihraç mallarının fiyatlarını yükseltmek suretiyle ülkenin rekabet gücünün zayıflamasına neden olarak ödemeler dengesi sorununu derinleştirebilmektedir. Aynı zamanda faizlerdeki artış yatırımcıları yatırım yapamaz hale getiriyorsa ekonomide durgunluk yaşanacak ve enflasyonla durgunluk bir arada görülecektir.

Devletin iç borçlanma yoluyla bankaların elindeki fonların büyük kısmına el koyması sonucunda bankalar da esas faaliyetleri olan yatırımların finansmanına, işsizliğin çözümüne, ekonominin büyümesine ve üretim artışına gerekli katkıyı sağlayamamaktadırlar.

Devletin Merkez Bankası'ndan borçlanması yoluyla parasal genişleme sonucu meydana gelen enflasyon, devletin lehine zorunlu tasarruf yaratarak özel kesimin fon fazlalarının kamu kesimine aktarılmasına neden olmaktadır. Bu durum da özel kesim için dışlama etkisi doğurmaktadır (Ulusoy, 2004: 280).

İç borçlar yatırımlarda azalmaya neden olmakla beraber, özel kesimin dış borçlanmaya yönelmesine de neden olabilir. Dış borçların daha cazip hale gelmesi durumunda devletin finansman ihtiyacını iç borçlanmayla karşılaması dış ödemeler sorunu haline dönüşebilmektedir. Çünkü dış borçlarda karşılaşılan olumsuzluklar iç borçlara da yansiyacak, biriken dış borçlar özel kesimin ve dolayısıyla ülke ekonomisinin mali kırılganlığının artmasına neden olarak her an olası bir krizi tetikleyecektir.

4. İç Borçların Gelir Dağılımı ve Borç Yükü Üzerindeki Etkisi

İç borçlarla ilgili olarak ortaya çıkan en önemli sorunlardan birisi, borçtan dolayı katlanılması gereken yükün toplum bireyleri arasında nasıl dağılacağı ile ilgilidir. Borç yükünü borçlanmanın yapıldığı zamanki mi yoksa daha sonraki nesil mi yüklenecektir. D.Ricardo gibi Klasik iktisatçılar, borç yükünü borçlanmanın yapıldığı zamanki neslin taşıyacağını savunmuştur. J.M Burchanan gibi Neo-klasik iktisatçılar ise borç yükünün bu nesil üzerinde kalmayıp gelecek nesillerin yüküne geçeceğini savunmuştur. Neo-klasik iktisatçılara göre, borcun ödenmesi için gelecekte konulacak vergiler mutlaka bir fedakârlığı gerektirecektir. Bu fedakârlık ise borç yükü olmaktadır (Bülbül, 2003: 132).

İç borcun süresine, kullanım alanlarına, sağlanan avantajlara ve yüke bağlı olarak çeşitli toplum kesimleri üzerinde değişik etkiler ortaya çıkmaktadır. Alınan borçlar verimli yatırım alanlarında kullanılırsa yaratılan katma değer halkın refahını yükseltir. Milli gelirin yükselmesi vergi tahsilâtını arttırdığı için borç taksidini ve faizlerini ödemek sorun yaratmaz. Bu durumda alınan borçlar zamanında ödendiği için gelecek nesillere yük teşkil etmez. Eğer alınan borçlar milli geliri artırıcı alanlarda kullanılmazsa borç taksitleri ve faizleri yeniden borçlanma ile ödenmek zorunda kalınır. Bu durumda borç yükünü gelecek kuşaklar çekecektir.

İç borç stoku, GSMH'nin sabit bir oranı olarak kalırsa, ekonomik büyümeden dolayı artan normal vergi gelirleri borcun faizini karşılayacağından toplum üzerinde yük teşkil etmez. Ya da borç stoku hızlı bir şekilde artsa bile, GSMH borcun faizini karşıla-

yacak vergi geliri artışını sağlayacak şekilde artarsa toplum üzerinde yük teşkil etmez (Keskin, 2005: 191).

İç borçlar gelir dağılımının bozulmasına sebep olmaktadır. Bütçe yoluyla büyük ölçüde cari ve transfer harcamalarını finanse etmekte kullanılan iç borçlar tasarrufların tüketilmesine sebep olmaktadır. Borçlanma ile elde edilen kaynakların yatırımlarda değerlendirilmemesi sonucunda borçlanma, ülkenin gelecekteki refahının azalmasına sebep olmaktadır.

İç borçların gelir dağılımı üzerindeki etkisi genellikle iç borç senetlerine yönelik anapara ve faiz ödemesi (iç borç servisi) sırasında ortaya çıkmaktadır. Bu etki borçlanmanın kaynağına, iç borç senetlerinin faiz oranına, vergi oranlarına, muafiyet ve istisnalar gibi borç verenlere sağlanan çıkarılara, borçlanmanın zorunlu olup olmamasına, ekonominin enflasyonist veya deflasyonist süreç içinde bulunmasına göre değişmektedir.

Bilindiği gibi borç iç borç servisi eninde sonunda halktan toplanan vergilerle ödenmektedir. İç borç servisini ödemek için salınan vergiler yüksek gelirli kesimlere yönelikse gelir dağılımı üzerinde herhangi bir olumsuz etki meydana getirmez. Çünkü bu kesim aynı zamanda devletin iç borçlanma senedini satın alarak faiz kazancı elde eden kesimdir. Yani bu kesim aynı zamanda borcun finansmanını da üstlenmektedir. Böylece vergiyi ödeyenler ile devlete borç verenler aynı kişi ve kurumlar oldukları için diğer kesimlere yönelik herhangi bir yükten veya gelir dağılımı adaletsizliğinden söz edilemez. Ancak iç borç servisi orta ve alt gelir grupları üzerine salınan vergilerle karşılanıyorsa, o zaman orta ve alt gelir gruplarından yüksek gelirli kesimlere yönelik kaynak aktarımı yapılıyor demektir. Bu durum gelir dağılımında bozucu etki meydana getirmektedir. Yüksek gelire sahip kesimin milli gelirden aldığı pay artarken, orta ve alt gelire sahip kesimin milli gelirden aldığı pay gittikçe azalmaktadır.

İç borçlanma sonrasında parasal genişlemeden dolayı meydana gelen enflasyondan iç borçlanma senedi alanlar etkilenmezler. Çünkü devlet, borçların sürdürülebilmesi için bu kesime nominal faiz oranı, dövize kaçış yolu, vergi yasaları ile sağlanan muafiyet, istisna, indirim gibi ayrıcalıklar ya da başka avantajlar tanıdığı için olumsuz ekonomik etkilerden korunmuş olurlar. Devlete borç verenler dövize kaçış yoluyla para değerindeki aşınmadan korunabilirler (Özgen, 1999: 362).

Yeterli fon miktarına sahip olmayan orta ve alt gelire sahip kesimler ise iç borçlanmanın olumsuz etkilerine en fazla maruz kalanlardır. Devletin sağladığı avantajlardan yararlanamadıkları gibi gelirleri, bir yandan enflasyon (görünmeyen vergi) karşısında erirken, bir yandan da ödedikleri vergilerle devlet borçlarının faizlerini finanse ederler. Buna karşın ellerinde iç borçlanma senedi bulunan kişilerin devlete borç olarak kullandıkları anaparaları enflasyonla erirken, bu erime alınan faizle bir dereceye kadar giderilmektedir. Bu nedenle gelir dağılımı orta ve alt gelire sahip kesim aleyhine bozulmaktadır.

Enflasyon dönemlerinde vergi gelirlerinin erozyona uğramaması için vergi yasalarındaki artan oranlılığın bozulmaması ve enflasyonist etkileri giderebilecek miktar ve oranların yükseltilmesi yönünde ayarlamalar yapılması gerekir. Eğer vergi yasaları ile miktar ve oranlar ayarlanmazsa yüksek gelirli kesimin daha az vergi vermesine neden olur. Bu durumda gelir dağılımı orta ve alt gelir grubuna sahip kesimdeki vergi yükümlüleri aleyhine bozular.

İç borçlar bütün kesimler için zorunlu hale getirilirse, gelir dağılımı üzerindeki yarattığı adaletsizlik daha belirginleşir. Bu durumda toplumun en alt gelir seviyesine sahip kesim de devlete borç vermek zorunda bırakılmış olmaktadır. Bu kesim ihtiyaçlarını gidermek için senetlerin vadesinin dolmasını bekleyemeden senetleri çok düşük bir faiz oranı üzerinden elden çıkarmak zorunda kalacaklardır. Bunun sonucunda yüksek fiyattan aldıkları iç borçlanma senetlerini düşük fiyattan elden çıkardıkları için borçlanma işlemi bu kesimin aleyhine olmaktadır.

İç borçlanmanın gelir dağılımı üzerine etkisi özel kesim kuruluşlarının verdikleri borç miktarına göre de değişmektedir. Özel kesim kuruluşlarının sahipleri genellikle gelir seviyesi yüksek kişiler oldukları için devlet borçlanmasından önemli bir pay almakta ve gelir dağılımını kendi lehlerine çevirmektedirler. Buna karşın kamusal kesime yapılan faiz ödemeleri bu kesimin doğrudan doğruya kişisel gelir dağılımıyla ilgili olmadığı için gelir dağılımında bir adaletsizlik oluşturmaz (Bülbül, 2003:135; Miynat, 1997: 266).

II. KAMU İÇ BORÇ YÖNETİMİNİN TANIMI VE MAHİYETİ

Borç yönetimi, devlet borçlarının etkin bir şekilde yönetilmesi için bir strateji geliştirilmesi ve yönetilmesi sürecidir (Ateş, 2002: 3)⁸. Bu süreçte kamu dışı sektörlerden kamu kesiminin borçlanma gereği kadar finansman sağlama, uzun vadede risk primi⁹ ve dolayısıyla finansman maliyetini en düşük düzeyde tutma, ekonomik istikrara katkıda bulunma ve para politikasıyla uyumlu bir borçlanma programı yürütme, borçların yönetimi için yapılması gerekenlere örnek olarak gösterilebilir.

Bütçelerin fazla olduğu ve bütçe finansmanı yönünden hiç gelir gereksinimi duyulmayan hallerde, borçlanmaya girişmek veya tersine eski borçların süresi dolmadan erken ödenmesi yoluna gitmek gibi ekonomik kararlar, iç borç yönetimi orijinli kararlar arasında yer almaktadır (Kalay-Kaya, 2006: 28).

Borç yönetimi iç borç yönetimi ve dış borç yönetimi olmak üzere iki gruba ayrılmaktadır. Dış borç yönetimi konumuzun kapsamı dışında olduğu için burada bu konuya ayrıca değinilmeyecektir.

İç borç yönetimini dar ve geniş anlamda olmak üzere iki farklı biçimde tanımlamak mümkündür. Dar anlamda iç borç yönetimi, devletin aldığı borçları vadesi dolduğunda anapara ve faizi ile birlikte ödemesidir. Geniş anlamda iç borç yönetimi ise, bir ülkenin ekonomi politikasına yardımcı olmak üzere, başka bir ifadeyle belli ekonomik amaçların sağlanmasına yönelik olarak borçların miktar ve bileşiminde gerekli değişikliklerin yapılmasını ifade etmektedir (Şen vd., 2007b: 256).

İç borç yönetimi politikası bilimsel anlamda para ve maliye politikasıyla birlikte ekonomik dengenin sağlanması amacıyla kullanılmaktadır. Fakat sürekli enflasyon yaşayan ve ekonomisi dengeye oturmamış ülkelerde iç borç yönetimi politikası ekonomik dengenin sağlanması ve korunması üzerine yapılamamaktadır. Çünkü bu ülkelerde amaçsız ve hesapsız borçlanmalara gidilmektedir. Borçlanma tıpkı vergi gibi bir gelir kaynağı olarak görülmektedir. Bu durum kamu harcamalarında aşırı israfı neden olmakta böylece bütçe açıklarının artmasına neden olmaktadır. Süresi dolan borçlar da

⁸ www.hmd.gov.tr/arastirma_inceleme/ar_inc31.pdf (08.08.2007).

⁹ Mali piyasalarda uygulanacak borçlanma politikalarına ilişkin belirsizlik piyasanın katılımcıları tarafından bir risk olarak algılanmakta ve bu durum borçlanma maliyetlerinin üzerine risk primi adı altında ek bir maliyet olarak yansımaktadır (Kamu Borç Yönetim Raporu, 2003: 102).

yeni borçlarla ödenmektedir. Kısacası, enflasyonun hüküm sürdüğü ülkelerde iç borç yönetimi politikası yerine, devletin günlük gelir gereksinimini karşılamak üzere borçlanmalara gidilmektedir (İnce, 2001: 327–328).

İç borç yönetiminde gözden kaçırılmaması gereken husus, sahip olunan finansman araçlarından hangisinin, ne ölçüde ve nasıl kullanılması gerektiğidir. Kullanılacak finansman araçlarının satış yöntemleri, miktarı, vadesi gibi kriterler belirlenirken, ekonominin içinde bulunduğu konjonktürün iyi değerlendirilmesi gerekmektedir. Alınacak yanlış kararlar daha büyük bir finansman sıkıntısı yaratabilir.

A) İÇ BORÇ YÖNETİMİNİN ÖNEMİ

İç borç yönetiminin ekonomideki önemi borçlanma ve vergi arasında yapılan tercihler sonucunda gelirin yeniden dağılımı ve kaynakların tahsisi açısından devletin uygulayacağı politikaların önemli sonuçlar doğurmasından kaynaklanmaktadır (Yılmazcan, 2003: 2).

İyi bir iç borç yönetimi ile borçlanmada istenilen amaca ulaşmak mümkündür. Bunu sağlamak içinde iç borç yöneticisine¹⁰ görev düşmektedir. İç borç yöneticisinin borçlanmanın nasıl yapılacağına dair karar vermesiyle birlikte bu görev başlar. Yapılacak borçlanmanın şartları, vadesi, miktarı, faiz oranı gibi temel belirleyicilerin iyi tespit edilmesi gerekir. Böylece borçlanmanın başından itibaren isabetli hareket edilerek, hem borçlanmadan beklenen amaçların elde edilmesi kolaylaşmış hem de iç borçlanmanın olumsuz etkileri minimize edilmiş olmaktadır.

İç borç yönetiminde borcun miktarı ve bileşimi üzerinde ekonomik konjonktüre uygun olarak hareket edilmesi önemli bir konudur. Ekonomide durgunluk yaşanmakta ise devlet, iç borçlanma yoluyla ekonomiyi durgunluktan kurtarmayı amaçlayabilir. Bu durumda hangi kaynaktan ve hangi vade ile borçlanması gereği önem kazanmaktadır. Durgunluktan kast edilen şey ekonomide talep yetersizliğinin olmasıdır. Talep yetersizliğini gidermek için kişilerden borçlanmaya başvurulmamalıdır. Kaydi para yaratma gücüne sahip olan bankalardan borçlanmak daha doğru bir kaynak olur. İç borç yöneticisinin borçlanmanın hedeflerine ters düşen bir kaynağa başvurması halinde sorun daha da derinleşecektir. Bu nedenle iç borç yöneticisi, izleyeceği borçlanma politikaları ile

¹⁰ İç Borç Yöneticisi deyiminden kast edilen şey, borç yönetiminin yasalarla görevlendirdiği kurumdur.

borçlanmanın amacına ve ekonominin içinde bulunduğu konjonktüre göre kararlar alınmalı ve uygulamalıdır.

Yılmaz'a (1997: 73) göre, iç borç yöneticisinin temel yükümlülükleri ile ilgili iki modern görüş bulunmaktadır. Bunlardan birincisi, iç borç yöneticisinin doğrudan hükümetin borçlanma işlemleriyle ilgilenmesidir. Bu suretle borçlanmanın maliyet ve riskini minimize etmek, yeni borçlanma işlemlerinin etkili olarak yapılmasını sağlamak örnek olarak verilebilir. İkincisi ise, iç borç yöneticisinin hükümetin diğer politikalarını desteklemesi ile ilgilidir. Örnek olarak finansal piyasaların işlevlerinin gelişimine katkılamak, özel hane halkı tasarruflarını cesaretlendirmek verilebilir.

B) İÇ BORÇ YÖNETİMİNİN UNSURLARI

Borçların miktar ve bileşimi iç borç yönetiminin unsurlarıdır. Devlet; borçların miktarı ve bileşimi üzerinde ayarlamalar yapmak suretiyle toplam arz ve toplam talep düzeyi bakımından etkili olabilmekte, cari faiz oranları üzerinde rol oynayabilmektedir. Devletin borçların miktarı ve bileşimindeki ayarlamaları daha önce de belirtildiği üzere geniş anlamli iç borç yönetiminin tanımıdır. Bu faktörlerin ekonomi üzerindeki etkilerine aşağıda ayrıntılı bir şekilde yer verilmektedir.

1. Borçların Miktarı

Borçların miktarı kavramı, devletin amaçlarına en etkin düzeyde ulaşabilmesi bakımından hangi büyüklüklerde borçlanması gerektiğini ve bununla ilgili ayarlama ve düzenlemeleri ifade etmektedir (Akdoğan, 2006: 426).

Borç miktarının hemen her ülkede büyük artışlar göstermesi iç borç yönetiminin önemini arttıran başlıca bir etkendir. Borç miktarının artması sonucu borç yükü de artmaktadır. Artan borç yükü yeni borçlanmalara başvurmayı güçleştirmektedir. Gelişmiş ülkelerde devlet istediği zaman piyasadan kolaylıkla borç bulabilmektedir. Fakat gelişmekte olan ülkeler için aynı durum mümkün değildir. Söz konusu ülkelerde sermaye piyasası gelişmemiş olduğu için gizli ve kullanılmayan büyük miktardaki fonlar sürekli olarak ekonominin dışında kalmaktadır.

Ulusoy'a göre (2004: 247–248), borç miktarının artmasının ekonomi üzerindeki etkileri açısından iki zıt görüş bulunmaktadır. Birinci görüşe göre, devletin borç mikta-

rını arttırması piyasadaki likiditeyi azaltmakta bu durum kişilerin yatırım ve tüketime değil de devlet iç borçlanma senedi satın almaya ikna edilmesi anlamına gelmektedir. Bu durum ekonomide deflasyona yol açmaktadır. İkinci görüşe göre ise kişiler devlete borç verirken tüketimde kullanılmayan tasarruflarını kullanırlar. Devlet, bu borçları bütçe açıklarının finansmanında kullandığı için tüketimi daha da arttırmaktadır. Bu durum ekonomide enflasyona yol açmaktadır.

Borç miktarının azalması da ekonomi üzerinde farklı etkiler doğurmaktadır. Borç ödemelerinin kişilere yapılması durumunda marjinal tüketim eğilimine bağlı olarak kişilerin tüketimleri artmakta ve dolayısıyla toplam talebin artmasına neden olarak enflasyonist baskı meydana getirmektedir. Kurumlara yapılan bir borç anapara ve faiz ödemesi halinde ise kurumların likidite olanakları artmaktadır. Likidite olanakları artan kurumların bu fonları nerede ve nasıl kullandıklarına bağlı olarak da enflasyonist etki ortaya çıkabilmektedir.

2. Borçların Bileşimi (Kompozisyonu)

Borçların bileşimi; borçların vadesi, faiz oranları, borç kaynakları, piyasa olanakları ve garanti türleri gibi açılardan çeşitlilik yaratılmasını ifade eden bir kavramdır (Kalay-Kaya, 2006: 29). Bunların içinde en fazla etkiyi vade yaratmaktadır. Borçların bir yandan değişik vadelerde çıkarılması, diğer yandan bir kısım borçların zamanla sürelerinin kısalması, borçların bileşimlerinde değişmelere neden olmaktadır. Enflasyonist dönemlerde uzun vadeli, durgunluk dönemlerinde de kısa vadeli borçlanmalar ekonomiyi düzeltici yönde etkiye sahiptir. Çünkü kısa vadeli borçlanmaların likidite olanağı uzun vadeli borçlanmalardan fazladır (İnce, 2001:333).

Yılmaz' göre (1997: 77–78), borcun miktarındaki değişmeler de borçların bileşimini etkilemektedir. Ancak aynı miktardaki devlet borcunun alacaklılarının kim olduğu da ekonomi üzerinde farklı etkiler yaratarak borçların bileşimini etkilemektedir. Mesela devlet iç borçlanma senetlerinin bankalar tarafından satın alınması ile bireyler tarafından satın alınması ekonomide farklı etkiler ortaya çıkarır. Bankaların satın alması ile piyasada para arzı artar, kişilerin satın alması halinde ise böyle bir şey söz konusu olmaz. Aynı durum, borç ödeme durumunda da geçerlidir. Bankalara yapılan borç ödemesi para arzını azalttığı halde kişilere yapılan ödemelerde bu etki meydana gelmez. Bu-

nun nedeni bankaların kaydi para yaratarak borç vermeleri, kişilerin ise mevcut paralarından borç verebilmelerinin sonucudur

Kişiler iç borçlanma senetlerini ellerindeki atıl para stoku ile satın almışlarsa ekonomide para arzı artmaz. Ancak harcama miktarı artabilir. Bu alımlar kişilerin masraflarını kısımları ile olmuşsa, bu durumda toplam harcama miktarı artmayacak, ancak harcamanın bileşimi değişecektir. Bankalara gelince, bankalar bütün kredi verme kapasitelerini kullanabilecek durumda iken devlete borç vermeleri halinde, borçların ödemesi, para arzı ve harcama miktarını değil, bunların bileşimini değiştirecektir (Yılmaz, 1997: 78).

İnce (2001:333–334), borç bileşimini değiştiren unsurları şu şekilde sıralamaktadır:

- Borçların bileşimini etkileyen birinci etken zamandır. Normal olarak önceki borçların, yapılan ödemeler sonucu vadeleri kısalmır.
- Yeni borçlanmalar da borçların bileşimini etkilemektedir. Hazine, yeni çıkardığı senetlerin vadelerine göre yapacağı seçimle, iç borç yönetiminin ilk ve en önemli uygulamasını yapmış olur. Bu ise aynı zamanda özel teşebbüsün yatırımlarıyla ilgili borçlarının da bileşimini etkiler.
- Uygun ekonomik koşullar olduğu zaman girişilen erken ödemelerle borçların bileşimi değişebilir. Devlet iç borçlanma senetleri, vadeleri dolmaksızın piyasadan Hazine tarafından kendi adına ya da öteki kamu kurumları adına toplanabilir. Yine, Merkez Bankası da açık piyasa işlemlerine girişirken alacağı bazı kararlarla borçların bileşimi üzerinde etkili olur.
- Konversiyon ve konsolidasyon yoluyla da borçların bileşimini değiştirmek mümkündür.

C) İÇ BORÇ YÖNETİMİ TÜRLERİ

İç borç yönetimi türleri olağan ve olağanüstü iç borç yönetimi olmak üzere iki çeşittir.

1. Olağan İç Borç Yönetimi

Olağan iç borç yönetimi, iç borçların miktarını azaltmanın normal yöntemi olan ödemeyi kapsamaktadır. İç borç ödemesini dar ve geniş anlamda olmak üzere iki farklı biçimde tanımlamak mümkündür. Dar anlamda iç borç ödemesi, devletin daha önce iç kaynaklardan almış olduğu borçları zamanı gelince ödemesidir. Geniş anlamda iç borç ödemesi ise Hazine'nin yapmış olduğu iç borçlardan daha fazla ödeme gerçekleştirilmesidir (Ulusoy, 2001: 254). İç borçların ödenmesi durumunda ekonomide enflasyonist bir etki meydana gelmektedir. Çünkü borç ödemeleri ekonomideki para miktarını arttırmaktadır.

Ulusoy'a göre (2001: 255–257), ödeme türleri, zorunlu ödeme, ihtiyari ödeme ve zaman içinde otomatik ödemeden oluşmaktadır. Zorunlu ödeme, devletin borç sözleşmesine göre borçlarının vadesi sona erdiğinde yapması gereken ödemedir. Borçlar toplu halde ödenebildiği gibi yıllık taksitler halinde de ödenebilmektedir. İhtiyari ödeme, devletin mali durumunun iyi olduğu dönemlerde zorlama olmaksızın vadesi dolmamış borçlarıyla, süresiz borçlarını ödemesidir. Zaman içinde otomatik ödeme ise paranın ilerleyen dönemde satın alma gücünün düşmesi, devalüsyon ve nüfusun artmasıyla birlikte ortaya çıkmaktadır.

Paranın satın alma gücünün düşmesi devletin vergi gelirlerinin yükselmesine sebep olur. Eğer vergi sistemi artan oranlı ise vergi gelirlerindeki yükselme enflasyondan daha yüksek olmaktadır. Maliye literatüründe mali sürüklenme “Fiscal Drag” olarak da bilinen bu durum vergi yükümlülerinin üst vergi oranlarına doğru kaymasıdır. Bunun sonucunda vergi gelirlerindeki artış, borç ödemede kullanılacak fonları arttırmaktadır. Devalüasyon¹¹ iç borçlar açısından ters etki yapmaktadır. Ülkede yeterli altın ve döviz stoku mevcutsa, bunlar yeniden değerlendirileceğinden ödemeye ayrılacak fonlar artar. Bu durum iç borçların azaltılmasına büyük katkı sağlar. Nüfusun artması da vergi mükellefi sayısını arttırarak vergi gelirlerinin artmasına neden olur. Milli gelirin artmasıyla ödeme gücü artmış, böylece kişi başına düşen borç miktarı azalmış olur (Ulusoy, 2001: 255–257).

¹¹ Devalüasyon tanım olarak milli para biriminin yabancı karşısındaki değerinin düşürülmesi demektir.

Belirtmek gerekir ki, normal ödemenin yanında enflasyon da iç borçların miktarının azalmasına neden olmaktadır. Bu durum alacaklı ile borçlu arasındaki ilişkiyi alacaklının aleyhine, borçlunun lehine değiştirmektedir.

2. Olağanüstü İç Borç Yönetimi

Devlet borçlanmasından doğan kamu harcamalarını azaltmanın başka yolu ise, konsolidasyon ve konversiyon işlemleridir. Bunlar literatürde olağanüstü iç borç yönetimi işlemleri olarak adlandırılmaktadır.

a) Konsolidasyon (Tahkim)

Kısa ve orta vadeli borçların veya vadeleri gelen borçların uzun vadeli veya süresiz bir borç haline dönüştürülmesi işlemine konsolidasyon denir. Bir borcun anapara veya faizinin vadesi geldiğinde ödenemeyeceği anlaşılırsa ya borçlu tek taraflı olarak ya da borç veren ile anlaşarak vadeyi uzatmaktadır. Bu durum faizlerin yükselmesine neden olmaktadır (Eğilmez ve Kumcu, 2006: 159).

Konsolidasyon yoluyla devlet kısa vadeli borçlarını belli bir süre de olsa ödeme yükümlülüğünden kurtulmuş olur. Devlet bu şekilde borçlarını zamanla daha kolay bir şekilde ödeme olanağına kavuşmaktadır. Konsolidasyon, devlet borçlarının vade ve faiz yapısını değiştirdiği için, aynı zamanda devlet borçlarının yapısında da değişiklik meydana getiren bir işlemdir (Türk, 2005: 324).

Kısa vadenin uzun vadeye dönüştürülmesi işlemi devletin faiz giderlerini arttırmaktadır. Normal koşullarda uzun vadeli borçlar için uygulanan faiz oranı kısa vadelilere göre daha yüksektir. Uygulanan faiz oranları piyasa faiz oranlarından düşük ise -ki konsolidasyon bu amacı gerçekleştirmek için yapılır- bu işlem borçların kısmen veya tamamen ödenmemesi anlamına gelmektedir.

Konsolidasyonun servet vergisi konulması ile eş anlamlı olduğu iddia edilmektedir. Bağcı'ya göre (2001:194–195), bu vergi, sadece devlet borçlanma senetlerini ellerinde bulunduranlara uygulanan bir vergi olup, gelirin yeniden dağıtılması anlamına gelmektedir. Bu durum, siyasal partilerin gelir farklılıklarını gözeterek örgütlendiği bir ülkede, devlete borç verilmesi aşamasında çok yüksek risk primi talep etmesine neden olacaktır. Zira devlete borç verenler orta ve yüksek gelir gruplarına sahip kesimden o-

luşmaktadır. Bu kesim dışındakilerin mensup bulunduğu bir partinin iktidara gelme ihtimalinin varlığı, borçların konsolide edileceği yönündeki endişeleri arttırmaktadır.

Ulusoy'a göre (2001:258), hükümetler konsolidasyona iki nedenle başvurmaktadır. Bunlardan birincisi, devletin süresi gelen borçlarını yaşadığı mali güçlükler nedeniyle ödeyememesidir. Bu yüzden devlet konsolidasyona gider ve borçların ödenmesi daha ileri bir tarihe ertelenmiş olur. İkinci neden ise, borçların ödenmesiyle piyasa koşulları olumsuz etkilenebilir. Özellikle büyük miktardaki borç ödemeleri piyasada önemli dalgalanmalara yol açar. Çünkü ekonomide birdenbire büyük bir satın alma gücü doğar. Bu yüzden devlet hiçbir ödeme gücünde olmasa bile ekonomik dengeyi korumak için konsolidasyona gitmektedir.

Konsolidasyon ekonomide sadece geçici bir rahatlama sağlamaktadır. Böyle bir uygulama para ve sermaye piyasalarında güvensizliğe neden olmak suretiyle reel faizlerin yükselmesine neden olabilir. Böyle bir durumda devletin ertelenen borç yükü daha da artmaktadır (Şen, 2007: 264).

Konsolidasyonun iç borç yönetiminde uygulanabilmesi ve sonuçlarının değerlendirilmesi açısından tarihte uygulanan konsolidasyon örneklerinin incelenmesi faydalı olacaktır. Bu amaçla 1906 yılında İtalya'daki konsolidasyon uygulaması örnek verilebilir. Bu dönemde İtalyan devleti iç ve dış borçlarına ilk ihraçlarında taahhüt edilenden daha az faiz ödemeye karar vermiş ve bu konudaki bir kanun tasarısını meclisten geçirmiştir. Bu işlemle birlikte ödenecek olan faizden bir tasarruf sağlanmış, ancak kredi veren kurumlar önemli ölçüde zarara uğramış, devletin kredibilitesi önemli ölçüde azalmış ve İtalya uzun süre hazine bonusu ihraç edememiştir. Bunun sonucunda devlet para basmaya hız vererek diğer yarı kamu kurumlarının kredisini ve varlığını kullanmaya başlamıştır. Konsolidasyon sonrası İtalya bütçesi tekrar açık vermeye başlamıştır (Bağcı, 2001: 197).

Görüleceği üzere konsolidasyon işlemine kanun çıkarılarak kolaylıkla başvurulabilmektedir. Devlet kısa vadede faiz ödemelerinden belirli ölçüde tasarruf sağlar. Fakat uzun vadede ödenmeme riski nedeniyle piyasanın daha yüksek risk primi talep etmesi daha fazla faiz ödenmesine, finansal sistemde istikrarsızlığa neden olur.

Konsolidasyon işleminin bir diğer özelliği ekonomi üzerinde deflasyonist etkiler meydana getirmesidir. Kısa vadeli borçların piyasadan çekilerek yerlerine uzun vadeli

borçlar çıkarılması toplam talebin azalmasına neden olabilir. Piyasada talep yetersizliği varsa, konsolidasyon kişilerin ellerine yeni satın alma gücünün geçmesinin engellenmesi nedeniyle deflasyonist eğilimleri şiddetlendirebilir. Konsolidasyonun deflasyonist etkisi Merkez Bankalarına ait alacaklarda ödeme sırasında görülmektedir. Borçların taksitleri ödendikçe, yapılan ödeme kadar para miktarında bir azalma olmuş olur. Bu yüzden konsolidasyonun bu etkisi nedeniyle deflasyon dönemlerinde kullanılması önerilmemektedir (Yaşa, 1981: 110–111).

Buna karşılık, enflasyon dönemlerinde konsolidasyon enflasyonist baskıyı azaltması bakımından faydalı bir tedbir olmaktadır. Mevcut devlet borçlarının vadesi çok uzun zamana yayılarak, bu borçların ödeneceği görünümü verilirken, faizleri enflasyon oranının çok altına çekildiğinden, aslında zımni olarak zaman içinde enflasyonun borcu sıfırlaması hedeflenmektedir (Gürler, 1998: 96). Konsolidasyon işlemi zorunlu ve isteğe bağlı olmak üzere iki farklı şekilde yapılmaktadır.

aa) Zorunlu (Cebri) Konsolidasyon

Devlet bu konsolidasyon işlemine tek taraflı karar vermekte ve alacaklıların rızasını aramamaktadır. Bu yöntemde devlet, ya iç borçlanma senetleri sahiplerinden senetlerini daha uzun süreli senetlerle değiştirmelerini ister ya da alacaklılara tercih hakkı tanımayarak süresi gelen senetlerin sürelerinin belirli bir süre için uzatılmış olduğunu ilan eder. Uygulamada devletin az bir faiz artışı ile alacaklıları yeni koşulları kabule zorunlu tutması uygulamasına daha sık rastlanılmaktadır. Zorunlu konsolidasyona maruz kalmış iç borçlanma senedi sahiplerinin ise devlete bir daha borç verme konusunda isteksiz davranmalarına neden olur.

ab) İsteğe Bağlı (İhtiyari) Konsolidasyon

Devlet bu yöntemde uzun vadeli bir borçlanmaya girerek, bundan sağladığı paranın bir kısmı ya da tamamı ile daha önceki borçlarını ödemektedir. İç borçlanma senedi sahipleri, isterlerse devletin çıkarmış olduğu uzun vadeli senetlerden satın alarak konsolidasyon işlemini kabul edebilirler. Ya da devlet, yeni uzun süreli borçlanmaya giderken alacaklıların ellerinde bulunan bir kısım süresi gelmiş ya da kısa süreli borç senetlerini para gibi kullanarak yeni senetlerin satın alınmasında alacaklıların rızasına göre kabul edeceğini duyurur. Bu konsolidasyon işlemlerini kabul etmeyenler önceden devlete borç vermiş oldukları anaparayı elde ederler.

İsteğe bağlı konsolidasyonun başarılı olabilmesi için bu işlemin niteliğinin ve amaçlarının alacaklılara iyi bir biçimde açıklanması, bu işleme neden başvurulduğunun açıkça belirtilmesi gereklidir. Bu sayede alacaklıların ikna olması kolaylaşacaktır.

b) Konversiyon (Borçların Değiştirilmesi)

Konversiyon, devletin borç yükünün hafifletilmesi için yüksek faizli borçların düşük faizli borçlarla değiştirilmesini ya da takasını ifade eden bir işlemdir. Konversiyon işleminde borcun anapara tutarı ve vadesi değişmemekte yalnızca borçlunun ödeyeceği faiz miktarı değişmektedir. Bu işleme normal olarak borç yükünün hafifletilmesi amacıyla başvurulmaktadır.

İnce'ye göre (2001: 375–376), devletin konversiyon işlemine başvurabilmesi için ekonomide bazı koşulların oluşmuş olması gerekir. Öncelikle piyasada eski borçlanmaya kıyasla daha düşük bir faiz oranı oluşmuş olmalıdır. Piyasada cari faiz oranının düşmesi sonucu eski borçlanma senetleri başa başın üstünde değer kazanır ve işlem görür. İkinci olarak devletin mali koşullarının düzelmiş olması gerekir. Bu koşulların dışında girişilecek konversiyon işlemi devleti daha güç durumlara sürükleyebilir. Hatta ileride başvurulacak başka konversiyon uygulamalarının başarısızlıkla sonuçlanmasına neden olabilir. Üçüncü olarak konversiyon işleminin açık ve basit bir teknikle yapılması gerekir. Bu şekilde bir teknikle yapılacak konversiyon her şeyden önce devlet iç borçlanma senedi sahiplerine güven verecektir. Bu nedenle konversiyon işlemine girilirken karmaşık işlemlerden mümkün olduğunca kaçınılmalıdır. Karmaşık işlemlerle yapılan konversiyon kamu kredibilitesinin zayıflaması anlamına gelir. Konversiyon işlemi kolaylaştıran bir başka yol yeni çıkarılan senetlerle piyasadaki cari faiz oranından bir parça yüksek bir faiz oranı uygulanmasıdır (İnce, 2001: 376).

Faiz oranlarının önemli düşüşler gösterdiği zamanlarda yapılan konversiyon işlemi, devletin faiz yükündeki azalmadan dolayı borç yükünde de bir azalma meydana getirir. Ancak bu işlem, senetler vergiden muaf ise devletin borç yükünde bir azalma sağlar. Değilse faiz yükündeki azalma sonucu vergi matrahı ve vergi geliri de azalacaktır.

Konversiyon işlemi ile borç yükünde azalma meydana gelirken eski borç ortadan kalkmış ve yeni borç doğmuş olmaktadır. Ayrıca konversiyon, kişiler arası gelir dağılımı dengesizliğinin giderilmesine de yardımcı olur. Çünkü iç borçlanma genellikle yük-

sek gelir grubuna sahip kesimden yapılır ve doğal olarak da iç borçlanma sonucu ortaya çıkan faiz gelirlerine de bu kesim sahip olur. Faiz gelirin vergilerle karşılandığı düşünülürse, ödenen vergilerin faiz şeklinde yüksek gelirliler yararına olan akışının olumsuz etkileri azaltılmış olur. Konversiyon işlemi ödenen faiz gelirini kesintiye uğratacağı için ortada bir dengesizlik hali kalmamış olur (İnce, 2001: 381–382).

Eğer enflasyon sebebiyle faiz oranlarında bir yükselme yaşanıyor ise, devlet bu durumda düşük faizli iç borçlanma senetlerini yüksek faizli iç borçlanma senetleri ile değiştirmek zorunda kalır. Bu işlem konversiyon işleminin tam tersini oluşturur. Burada amaç, küçük gelir sahiplerinin gelirlerinde bir azalma meydana getirmemektir. Bu yüzden iç borç yönetimi olarak devlet, enflasyonun sık yaşandığı zamanlarda konversiyona pek sık başvurmamalıdır.

Konversiyon işlemini ayırmada iki ayrı yöntem kullanılmaktadır. Bu yöntemlerden birincisi aynı konsolidasyon işleminde olduğu gibi zorunlu ve isteğe bağlı olmak üzere iki farklı şekilde yapılmaktadır.

ba) Zorunlu (Cebri) Konversiyon

Zorunlu konversiyon işleminde devlet tek taraflı hareket ederek, piyasadaki bir iç borçlanma senedinin, daha düşük faizli yeni bir iç borçlanma senedi ile değiştirilmesinde alacaklıları böyle bir değiştirmeyi kabul etmeye yapacağı yasal düzenleme ile mecbur kılmaktadır. Zorunlu konversiyon özü itibarıyla hukuka aykırı bir tasarruftur. Çünkü borçlu devlet bile olsa, kendisiyle alacaklı arasındaki ilişki sözleşmeden doğmaktadır. Bu ilişkinin, sözleşmenin akdi ile taahhüt edilmiş olan şartlara uygun olarak devam etmesi ve sona ermesinin de yine sözleşmede tespit edilmiş olan şartlara göre gerçekleşmesi gerekmektedir (Yaşa, 1981: 124–125). Zorunlu Konversiyona ancak olağanüstü borç yüklerini başka türlü hafifletme olanağı kalmadığı ve devlet kredisinin sarsıcı nitelik taşıması halinde başvurulmaktadır. Zorunlu konversiyon devlete olan güveni sarsacağı için, devletin ileride yeni borçlanma olanaklarını azaltıcı nitelik taşımaktadır.

bb) İsteğe Bağlı (İhtiyari) Konversiyon

Devlet iç borçlanma senedi sahiplerinin, teklif olunan yeni senetlerle eski senetlerin değiştirilmesini kabul etmek ya da değiştirmeyi reddetmek arasında seçim yapabilmesine imkan tanıyan konversiyona ihtiyari konversiyon denir. Bu işlemi kabul etmeyenlere ise anaparaları geri ödenmektedir.

Konversiyon işlemi ayırmada kullanılan yöntemlerden ikincisine göre ise konversiyon işlemleri teknik yönden incelenmektedir. Bu yönüme göre ise konversiyon işlemleri başa baştan yapılan konversiyon, kademeli konversiyon, fark isteme suretiyle yapılan konversiyon, başabaşın altında yapılan konversiyon olmak üzere 4 çeşittir. Bu işlemler sırasıyla aşağıda açıklanmaktadır.

bba) Başabaştan Yapılan Konversiyon

Arzulanan hedefe kolaylıkla ulaşılabilmesi yani yeni senetlerle eski senetlerin kolaylıkla değiştirilebilmesi açısından konversiyon işleminin alacaklıların anlayacağı şekilde basit olması gerekmektedir.

Devlet iç borçlanma senedi sahipleri, eski ile yeni borcun sağladıkları faydaları kolaylıkla anlayamazlarsa, kendilerine daha çok şüphe hakim olur. Bu taktirde de değiştirme yerine ödemeyi tercih etmeleri ihtimali fazlalaşır. En basit konversiyon işlemi, piyasada başabaşın üstünde muamele görmekte olan senetlerin (faiz oranının cari faiz oranından yüksek olması), daha düşük faizli ve başabaştan ihraç olunan yeni senetlerle değiştirilmesi suretiyle yapılanıdır (Yaşa: 1981:128). Başabaştan yapılan konversiyonda borcun anaparası değişmemekte, faiz ödemelerinde düşüş meydana gelmektedir (Ulusoy, 2004: 262).

bbb) Başabaşın Altında Yapılan Konversiyon

Piyasada faiz oranının düşmesi halinde devletin nominal değeri daha yüksek fakat faiz oranı daha düşük senet ihraç etmesidir. Burada devlet, yüksek faizli bir senedi daha düşük faizli yeni bir senetle değiştirmektedir. Devlet iç borçlanma senedi sahibinin elde edeceği faiz geliri ise miktar olarak aynı kalmaktadır. Başabaşın altında yapılan konversiyonda, piyasadaki cari faiz oranının düşmesi sonucu iç borçlanma senetlerinin piyasa değeri yükselmektedir. Devlet, daha önce çıkarılan yüksek faizli senedini, başa baştan yapılan konversiyon ile değiştirmek yerine cari kura göre daha düşük faizli bir

senetle değiştirmektedir. Sonuç olarak devletin borç miktarı yükselmiş ve faiz yükünün ise başabaştan yapılan konversiyondan daha düşük seviyeye inmiş olduğu görölr.

bbc) Fark İsteme Suretiyle Yapılan Konversiyon

Fark isteme suretiyle yapılan konversiyonda devletin faiz yükü değişmez, fakat devlet iç borçlanma senedi sahibi eline geçen faiz miktarını muhafaza edebilmek için devlete ek bir sermaye ödemek zorunda bırakılır. Senet sahibinin ödeyeceği ek sermayenin miktarı, piyasa faiz oranı ile senedin faiz oranı arasındaki farkın karşılığı olmakta bu durumda borcun faiz oranı piyasa faiz oranına eşitlenmektedir. Devlet elde ettiği taze para kadar borç miktarını arttırmış olur. Buna karşılık devletin faiz giderlerinde herhangi bir artış veya azalış meydana gelmez (Ulusoy, 2004: 263).

Türk' göre (2005: 323–324), bu konversiyon işleminin özü, devlet borçlarının faizsiz bir şekilde artırılmasıyla sonuçlandığından ve eski yüksek faizli devlet iç borçlanma senetleri değer artışlarının devletleştirilmesi anlamına geldiğinden piyasa ekonomisi kurallarıyla bağdaşmaz. Çünkü piyasa ekonomisinde bedava kaynak olmadığı gibi, değer artışlarının devletleştirilmesi de yoktur; olsa bile bu artışların vergilendirilmesi söz konusudur.

Devlet, faiz yükünü azaltmak yerine ya da oluşan faiz yükünün karşılığı olmak üzere yeni anapara borçlanmasını uygun görerek, devlet iç borçlanma senedi sahiplerini ya ellerindeki senedin erken ödemesini kabul etmek ya da çıkaracağı iki adet 100 YTL'lik %3 faizli senet yerine kendisine bir adet 100 YTL'lik %6 faizli eski senetle birlikte bir de 100 YTL'lik nakit vermek arasında tercih sunar. Devlet iç borçlanma senedi sahipleri konversiyonu kabul ederlerse, devletin borcu iki katına yükselmiş, buna rağmen senet sahiplerinin faiz geliri devletin faiz yükü ile birlikte sabit kalmış olur (İnce, 2001:380).

bbd) Kademeli Konversiyon

Devlet kademeli konversiyon işlemine başvururken, yeni faiz oranını derhal ve toptan uygulayacağı yerde bunu kademeli olarak veya belli bir vade sonunda uygulamaktadır. Burada amaç, konversiyon dolayısıyla alacaklıların uğrayacakları kaybı kendilerine aniden hissettirmemektir (Yaşa: 1981:128–129). Örneğin, devletin amacı % 5 faizli devlet iç borçlanma senedini %3,5 faizle değiştirmek olduğu halde değiştirmeden itibaren ilk yılda faizi % 4,5, ikinci yılda % 4 üzerinden öder. Ancak üçüncü yılda %

3,5'i uygular. Ya da konversiyondan itibaren % 5'i ödemeye devam etmekle beraber, ertesi yıl doğrudan doğruya % 3,5'e geçer. Her iki halde de alacaklıların bir müddet için değiştirmenin tesirlerini hissetmeleri önlenmiş olur. Böylece konversiyona karşı verilmesi muhtemel tepkiler dizginlenmiş olur.

D) İÇ BORÇ YÖNETİMİNİN AMAÇLARI

Hazine iç borç yönetimi politikasını uygularken ülkenin içinde bulunduğu konjoktüre, kamu kesimi finansman açığının yapısına ve borçlanma ihtiyacının hangi ölçülerde olduğuna göre amaçlarını belirlemektedir. İç borç yönetiminin amaçları temel amaç olan devletin finansman ihtiyacının etkin bir biçimde karşılanması amacını bir tarafa bırakırsak, zamandan zamana ve mali koşullardaki değişmelere göre farklılıklar göstermektedir. İç borç yönetimi politikasının amaçları genel olarak aşağıdaki şekilde sıralanabilir:

1. Devletin Borçlanma İhtiyacının Etkin Bir Biçimde Karşılanması

Devletin borçlanma ihtiyacı, içinde bulunulan dönemdeki harcamalarla gelirler arasında meydana gelen boşluğu kapatmak veya vadesi gelen borçları ödemek için doğar. Geçici borçlanma ihtiyaçlarının karşılanmasında, yani vergi gelirleriyle devlet harcamaları arasındaki mevsimlik uyumsuzluğun giderilmesinde daha çok kısa vadeli borçlanma araçlarına başvurulur. Ancak uygulamada o mali yıl sonunda ödenmek kaydıyla Merkez Bankası kaynaklarının da kullanıldığı görülmektedir.

Bu amacın gerçekleştirilmesi için iç borç yöneticisi en uygun zamanda ve uygun koşullarla borçlanarak, her yeni borçlanmanın maliyetini en aza indirmeye çalışmaktadır. Ayrıca maliyet indirme amacı faiz oranlarını düşürmenin yanı sıra iç borçlanma senetlerinin satışında otomasyona ağırlık verilmesini de içermektedir.

Gürler'e göre (1998: 46), borçlanma maliyetinin en aza indirilmesi için iç borç yönetimi açısından dikkat edilmesi gereken üç değişik aşama söz konusudur. Birinci aşama, ihraç miktarı, vadesi ve getirisi açısından borçlanma işlemlerinin mümkün olan en verimli şekilde yapılmasının sağlanmasıdır. İkinci aşama, ödenmemiş iç borçların artan faiz ödemelerinin bütçe üzerine getirdiği yükü ile ilgilidir. Borçlanma maliyeti indirilmek isteniyorsa borçların vadeleri geçmeden ödenmesine özen gösterilmelidir. Üçüncü aşama ise, iç borç yöneticisinin, devlet iç borçlanma senetlerini nihai yatırımcıya

satışı ve dağıtımında aracı olarak kullandığı mali kurumlara yaptığı komisyon ödemeleridir. İç borç yöneticileri, bankaları ve posta servisini işin içine katmayıp satış yöntemleri geliştirerek komisyon ödemelerinin en aza indirilmesini sağlayabilir. İhale yöntemi ile yapılan satışlar genellikle komisyon gerektirmemektedir.

2. Yükümlülüklerin Zamanında Yerine Getirilebilmesi ve Devletin Mali Piyasalara Girişinde Sürekliliğin Sağlanması

Devletin mali piyasalara girişte sürekliliğin sağlanması ile kast edilen şey; veri olan veya beklenen cari harcamalar ve vergi politikaları ile devletin borçlanma politikalarını sürdürebilmesidir (Çakır, 1994: 55).

Sürekliliğin sağlanması için devletin, ihraç ettiği menkul kıymetlere yeterli getiriyi vermesi, piyasalarda devletin borçlarını ödemesi konusunda yeterli güvenin oluşması gerekmektedir. Borçların zamanı geldiğinde ödenmemesi halinde oluşan güvensizlik nedeniyle tekrar piyasadaki borç bulma imkanı azalır. Bu durumda borçlanma devlete oldukça pahalıya mal olur.

Piyasadaki borçlanmanın sürekli olarak sağlanabilmesinde ikincil piyasaların yapısının korunmasının önemi de büyüktür. Bağcı'ya göre (2001: 160), ikincil piyasaların işlemesi için gerekli unsurlar, yeterli miktarda menkul kıymetin bulunmasını sürekli olarak sağlamak, bu piyasalarda istikrarı bozucu uygulamalardan kaçınmak ve bu piyasada işlem yapan araçların elinde yeterli miktarda devlet iç borçlanma senetlerinin bulunmasına yönelik tedbirler almak şeklinde sıralanabilir.

3. İç Borçlanma Araçlarının Çeşitlendirilmesi

Bu amaç, özellikle sürekli olarak artan borçlanma ihtiyacının varlığı halinde önemlidir. Bu gibi durumlarda, geleneksel finansman araçları yeterli olmayabilir ve devlet ilave yeni kaynağa ihtiyaç duyulabilir. Ayrıca farklı araçların kullanımındaki esneklik, iç borç yönetimine, borçlanma maliyetinin düşürülmesi, uygun bir borçlanma yapısının oluşturulması gibi amaçların gerçekleştirilmesine de yardımcı olmaktadır. Örneğin, yüksek enflasyonun yaşandığı dönemlerde risk almak istemeyen küçük tasarruf sahiplerine uzun vadeli borçlanma araçlarının sunulması yeni talep yaratabilecektir.

Bankaların portföyünde daha fazla kamu kesimi menkul kıymeti bulundurmanın neden olduğu maliyet artışları ve özel sektöre kullandıracakları kredilerde kısıntı gibi

diğer olumsuz etkilerinden kaçınmak için yatırımcı alanının genişletilmesi, bireysel yatırımcılara ve yurtdışı yatırımcılara hitap edilmesi gerekmektedir. Bireysel yatırımcılara hitap etmek için bu yatırımcıların ihtiyaç duyduğu menkul kıymetlerin ihraç edilmesi, bunların kolayca alınıp satılmasını sağlayacak ikincil piyasaların bulunması gerekmektedir. Yabancı yatırımcıların devlet iç borçlanma senetlerini alması ise, beklenen getiri yanında etkin bir ikincil piyasanın varlığı ile ilgili bulunmaktadır (Bağcı, 2001: 161).

4. Kamu Nakit Yönetiminde Dengeli Bir Vade Yapısının Oluşturulması

Vade farklılıklarının giderilmesi iç borç stokunun idare edilmesinde önemli bir unsurdur. Aynı tarihlere gelen toplu ödemeler veya yakın tarihlerde olan toplu girişler nakit dengesini bozacağından iyi bir borç yönetiminin vade ile ilgili değişkenleri iyi kontrol etmesi gereklidir (DPT Özel İhtisas Komisyonu Raporu, 2001: 124).

Dengeli bir vade dağılımı, özellikle iç borç stokunun önemli büyüklüklere ulaştığı ülkelerde, piyasalara girişte sürekliliğin sağlanması ve borç operasyonlarının piyasalar üzerindeki etkisini minimize etmek gibi amaçlara ulaşmada yardımcı bir hedeftir. Belki de en önemlisi nakit yönetiminde bir rahatlık sağlamasıdır. Ödemelerin belirli günlere yığılması ve bir anda büyük ölçüde borçlanma ihtiyacı nakit yönetimini zorlaştıracaktır (Çakır, 1994: 6).

5. Hane Halklarının Tasarrufa Teşvik Edilmesi

Genel ekonomik politikalar açısından hane halklarının uzun vadeli tasarrufa teşvik edilmesi önem taşımaktadır. Özellikle enflasyonla mücadelenin ön plana çıktığı ve uzun vadeli yatırımları artırma ihtiyacının doğduğu hallerde bu önem artmaktadır. İç borç yönetimi, hane halklarına yönelik borçlanma araçları çıkarmak suretiyle bu yönde bir tasarruf eğilimi doğurabilir.

6. Borç Yönetiminin Para Politikası ile Koordinasyonunun Sağlanması

Kamu kesiminin açık vermesi durumunda oluşan bütçe açığının kapatılması ancak doğru seçilen borçlanma yöntemleri ve araçlarıyla uyumlu para ve maliye politikalarıyla mümkündür. Bu bakımdan iyi bir borç yönetimi ancak ekonomiyi yöneten kurumların koordinasyonu ile uygulanabilecek bir süreçtir. Günümüzde Merkez Bankala-

rının temel görevinin kendi yarattığı paranın değerini korumak ve dolayısıyla fiyat istikrarını sağlamak olduğu yaygın olarak kabul edilen bir olgudur. Hazine'nin temel işlevi ise farklı borçlanma araçlarını kullanarak bütçe açığını en az maliyetle karşılamaya çalışmaktır. Bu yüzden, Hazine ve Merkez Bankası arasında, açığın finansman yöntemi ve para politikasının uygulanmasına ilişkin bazı görüş ayrılıklarının ortaya çıkması doğal karşılanmalı, ancak bu durum koordinasyon eksikliği ve çatışmalara neden olmamalıdır.

7. İkincil Piyasaların Etkin Çalışmasının Sağlanması ve Sürdürülmesi

İç borçlanma senetlerinin ikincil piyasalarının etkin çalışmasının sağlanmasıyla finans sektörünün gelişimine de katkı sağlanmış olur. Finans sektörünün gelişmesi, iç borçlanma senetlerinin ikincil piyasasının, buna bağlı olarak birincil piyasanın gelişimi ve iç borç yönetimine esneklik sağlaması açısından önem taşımaktadır.

İkincil piyasaların etkin bir şekilde çalışmasının sağlanması devletin bu piyasalardan borç bulma imkânını kolaylaştırır. Böylelikle borçlanma maliyetlerinde azalma sağlanmış olur. Bu piyasaların etkin çalışması için, iyi bir alt yapı oluşturmanın yanı sıra, kamu menkul kıymet satışları bu piyasada oluşan faiz oranlarını etkilemeyecek bir tarzda yapılmalıdır. Yatırımcılar aksi halde yeterli talebi göstermeyebilir (Bağcı, 2001: 161 – 162).

Bu piyasadaki dalgalanmaların etkisini azaltmak için borçlanma zamanı para otoritesi ile birlikte kararlaştırılmalı, devletin veya devlet tarafından görevlendirilmiş piyasa yapımcıları gerektiğinde alıcı ve satıcı olarak piyasaya girerek müdahalelerde bulunması gerekmektedir. Yani ikincil piyasada dalgalanmaların azaltılması yeterli kurumsal yapıların oluşması ve desteklenmesi ile mümkün olmaktadır (Bağcı, 2001: 161–162).

İkincil piyasalar borçlanmanın yeterli düzeyde sürdürebilmesini sağlamaktadırlar. İkincil piyasada ilk ihraçlarda ve borçların geri ödenmesi aşamasında bunların piyasada dalgalanmayı artırmasını engelleyecek açık piyasa işlemleri daha kolay yapılabilir. Bu piyasaya müdahalede bulunularak faiz oranlarındaki dalgalanmalar düzenlenebilir (Bağcı, 2001: 162).

İkincil piyasada oluşan fiyat, iç borç yöneticisi için bir gösterge olabilecek, ihraç esnasında düşük bir faiz önerip istenilen satış miktarının gerçekleştirilememesi veya

belli bir ihracı gereğinden yüksek faizlerle yapma gibi hataları önleyebilecektir. Ayrıca iyi işleyen ikincil piyasaların varlığı, devlete uzun dönemde piyasalara girme ve borç operasyonlarının piyasalar üzerindeki istenmeyen etkilerini giderme gibi kolaylıklar sağlamaktadır (Çakır, 1994: 5).

8. Yeni İhraç İşlemlerinin Etkin Yönetimi

Bu amaç yeni ihraç sırasında hedeflenen miktarın en uygun koşullarla satılması olarak tanımlanabilir. Bu durumda da doğal olarak bu amaca ulaşmada seçilecek satış tekniği önem kazanmaktadır. İç borç yöneticisi piyasanın durumuna ve gelişmişliğine göre dört satış yöntemi arasından (ihale yöntemi, tap yöntemi, halka arz yöntemi, özel amaçlı satış) bir seçim yapmak durumundadır. Böylece iç borç yöneticisi istenen satış miktarına en uygun maliyetle ulaşabilmek için bu satış tekniklerinden en uygun olanını seçmeye çalışacaktır.

E) İÇ BORÇ YÖNETİMİNDE BAŞARI FAKTÖRLERİ

Başarılı bir iç borç yönetimi için dikkate alınacak bazı faktörler vardır. Bunlar; şeffaflık ve risk faktörleridir.

1. Şeffaflık Faktörü

İç borç yönetiminde şeffaflık, iç borç yönetim birimi tarafından oluşturulan politikaların, hedeflerin, verilerin, geleceğe yönelik yapılan programların ve elde edilen sonuçların kamuoyunun bilgisine sunulması anlamına gelmektedir.

Şeffaflık, piyasaların iç borç yönetimine olan güvenin artmasında, borçlanma maliyetinin ve riskinin azalmasında önemli bir yer tutar. Şeffaflık, alınan kararların popülist politikalardan arınmış olmasına zemin hazırlayacağı için başarılı bir iç borç yönetimi için gerekli olmaktadır (Ateş, 2002: 16)¹².

¹² www.hmd.gov.tr/arastirma_inceleme/ar_inc31.pdf (08.08.2007).

2. Risk Faktörleri

İç borç yöneticileri, borç portföyünü yönetirken çeşitli risklerle karşı karşıya kalmaktadırlar. İç borç yöneticilerinin karşılaşılabileceği temel mali riskler piyasa riski, borç çevirme riski, likidite riski ve operasyonel riskten oluşmaktadır.

a) Piyasa Riski

Piyasa riski, faiz oranı, döviz kurları ve fiyatlardaki dalgalanmaların ödeme ve borçlanma maliyetlerini arttırma riski olarak tanımlanmaktadır (Pehlivan, 2003: 6). Borç geri ödemelerinin finansmanı için yapılacak borçlanmaların gerçekleştirileceği dönemde faiz oranlarının artması, değişken faizli bir borç ödemesi ise ödeme tutarını arttıracak gibi, yeni borçlanmanın maliyetine de yansıtacaktır. Kısa vadeli faizlere endeksli bir borç stoku, taşıdığı faiz oranı daha sık aralıklarla yenileneceği için faiz oranlarındaki değişime daha duyarlı olacak, uzun vadeli ve daha çok sabit faizli bir borç stoku ise faiz oranlarının düşmesi durumunda daha yüksek maliyet riski taşıyacaktır (Pehlivan, 2003: 6).

Döviz cinsi veya dövize endeksli borçlanma senetleri aracılığıyla yapılan borçlanmalarda döviz kurundaki öngörülmeyen yükselme iç borç yöneticilerine beklenmedik bir maliyet oluşturacaktır. Enflasyona endeksli borçlanma senetleri aracılığıyla yapılan borçlanmalarda ise ani fiyat artışları karşısında borç senedinin yükü beklenmedik bir şekilde ağırlaşmaktadır.

b) Borç Çevirme Riski

Bir borcun başka bir borçla kapatılması durumuna gelen ülkeler, yeni borçlanmalarını daha ağır şartlarda sağlıyorlarsa borcu çevirme riski ile karşı karşıyadırlar. Yapılan yeni borçlanmalar piyasaların kabul ettiği risk priminin maliyetlere dahil edilmesiyle mümkün olmaktadır. Bu durumda iç borç yöneticileri borç çevirme riskine maruz kalmaktadırlar (Ateş, 2002: 18)¹³.

Aynı zamanda borç vadesinin kısa olması borcu çevirme riski taşımaktadır. Fakat vadesi uzun olan borçlar da aynı riski taşıyabilir. Örneğin, anti-enflasyonist bir politika güden bir devletin uzun vadeli yaptığı borçlanma, borç yükünün nispi olarak artmasına neden olacaktır (Kalay-Kaya, 2006: 47).

¹³ www.hmd.gov.tr/arastirma_inceleme/ar_inc31.pdf (08.08.2007).

c) Likidite Riski

Likidite riski, ödemelerin gerçekleştirildiği dönemde iç borç yöneticilerinin gerekli olan fonu kısa zamanda sağlayamaması riskidir (Pehlivan, 2003: 7). Likidite riskinin en aza indirgenmesi amacıyla borç geri ödemeleri ile finansman ihtiyacını ve mali piyasalardaki kullanılabilir fon miktarını doğru belirlemek ve sürekli olarak takip etmek gerekir. Bunu sağlamak için de mali piyasaların geliştirilmesi, kurumsal yatırımcı tabanının arttırılması ve piyasa yapıcılığı sisteminin oluşturulması gibi tedbirler alınabilir (Pehlivan, 2003: 8).

d) Operasyonel Risk

Operasyonel risk, iç borç yönetim birimlerinde çalışan kişilerin yaptıkları yanlış hesaplamalar, kullanılan sistemden kaynaklanan hatalar ya da beklenmedik olaylar karşısında borç yönetimine ilişkin verilerin kaybedilmesi gibi riskleri içerir (Kalay-Kaya, 2006: 48). Operasyonel riskin en aza indirgenmesi için iç borç yönetim birimleri eğitilden geçirilerek sağlıklı kayıt tutmalı ayrıca bu verileri yedeklemelidirler.

İKİNCİ BÖLÜM

TÜRKİYE'DE KAMU İÇ BORÇLANMA YETKİSİ, SINIRLARI, ENSTRÜMANLARI VE GELİŞİMİ

I. TÜRKİYE'DE İÇ BORÇLANMA YETKİSİ

Türkiye'de borçlanma yetkisi Anayasa'nın 87.maddesi gereğince kanunla düzenlenmiştir. Kanunların hazırlanması ve çıkarılması büyük ölçüde hükümetlerin denetimlerinde olduğu için, bir bakıma borçlanma yetkisinin de tek sahibinin siyasi iktidar olduğunu söylemek mümkündür (Özgen, 1999: 355).

Türkiye'de iç borçlar temel dayanağını her yıl çıkarılan Bütçe Kanunlarından almaktadır. Bütçe Kanunu, devlete borçlanma yetkisi veren en önemli kanun kabul edilebilir. Bütçe Kanunu'nun ilgili hükümlerine göre ise kısa ve uzun dönemli iç borçlanmalar gerçekleştirilmektedir. Borçlanma bir kanun konusu olduğuna göre yasama organının onayından geçmesi gerekir. Bu çerçevede borçlanma teklifi her yıl için devlet tarafından yapılır. Parlamentonun onayı ile yasallaşır ve devlet tarafından uygulanır.

Bütçe kanunlarının 3. maddesi ile borçlanma yetkisi, "oluşacak bütçe açığının net borçlanma hasılatı ile karşılanacağı" şeklinde çok genel bir hükümle ifade edilmiştir. Ancak bu izinle hangi oranda iç ve dış borçlanmaya başvurulacağı; borçlanmanın hangi kaynaklardan, hangi faiz ve vade ile yapılacağı hususları, Türkiye Büyük Millet Meclisi (TBMM)'nin iradesinin dışında tamamen serbest bırakılmaktadır (Kalay-Kaya, 2006: 55).

Devlete borçlanma yetkisi veren kanunlar çok çeşitlidir. Merkezi idare düzeyinde borçlanma yetkisini Hazine Müsteşarlığı'nın bağlı olduğu bakan kullanır. KİT'ler için ise bu kuruluşların yöneticileri yetkilidir. Yöneticiler kendi kurumlarının kuruluş kanunlarına bağlıdırlar. Yerel yönetimler ise iç borçlanmada İller Bankası'nın, dış borçlanmada Hazine'nin kefaletini alarak istediği miktarda borçlanabilmektedir (Özgen, 1999: 355).

Gerek iç borçlanma, gerekse iç borçlanma yönetimi Hazine Müsteşarlığı'na aittir. Ancak uygulamada yer alan ve borçlanma ile ilgili olan başka işlevleri de bulunmak-

tadır. Hazine görevini yerine getirirken hazine birliği¹⁴ ilkesine göre hareket eder. Hazine birliği ilkesi bütçeye ait gelir ve giderlerin tek bir hesap içinde tutulmasını ifade eder. Türkiye Cumhuriyeti Merkez Bankası (TCMB)'nda açılan “Tek Hazine Hesabı”¹⁵, Hazine'nin bütün gelir, tahsilat ve ödemelerinin yer aldığı hesaptır.

Hazine Müsteşarlığı'nın bu işlevleri, TCMB'nin bulunmadığı yerlerde T.C Ziraat Bankası tarafından yürütülür. Ziraat Bankalarında bulunan Tek Hazine Hesabı'nın tahsilat ve ödemeleri TCMB ana hesabına aktarılır. Ziraat Bankası'nın yaptığı bu işlem den dolayı hesabında açık oluşur. Ancak, Ziraat Bankası bu açıkları kapatarak Hazine Müsteşarlığı'ndan alacaklı konuma geçer ve bu alacak için faiz yürütmez. Aynı durum TCMB için de geçerlidir. TCMB da Hazine'yi finanse etmiş olur.

İç borçlanma yetkisi açısından Hazine Müsteşarlığı'nın zaman içinde gösterdiği kurumsal gelişme önem taşımaktadır. Önceleri Maliye Bakanlığı bünyesinde “Hazine Genel Müdürlüğü ve Milletlerarası İktisadi İşbirliği Teşkilatı Genel Sekreterliği” olarak faaliyet göstermekte olan Hazine ile Sanayi ve Ticaret Bakanlığı bünyesindeki “Dış Ticaret Dairesi Genel Sekreterliği”, 13 Aralık 1983 yılında 188 sayılı Kanun Hükmünde Kararname ile Maliye Bakanlığı çatısı altından çıkarak doğrudan Başbakanlığa bağlı tek bir kurum haline getirilmeye çalışılmış, ancak ilk etapta yapılan düzenleme Anayasa Mahkemesi tarafından iptal edilmiştir. Çok geçmeden yeni bir yasal düzenleme daha yapılmış, Maliye Bakanlığı'ndan ayrılan Hazine ile Ticaret Bakanlığı'ndan ayrılan Dış Ticaret Dairesi bir araya getirilmiş, 8 Haziran 1984 tarih ve 232 sayılı Kanun Hükmünde Kararname ile Başbakanlığa bağlı “Hazine ve Dış Ticaret Müsteşarlığı” şeklinde organize edilmiştir. 232 sayılı Kararname, bazı değişikliklerle birlikte 4 Nisan 1986 tarih ve 3274 sayılı Kanun Hükmünde Kararname ile kanunlaştırılmıştır.

Anlaşılabacağı üzere devlet adına iç borçlanma yetkisi 1985 yılına kadar Maliye Bakanlığı'na aitken, Hazine'nin Maliye Bakanlığı'ndan ayrılıp ayrı bir idare haline gelmesiyle birlikte, 1985 mali yılı Bütçe Kanunu'nun 36. maddesi ile bu yetki Hazine ve Dış Ticaret Müsteşarlığı'na devredilmiştir. İlgili kanun hükmüne göre¹⁶; “Üçüncü mad-

¹⁴ Hazine Birliği İlkesi: Devletin tüm gelirlerinin bir havuzda toplanıp tüm harcamalarının aynı havuzdan yapılması ilkesidir.

¹⁵ Tek Hazine Hesabı: Saymanlıklar tarafından yapılan ödeme ve tahsilat işlemleri sonunda ortaya çıkacak nakit fazlası ya da nakit gereksiniminin bankalar tarafından merkeze dekont edilmesidir (İnce, 2001: 116).

¹⁶ 31 Aralık 1984 tarih ve 18622 sayılı Resmi Gazete'nin Yasama Bölümü s.4

dede belirlenen tutara kadar iç borçlanma akdine Hazine ve Dış Ticaret Müsteşarlığının bağlı olduğu Bakan yetkilidir. Çıkarılacak tahvillerin faiz oranı, ihraç fiyatı, ödeme süresi, basım ve satış yöntemleri ve diğer şartları Hazine ve Dış Ticaret Müsteşarlığı'na tesbit olunur...”

1985 yılı öncesindeki bütçe uygulamalarında borçlanma anapara giriş ve ödemeleri bütçeye gelir ve gider olarak kaydedilmekteydi. Borçlanma politikası, Maliye Bakanlığı bünyesinde Hazine ve Milletler Arası İktisadi İşbirliği Genel Müdürlüğü tarafından, 1050 sayılı kanun ve her yıl çıkarılan yıllık Bütçe Kanunlarına konulan kapsamlı düzenlemelerle sürdürülmekteydi. Politika uygulamalarında, bütçe birliği ilkesi esas alınarak, kamu gelir ve gider dengesi ile kamu nakit dengesi aynı kurum içerisinde tek elden yürütülmekteydi (Derdiyok, 2001: 307). Derdiyok (2001:307), böyle bir borçlanma politikasının, karar mekanizmasında hızlı, yerinde ve zamanında hareket edebilme olanakları sağlayacağından, uygulamada verimliliği artırıcı yönde etki edeceğini savunmuştur.

1985 yılından itibaren Maliye Bakanlığı Bütçesi transfer programında yer alan devlet borçlarının Genel Bütçe dışına çıkarılıp, bunlara ayrı bir düzenleme getirilerek tamamen Hazine ve Dış Ticaret Müsteşarlığı'nın yetkisine bırakılmıştır. Yani borçlanma ile ilgili bilgiler bütçe dışında ayrı bir borç yönetimi hesabı içinde izlenmeye başlanmıştır. Bu uygulama sonucunda borçlanma anapara giriş ve ödemeleri bütçe dışına çıkarılmış ve yalnızca faiz ödemeleri bütçe içinde gösterilmeye başlanmıştır. Bu durum TBMM'in borçlanma ile ilgili veriler hakkındaki bilgisi ve denetimi dışına çıkılarak, iç borçların 1986 yılından sonra büyük artış göstermesine neden olmuştur (Ulusoy: 253). Bu suretle kamu finansmanı ve borç yönetiminin Hazine'ye devri ile birlikte borç anapara ve faiz ödemesi yükümlülüğü konsolide bütçeye bırakılmış, Maliye Bakanlığı'na harcama yükümlülüğü getirilmiştir.

Ayrıca 1986 yılından sonra merkez iç ödemeler, dış ödemeler ve borç saymanlıkları Hazine ve Dış Ticaret Müsteşarlığı'nın yetkisine bırakılmıştır; TCMB, devletin senyorej gelirlerinin sağlanması ve devlet haznedarlığı görevini sürdürerek Hazine ile koordineli çalışmaya başlamıştır. Böyle bir uygulama sonucunda taşra saymanlıkları Maliye Bakanlığı yönetiminde kalmış, devlet tek hazine hesabı farklı iki birimin yöne-

timine bırakılmıştır. Böylece aynı fonksiyonu farklı birimlerce yürütme çerçevesinde devlet saymanlıkları da parçalanmıştır (Derdiyok, 2001: 308).

9 Aralık 1994 tarih ve 4059 sayılı kanun ile Müsteşarlık bu kez ikiye ayrılarak ikisi de Başbakanlığa bağlı Hazine Müsteşarlığı ve Dış Ticaret Müsteşarlığı adlarıyla iki ayrı idare kurulmuştur¹⁷. Yeni örgütlenmede Hazine örgütünün adı Hazine Müsteşarlığı olmuştur. 4059 sayılı kanuna göre iç ve dış borçların yönetimi, kamu kurum ve kuruluşlarının borçlanmalarının devlet adına garanti verme gibi konular Hazine Müsteşarlığı'na verilmiş, devlete ait taşınmaz malların yönetimi, devlet aleyhine açılan mali davaların devlet adına izlenip sonuçlandırılması gibi konular da Maliye Bakanlığı'nın görev alanı sayılmıştır. Bu durum uygulamada olan birlik ilkesinin zorla parçalandığının bir göstergesidir.

II. İÇ BORÇLANMANIN SINIRLARI

İç borçlanma sınırı, devletin ihtiyacı olan borçlanma miktarına Meclis tarafından konan sınırlamadır. Borçlanma sınırı, krizler ile mücadelede önemli bir savunma aracı ve etkili bir kısıtlayıcı olmaktadır.

Milli gelirin, devlet bütçesinin ve kişilerin taşıyamayacağı borç miktarı borçların sınırı olarak kabul edilebilir. Bu sınırı belirleyen faktörler milli gelir seviyesi, vergilendirilebilir kaynaklar, harcamalar ve faiz haddidir (Karabay: 1992: 57). O halde devlet borçlarının sınırını, içinde bulunulan konjonktürel durumun ve ekonomideki değişkenlerin belirlediği şekilde bir sonuca varılabilir.

1985 Mali Yılı Bütçe Kanunu ile Cumhuriyet döneminde ilk kez hükümetin borçlanma “yetkisi”nin sınırları genişletilmiş, kanuni açıdan devlet borçlanmasının ne miktarda yapılacağına dair hüküm konmuştur. 1985 Mali Yılı Bütçe Kanunu'nun 3. maddesinde ilgili hüküm şu şekildedir¹⁸; “Ödenekler toplamı ile tahmin edilen gelir arasındaki fark iç borçlanma ile karşılanacaktır. Bu miktar gerektiğinde iki katına kadar arttırılabilir.”

Söz konusu kanun, bütçe açıklarının finansmanında iç borçlanmayı kolaylaştırıcı bir düzenlemedir. 1985 yılına kadar ancak o yıl bütçesiyle verilen ödenekle tahmin edi-

¹⁷ Hazine'nin tarihçesiyle ilgili daha fazla bilgi için Bkz. (Eğilmez, 2004) ve T.C Başbakanlık Hazine Müsteşarlığı web sayfası, www.treasury.gov.tr

¹⁸ 31 Aralık 1984 tarih ve 18622 sayılı Resmi Gazete'nin Yasama Bölümü s.1

len gelir arasındaki açık kadar borçlanabilme belli şartlarda ve devlet fonları kullanılmak suretiyle gerçekleştirilebilirken, 1985 Bütçesi ile hükümete, ortaya çıkacak açığın iki katına kadar borçlanma yetkisi ve bu borçlanmanın para ve sermaye piyasalarından yapılabilmesine imkân verilmiştir.

Borçlanmanın devlet fonları dışına para ve sermaye piyasalarına yönlendirilmesi, kaynak tahsisi mekanizmasının özel ekonominin eline geçişinin de başlangıcını oluşturmuştur. Konsolide bütçede yer alan faiz harcamaları ve cari açığın finansmanı bütünüyle Hazine'ye bırakılmıştır. Yasama organının bu harcama kalemleri üzerinde hiçbir tahsis yetkisi kalmamıştır (Karakoç, 2003: 66). Hazineye para ve sermaye piyasalarından kısa dönemli borçlanma yetkisi verilmesinin, bu yetkinin limit dahilinde kullanılması koşuluyla, özellikle beklenmeyen durumlarda kolaylık sağlayacağı şüphesizdir.

28.3.2002 tarihli 4749 Sayılı Kamu Finansmanı ve Borç Yönetiminin Düzenlenmesi Hakkında Kanun hükmüne göre 5. maddede borçlanmanın sınırı açık bir biçimde tanımlanmıştır¹⁹:

Mali yıl içinde 1 inci maddede belirtilen ilkeler ve malî sürdürülebilirlik de dikkate alınarak yılı bütçe kanununda belirtilen başlangıç ödenekleri toplamı ile tahmin edilen gelirler arasındaki fark miktarı kadar net borç kullanımı yapılabilir. Borç yönetiminin ihtiyaçları ve gelişimi dikkate alınarak, bu limit yıl içinde en fazla yüzde beş oranında artırılabilir. Bu miktarın da yeterli olmadığı durumlarda, ilâve yüzde beşlik bir tutar, ancak Müsteşarlığın görüşü ve Bakanın teklifi üzerine Bakanlar Kurulu kararı ile artırılabilir. Bütçenin denk olması durumunda da borçlanma, anapara ödemesinin en fazla yüzde beşine kadar artırılabilir. Borçlanma limiti değiştirilemez. Vadesinde nakden ödenenler hariç, çeşitli kanunlara dayanılarak ikrazen ihraç olunan özel tertip devlet iç borçlanma senetleri bu limitin hesaplanmasında dikkate alınmaz. Malî yıl içerisinde ikrazen ihraç edilecek özel tertip devlet iç borçlanma senetlerinin limiti her yıl bütçe kanunlarıyla belirlenir. Malî yıl içinde sağlanacak garantili imkânın limiti, her yıl bütçe kanunlarıyla belirlenir.

III. İÇ BORÇLANMA ENSTRÜMANLARI

İç borçların yönetiminden sorumlu olan Hazine Müsteşarlığı'nın sürekli ve rahat olarak borçlanabilmesi için yükümlülüklerini zamanında yerine getireceğine dair piyasalara güven vermiş olması gerekir. Rahat borçlanmadan söz ederken yatırımcıların ve borçlanma enstrümanlarının çeşitliliği önemli bir konudur. Çünkü kimi zaman devletin

¹⁹ 9 Nisan 2002 Tarihli ve 24721 sayılı Resmi Gazete
http://www.treasury.gov.tr/mevzuat/kaf_mevzuat/borc_yonetimi.htm (11.10.2006).

borçlanma ihtiyacı önemli boyutlara ulaşmakta, bu gibi durumlarda iç borç yöneticisinin yeni kaynaklara olan ihtiyacı artmaktadır.

Teorik olarak devletin iç borçlanma ihtiyacı tamamen TCMB kaynaklarını kullanmak şartı ile karşılanabilir. Ancak böyle bir borçlanmaya giderken devlet, para politikalarını yönlendiren ve ekonominin genel dengesi üzerinde etkiye sahip olan TCMB'dan kullandığı kredileri belirli bir seviyede tutmak istemektedir. Böyle bir istek karşısında devlet finansman için gereken fon tutarını piyasadan çeşitli senetleri kullanarak karşılamaya çalışır. Kullanılan senetler ülkeden ülkeye farklılık göstermektedir.

İç borçlanma senetlerini satmaya, gerektiğinde bu senetleri satın almaya, satılacak senetlerin çeşitlerini, miktarını, satış usul ve esasları ile şartları tespitine Hazine Müsteşarlığı'nın bağlı olduğu bakan yetkilidir. Hazine Müsteşarlığı tarafından ihraç edilen devlet iç borçlanma senetlerinin faiz ve anapara ödemeleri ile diğer tüm gider ve işlemleri her türlü vergi, resim, harç ve fondan istisna tutulmuştur.

Farklı özelliklere sahip iç borçlanma senetlerine sahip olmanın iç borç yönetimi açısından önemli avantajları vardır. Piyasa şartlarında çok ani ve önemli değişiklikler yaşanması durumunda iç borçlanma işleminde görülen olumsuzlukların önüne geçilebilmesine yardım eder. Borçlanma maliyetinin minimize edilmesi ve vade uyumsuzluklarının giderilmesi gibi amaçlar, farklı borçlanma araçları kullanılarak daha kolay gerçekleştirilebilmektedir.

A) İÇ BORÇLANMA SENETLERİNİN TÜRLERİ

Gürler'in (1998: 82)) ve Bağcı'nın (2001: 64)) yaptığı sınıflandırmaya göre Türkiye'de iç borçlanma senetleri "kağıda bağlananlar" ve "kağıda bağlı olmayanlar" olmak üzere ikiye ayrılmaktadır. Resmi rakamlar iç borçlanma senetlerinin sadece kağıda bağlı olanları göstermektedir.

Kağıda bağlı iç borçlanma senetleri, hazine bonoları, devlet tahvilleri, hazine kefaletine haiz bono ve tahviller, gelir ortaklığı senetleri ve müteahhit bonolarından meydana gelmektedir. Kağıda bağlı olmayan iç borçlanma senetleri ise konsolide borçlar, emanet paralar ile Hazine'ye kısa vadeli avanstan oluşmaktadır. Kağıda bağlı iç borçlanma senetleri bütçenin finansmanı amacıyla, kağıda bağlı olmayan iç borçlanma senetleri ise bütçenin finansmanı dışında ihraç edilmektedir.

Devletin ayrıca borçların işlemiş faizi, katılımcıların primleri ile karşılanmayan sosyal sigortalar kurumlarının yükümlülüklerinin bugünkü değeri, bankacılık sisteminin zararları gibi borçları da bulunmaktadır. Bu tür borçların da borçların analizinde dikkate alınması gerekli görülmektedir (Bağcı, 2001: 64).

1. Kağıda Bağlı İç Borçlanma Senetleri

Hazine Müsteşarlığı, kağıda bağlı iç borçlanma senetlerini ihale yöntemi ile satarak bütçe açığını finanse etme yoluna gitmektedir. Bu senetler sadece ihale yoluyla bankalara değil, halka arz yöntemiyle doğrudan halka da satılabilmektedir. İhale yöntemiyle ihraç edilen iç borçlanma senetleri genellikle iskontolu olarak satılırlar. Tüm tüzel ve gerçek kişilerin katılabildiği ihalede, teklif miktarının %1'i teminat olarak yatırıldıktan sonra ihaleye katılanlar bir birimlik tahvil ya da bono için fiyat verirler. Tasarruf sahipleri ihaleye en az bir kere katılabilirler. Hazine Müsteşarlığı, gelen teklifleri değerlendirerek nakit ihtiyacı doğrultusunda ihaleyi yönlendirir.

a) Hazine Bonosu

Hazine bonoları Hazine Müsteşarlığı adına TCMB tarafından çıkarılmaktadır. Her yılın bütçe kanunlarında hazine bonoları ile ilgili hükümler bulunur ve bütçe kanunlarınca verilen yetkiye dayanılarak çıkarılır. Hazine bonusu ihraç etme yetkisi mali yılbaşında verildiğinden her an Hazine Müsteşarlığı tarafından bono ihraç edilmesi mümkün olmaktadır.

Bütçe kanununa göre borçların karşılıkları en geç bir yıl içerisinde ödenmesi gerekmektedir. Ancak uygulamada, mali yılsonunda borçlar kapatılmamakta ve takip eden yıllara sarmaktadır. Bu durum bonoların uzun süreli borç haline gelmesine ve borç miktarının sürekli artmasına yol açarken emisyon mekanizmasını harekete geçirerek enflasyonun en önemli kaynağını oluşturmaktadır. Ancak çoğu zaman yeni bir borç yapılarak kapatılmaktadır.

Hazine bonoları özellikle bankalara satılır ve bankalar, gerektiğinde bonoları TCMB'na iskonto ettirebilir. Bununla birlikte, TCMB'nin kendi portföyü için hazine bonusu satın alınması işlemlerine 1987 yılı Şubat ayında başlanmıştır (İnce, 2001: 42).

Hazine Müsteşarlığı, bono ihraçlarında ve halka arzlarda, talep elverdiğince vadenin uzatılmasını ve yatırımcı tabanının daha geniş bir yelpazeye oturtulmasını teşvik

etmektedir (Vurucu-Demir, 2004: 20–21)²⁰. Türkiye’de hazine bonosu ihraç etmek, açık piyasa işlemleri aracılığıyla para politikası uygulamalarının gerçekleştirilebilmesi açısından gereklidir.

Hazine bonolarının faiz oranı önceleri Hazine Genel Müdürlüğü tarafından belirlenmekte idi. Ancak, 28 Şubat 1973 tarihinde Maliye Bakanlığı’nın yayınladığı bir tebliğ ile faiz oranlarının kendiliğinden oluşması benimsenmiştir. 1974 yılı başından itibaren de yeni bir yöntem ile bonoların ihale yöntemi ile satışına başlanmış, bonoların faiz oranı, vade ve satın alınmak istenen bono miktarı alıcı ile satıcı arasındaki uzlaşmaya bırakılmıştır. 1985 yılında ise daha sistematik ihale yöntemi uygulamaya başlamış ve satışlar TCMB aracılığı ile yürütülmüştür (İnce, 2001: 42). Hazine bonolarının faizleri ve genel giderleri bütçeye konulacak ödeneklerle karşılanmaktadır.

b) Devlet Tahvili

Türkiye’de yapılan tahvil satışlarının çeşitleri bulunmaktadır. 1 yıl vadeli ve ihale yöntemiyle satılanlar dışındaki tahviller nakden ve nakit dışı satılan tahviller olmak üzere ikiye ayrılırlar. Aşağıda bu konuyla ilgili ayrıntılı bilgiye yer verilmektedir.

ba) Nakden Satılan Tahviller

Hesaben tahviller, dövize endeksli tahviller, enflasyona endeksli tahviller, sabit faizli ve kuponlu tahviller ve değişken faizli tahviller nakden satılan tahvilleri oluşturmaktadır.

baa) Hesaben Tahviller

3182 sayılı Bankalar Kanunu’nun 33. maddesine göre, Bankalar Türk Ticaret Kanunu’nun ayrılmasını zorunlu kıldığı yedek akçeleri ve Bankalar Kanunu’nun ayrılmasını zorunlu kıldığı “Muhtemel Zararlar Karşılığı”nı, her ikisi de %5’i olmak üzere net karlarının toplam %10’unu, TCMB nezdindeki Hazine adına açılmış olan “Kanuni Yedek Akçeler Karşılığı Devlet Tahvili Hesabı”na yatırmak zorundadırlar. Söz konusu hesaptaki meblağların tabi olacağı şartlar ve uygulama esasları yine Hazine Müsteşarlığı ve Dış Ticaret Müsteşarlığı tarafından belirlenmektedir (Kaya, 1997: 3–4). Yani hesaben tahvil, kamu ve özel bankaların ayırmak zorunda oldukları kanuni yedek akçe-

²⁰ Bütçe ve Mali Kontrol Genel Müdürlüğü web sayfası, <http://www.bumko.gov.tr/TR//Tempdosyalar/Mdemir.pdf> (05.05.2007).

ler karşılığı tutulmaktadır. Hazine, hesaben tahvil karşılığında tahvil vermemekle birlikte tahvillerin anaparasını ödemeyerek sadece yıllık faiz ödemesi yapmaktadır. Uygulanan faiz oranı, yılın ilk yarısında gerçekleştirilen bir yıl vadeli devlet tahvili ihalelerinde oluşan faizlerin basit aritmetik ortalamasıdır (Gürler, 1998: 86). Bu uygulama 31.10.1996 tarihinde sona ermiştir.

bab) Döviz Cinsinden ve Döviz Endeksli Tahviller

Hazine Müsteşarlığı'nın iç borçlanma programı çerçevesinde iç piyasada ihraç ettiği ve bir döviz cinsine endeksli tahvillere döviz endeksli tahvil denilmektedir. Bu tahvillerin anapara ve faiz ödemeleri YTL üzerinden yapılmaktadır. Döviz cinsinden tahvillerin ise tüm faiz ve anapara ödemeleri ihraç oldukları döviz cinsinden yapılmaktadır.

Bu tahviller, devletin finansman ihtiyacının yüksek olduğu ve aynı zamanda yüksek enflasyonun hüküm sürdüğü dönemlerde hem iç borçlanma araçlarının reel getirisinin aşınmasını önlemek hem de iç borçlanma senetlerinin cazibesini kaybetmesine mani olmak için ihraç edilmektedirler.

Hazine, 1990 yılında Konut Edindirme Fonu ile çalışanları Tasarrufa Teşvik Fonu'nda biriken meblağları değerlendirmek amacıyla 5 yıl vadeli döviz endeksli tahvil ihraç etmiştir (Çakır, 1994: 24).

bac) Enflasyona Endeksli Tahviller

Anapara ve faiz ödemeleri belirli bir fiyat endeksine bağlı olan ve bu şekilde reel değer kaybına uğramayan tahvillerdir. Bu tahvillerin reel getirisinin enflasyondaki değişikliklere rağmen sabit kalması, yatırımcılara öngörülebilir net bir getiri sunduğundan bu tahviller enflasyon riskinden korunmak isteyen yatırımcılar tarafından tercih edilmektedir.

Türkiye'de 1997 yılından itibaren, 2 yıl süreli ve 3 ayda bir faiz ödemeli enflasyona endeksli tahvil ihracına başlanmıştır. Ödenecek anaparaya bir yıllık Tüketici Fiyat Endeksi (TÜFE) oranı uygulanmakta, reel kupon faizi ise ihale yöntemi ile belirlenmektedir. İhalede kabul edilen en yüksek kupon faizi, kazanan bütün tekliflere uygulanmaktadır. 1998 yılı Ocak ayından itibaren 1 yıl süreli, vade sonu kupon ödemeli enflasyona endeksli yeni bir devlet tahvili ihracına başlanmıştır (İnce, 2001: 112).

bad) Sabit (Kupon) Faizli Tahviller

Sabit faizli tahviller, vadesi süresince hep aynı faiz oranı üzerinden ödeme yapılacak olan tahvillerdir (Vardar, 2007: 58)²¹. Ödemeleri dönemsel olarak yapılır. Bu tür tahvillerin kupon faizleri ihraç aşamasında Hazine Müsteşarlığı tarafından belirlenir. Tüm kuponlar ödemeye kadar aynı oran kullanılarak hesaplanır ve ödenir. Faiz riski tahvili elinde bulunduranlara aittir (Vardar, 2007: 59). Devlet piyasada oluşacak faiz oranlarındaki dalgalanmadan en az oranda etkilenmiş olur. Böylece, faizlerin düşeceği beklentisinde olanlar ellerindeki tahvilleri uzun vadede sabit kalacak bir getiriye bağlamış, Hazine Müsteşarlığı da vadeyi uzatmış olmaktadır.

Faizlerin yükseldiği bir dönemde sabit faizli tahviller değer yitirir, faizlerin düştüğü bir dönemde ise değer kazanırlar (Vardar, 2007: 59). Hazine Müsteşarlığı, piyasa faizlerinin yüksek olduğu zamanlarda borçlanmanın vadesini kısaltarak, uzun vadeli maliyetlerinde bir düşüş gerçekleştirmeye çalışır. Faiz oranlarının düşmesinin beklendiği zamanlarda ise uzun vadeli borçlanmak yüksek bir reel maliyet riski meydana getirir. Diğer taraftan, borcun vadesinin kısalması Hazine Müsteşarlığı'nı borcunu yenileme riski (rollover risk) ile karşı karşıya bırakır. Rollover riskinin artması ise piyasanın daha fazla faiz talebine neden olur (DPT Özel İhtisas Komisyonu Raporu, 2001: 99).

bae) Değişken Faizli Tahviller

Hazine Müsteşarlığı, referans ihalelerinde oluşan faize ek faiz uygulayarak değişken faizi belirlemektedir. Hazine Müsteşarlığı'nın borçlanma hedefi; Hazine borçlarının ortalama vadesinin uzatılması ve sürdürülebilir faiz seviyesinin belirlenmesinde Merkez Bankası para politikası hedeflerini de göz önünde bulundurarak, genel makro hedeflerle tutarlı borçlanma stratejilerinin oluşturulmasıdır. Bu kapsamda, değişken faizli tahviller Hazine Müsteşarlığı açısından vade uzatılmasını sağlayacak bir iç borçlanma aracı olarak kabul edilmektedir.

Hazine Müsteşarlığı'nın, borcunun vadesini sabit getirili tahviller ile uzatması durumunda, tahviller üzerindeki faiz riski yatırımcılar üzerinde kalmakta, faiz oranının yükseldiği, alıcıların fonlama maliyetlerinin düşmediği durumlarda alıcılar zarara uğra-

²¹ TCMB web sayfası, <http://www.tcmb.gov.tr/kutuphane/TURKCE/tezler/ercumentvardar.PDF> (6.05.2007).

makta, faiz oranlarının düştüğü durumlarda alıcılar kar elde edebilmektedir. Hazine Müsteşarlığı açısından ise tam tersi durum geçerli olup, anti-enflasyonist politikaların uygulandığı, faiz oranlarının düştüğü zamanlarda Hazine Müsteşarlığı'nın sabit getirili ve uzun vadeli olarak borçlanması reel maliyetlerinde artış meydana getirmekte, artan enflasyon dönemlerinde ise reel maliyetlerinde azalma olmaktadır (DPT Özel İhtisas Komisyonu Raporu, 2001: 100).

bb) Nakit Dışı Satılan Tahviller

Nakit dışı tahviller diğer adıyla özel tertip devlet tahvilleri (ÖTDT) borçlanma limitleri dışında çıkarılıp, bütçe finansmanı dışında ihraç edilmektedir. Bunlarla finanse edilen bütçe dışı harcamalar mali sistemdeki kontrol ve denetim mekanizmalarının dışında kalmaktadır. Bu nedenle, bütçe dışı harcamaların bütçe kapsamına alınması gerekmektedir.

Bazı kamu kurumlarının borçlarını Hazine Müsteşarlığı adına, Hazine'nin bağlı bulunduğu Bakan'ın devir alma yetkisi vardır. Bu devralınan borçlara karşılık ise ÖTDT verilmektedir. Örneğin; KİT'lerin ve bağlı ortaklıklarının Hazine'ye, Fonlara ve Sosyal Sigortalar Kurumu'na olan vadesi geçmiş borçları, Eximbank'ın Sosyal Sigortalar Kurumu'na olan borçları, TCMB kaynaklı vadesi geçmiş reeskont kredisi borçları, Tahkim Kanunları çerçevesinde devralınan borçların anapara ve faiz ödemeleri, Tarım Satış Kooperatifleri Birliklerinin Ziraat Bankası'na olan destekleme kredisi borçları ile bu tür görev zararları alacaklarına karşılık ÖTDT verilmektedir (Gürler, 1998: 113).

Nakit dışı satılan tahviller; ikraz tahvilleri, tahkim borçları, görev zararları karşılığı ihraç edilen tahviller ile faiz ödemeleri karşılığı ihraç edilen tahvillerden oluşmaktadır. Bu senetler yarı-mali işlem niteliğindedir. Bu işlemler karşılığında gider kaydı yapılmamakta, sonuçta bütçe açıkları olduğundan az gösterilmektedir.

bba) İkraz Tahvilleri

Hazine Müsteşarlığı, 1992 ve 1996 yılları arasında ilgili yıl Bütçe Kanunları gereğince, KİT'lere, Sosyal Güvenlik Kurumlarına ve Fon İdarelerine ikrazen verilmek ve Kanunda belirlenen tutarı aşmamak koşuluyla söz konusu kurumlar ile ikraz anlaşması düzenleyip, borcu devralarak karşılığında ÖTDT'i ihraç etmektedir (Vurucu-Demir,

2004: 23)²². Kurumlar ise anlaşma gereğince Hazine Müsteşarlığı'na borcunu geri ödemekte veya borç kurumun ödenmemiş sermayesine mahsup edilmektedir (DPT, Özel İhtisas Komisyonu Raporu, 2001:101).

bbb) Tahkim Borçları

Tahkim Kanunları çerçevesinde bazı kamu kurumlarının borçları Hazine Müsteşarlığı tarafından üstlenilerek tahkim edilir ve bu borçların anapara ve faiz ödemelerinin tutarı kadar alacaklı kuruluşlara ÖTDT'i ihraç edilebilmektedir.

Nitekim 1984 yılında 2974 sayılı ve 1991 yılında 3836 sayılı Tahkim Kanunları ile birlikte belediye ve KİT'lerin birbirlerine olan borçları silinerek bakiye borç Hazine Müsteşarlığı tarafından üstlenilmiş, karşılığında Ziraat Bankası, TCMB ve Halk Bankası'na ÖTDT'i ihraç edilmiştir. Ancak 1994 yılında yaşanan kriz sonucu, bu tahviller devlet bankalarının ihtiyaçları doğrultusunda yeniden yapılandırılmıştır. Ayrıca, bu senetlerin kupon ödemeleri nakden ödenmeyerek faizi yerine yeni senet ihraç edilmesi yoluna gidilmesi ile birlikte Hazine Müsteşarlığı'nın iç borç stoku daha da büyümüştür (İnce, 2001: 114; Pehlivan, 2003: 405).

bbc) Görev Zararları Karşılığı İhraç Edilen Tahviller

İlgili yıl Bütçe kanunları uyarınca kurumların görev zararlarından doğan alacakları karşılığında Hazine Müsteşarlığı tarafından ÖTDT'i ihraç edilebilmektedir.

Görev zararlarına özellikle 1994 krizinden sonra, bankaların bilançolarında zarar yaratılmaması için yüksek faiz işletilmiş, söz konusu tutarlar çok büyük boyutlara ulaşmış, bunu sonucunda da kamu bankalarının mali durumlarını iyileştirebilmek amacıyla 1999 ve 2000 mali yılı Bütçe Kanunlarına bir madde eklenerek bankaların bir önceki yıl sonu görev zarar stoklarının %15'ine kadar ÖTDT'i ihraç edilmesi hükme bağlanmıştır (Pehlivan, 2003: 407). Ayrıca, 2000 yılından itibaren bu bankalara ihraç edilen senetlerin faizi yerine senet verme yöntemi bırakılarak, bankalara likidite sağlamak amacıyla faizleri nakden ödenmeye başlanmıştır (Pehlivan, 2003: 407).

²² Bütçe ve Mali Kontrol Genel Müdürlüğü web sayfası, <http://www.bumko.gov.tr/TR//Tempdosyalar/Mdemir.pdf> (05.05.2007).

bbd) Faiz Ödemeleri Karşılığı İhraç Edilen Tahviller

İlgili yıl Bütçe Kanunları uyarınca daha önceki yıllarda ihraç edilmiş nakit dışı senetlerin faiz ödemeleri yapılmayarak karşılığında 5 yıl vadeli ve TEFE'ye endeksli senetler ihraç edilmektedir. Bu senetler, kur farkları, tahkim kanunları ve KVA borcu karşılığında TCMB'na ihraç edilmiş senetlerin faizlerinden oluşmaktadır (DPT Özel İhtisas Komisyonu Raporu, 2001: 102).

c) Hazine Kefaletine Haiz Bono ve Tahviller

Hazine kefaletine haiz bono ve tahviller, kamu kurumları içerisinde KİT'ler ve bazen de ekonomik alanda faaliyet gösteren Katma Bütçeli İdareler²³ tarafından kullanılmaktadır. Söz konusu kurumlar, bu bonoları işletme sermayelerinin yetersizliği dolayısıyla ya da ihtiyaç duydukları fonları sağlayabilmek amacıyla kendi kuruluş kanunları ve 1211 sayılı TCMB Kanunu doğrultusunda ihraç ederler. Bütçe Kanunlarıyla, Hazine Müsteşarlığı'nın bağlı olduğu Bakan'a bu kurumların yapacakları borçlanmalara Hazine kefaleti verme yetkisi tanınmaktadır. Bu bir anlamda, söz konusu idarelerin sermaye ihtiyaçlarının TCMB kaynaklarından sağlanmasıdır. Gerçekten de, Hazine kefaleti ile ihraç edilen bonolar TCMB tarafından iskonto edilebilir, ya da bu bonolar karşılığında avans verilebilir (Gürler, 1998: 84).

Kamu açıklarının finansmanı amacıyla kamu kurumlarının çıkarmış olduğu bonolar karşılığında aldıkları borçlarını ödeyememeleri, Merkez Bankası'nın emisyon hacmini artırmak suretiyle piyasada fiyatlar genel düzeyinin artışına neden olmaktadır. Kamu kurumlarının bu borçları politikacıların seçim yatırımları uğruna hızla büyüyerek, zamanında ödemeleri yapılmadığı için Hazine Müsteşarlığı'na aktararak zaman zaman konsolidasyona gidilmiştir.

1980'li yılların başlarından, 1994 krizine kadar toplam iç borç stokunun neredeyse çoğunu oluşturan hazine kefaletine haiz bono ihracına 1994 yılında son verilmiştir. Dönek'e göre (2000: 60–61) bu son veri, TCMB'nin 1990'lı yıllarda izlediği reeskont politikasıyla doğrudan alakalıdır. TCMB, 1990 sonrasında orta ve uzun vadeli reeskont kredilerine, avans uygulamasına, farklı reeskont faizi uygulamasına ve belli sektör ve kurumları finanse etme politikalarına son vermiştir. Çünkü bu uygulamalar para

²³ Katma Bütçeli İdare kavramı 2003 tarihli 5018 sayılı Kamu Mali Yönetimi ve Kontrol Kanunu'nun 1 Ocak 2006'da uygulamaya konulması sonucu yerini Özel Bütçeli İdarelere bırakmıştır.

otoritesinin özellikle fiyat istikrarına yönelik uyguladığı para programlarını zorlaştırmakta ve bankanın asli fonksiyonunun ve kredibilitesinin zedelenmesine yol açmaktaydı. Bankanın 12 Aralık 1999 Kararları, kurumun enflasyonla mücadeledeki kararlılığını ve zayıflayan kredibilitesinin yeniden sağlanmasına yönelik isteğini gösterir niteliktedir.

d) Gelir Ortaklığı Senetleri

Gelir ortaklığı senetleri, faiz yerine belli bir gelire ortak ederek gelir payı ödenmesini öngörür. Kamu kurumlarına ait altyapı tesisleri ve KİT'lere ait tesislerin gelirleri için ihraç edilir. Gelir ortaklığı senetleri, sermaye piyasasında işlem görecektir şekilde menkul kıymetler olmaktadır. Vadeleri 3 yılı bulduğundan uzun vadeli borç senedi niteliğine sahip olmaktadır.

Gelir ortaklığı senetlerinin piyasaya çıktığı günlerde beklenenin aksine banka mevduatlarında bir azalma olmazken, altın ve döviz fiyatlarında önemli düşüşler gözlenmiştir. Bu, gelir ortaklığı senetlerinin alımı için ayrılan fonun daha ziyade altın ve döviz alımı için ayrılan spekülasyon fonlarından alınıyor oluşunu gösterir (Yılmaz, 1997: 61). Bu senetlere olan talebin nedenleri olarak; vergiden muaflık, devlet ihalelerinde teminat olarak kullanılabilmesi, devlet güvencesi, istenildiği anda paraya çevrilebilmesi, hamiline yazılı olması nedeni ile serbestçe alınıp satılabilmesi, dağıtılan gelirin faiz adında olmamasının yarattığı psikolojik etki, yılda iki kez gelir payı ödemesi gibi etkiler gösterilmektedir (Karabay, 1992: 49).

Türkiye'de gelir ortaklığı senetlerinin dayanağı 17 Mart 1983 tarihli 2983 sayılı "Tasarrufların Teşviki ve Kamu Yatırımlarının Hızlandırılması" amacıyla çıkarılan kanundur (Karabay, 1992: 48). Bu suretle istikrarlı ve güvenilir gelir sağlamak amacıyla tasarrufları teşvik etmek ve ek finansman kaynakları yaratarak kamu hizmetlerinin hızlandırılması için gelir ortaklığı senetleri çıkarılmaktadır.

İlk olarak ikinci Boğaziçi Köprüsünün finansmanı gerekçesi ile iki tertip halinde çıkarılarak, 3 Aralık 1984 tarihinden itibaren satışa sunulmuş, daha sonra Keban Barajı gelir ortaklığı senetleri, Oymapınar Barajı gelir ortaklığı senetleri ile bu ihraç devam etmiştir. Bunun yanında fon tarafından senet sahiplerinin gelirlerinin aşınmaması ve senetlere olan talebi arttırmak için Temmuz 1987 tarihi itibarıyla dövize endeksli Hasan Uğurlu Barajı gelir ortaklığı senetleri, daha sonra da dövize endeksli Petkim Tahvilleri çıkarılmıştır (Karabay, 1992: 48).

e) Mütcaahhit Bonoları

Devlet, büyük bayındırlık hizmetlerinin yapılması karşılığında mütcaahhitlere yaptıkları iş karşılığında para yerine belirli vadelerde ödenmek üzere bono vermeye kanunlarla yetkili kılınmaktadır. Ayrıca bazı kamulaştırma faaliyetlerinde hak sahiplerine verilen bonoların da bu mahiyette oldukları kabul edilmektedir (Karabay, 1992: 37).

Yatırım harcamalarının yoğun olduğu zamanlarda nakit açığının giderilmesi için başvuru olan bu yöntemde vade, diğer borçlanma araçlarına göre daha uzundur. Fakat mütcaahhit bonolarına, TCMB'na verildiği takdirde anında paraya çevrilebilmesi ve bankalar tarafından arz olduğu takdirde karşılığında avans alınabilmesi gibi devlet tarafından sağlanan ayrıcalıklardan dolayı kısa vadeli borç senedi niteliği kazanmaktadır (Ulusoy, 2001: 83). Bu yöntem günümüzde tamamen uygulamadan kaldırılmıştır.

2. Kağıda Bağlı Olmayan İç Borçlanma Senetleri

Kağıda bağlı olmayan iç borçlanma senetleri Hazine Müsteşarlığı'na herhangi bir nakit girişi olmadan mahsup yoluyla finansman sağlamakta, dolayısıyla kurumlar ile Hazine Müsteşarlığı arasında bir borç alacak ilişkisi doğurmaktadırlar. Bu sebeple kağıda bağlı olmayan senetlerin ihracı da iç borç stokunun artmasına neden olmaktadır. Senetler kağıda bağlandıktan sonra nakit dışı tahviller içinde gösterilmektedirler.

Kağıda bağlı olmayan senetlerin faiz ödemeleri nakit olarak yapıldığında bütçeye gider olarak kaydedilir. Nakit yerine senet ihraç edildiğinde ise Bütçe Kanunlarının, Tahkim ve TCMB Kanunu hükümlerinin uygulaması ile ilgili maddeleri uyarınca bütçeye gider olarak kaydedilmeden ödenmekte ve izlenmektedir (DPT Özel İhtisas Komisyonu Raporu, 2001: 101).

a) Konsolide Borçlar

Konsolide borçlar, süresi daha uzun vadeli (genellikle 5 yıldan daha fazla) olan ve sermaye piyasasından sağlanan borçlardır. Devlet genellikle bütçe kaynaklarını aşan büyük bayındırlık işleri gibi projelerin finansmanında ödemeyi gelecek nesillere de yaparak böyle bir borç aracını kullanmak suretiyle borçlanmaya gidebilir. Ancak, böyle bir finansman yönteminin en önemli sıkıntısı, maliyetinin kısa vadeli borçlanmaya göre daha yüksek olmasıdır (Dönek, 2000: 63–64).

Türkiye’de konsolide iç borçlar, kur farkları²⁴ ve tahkim borçlarından oluşmaktadır. Hazine tarafından ödenmesi gereken bu borçlar 1980 sonrası uygulanan kur politikaları nedeniyle büyümüştür [Bkz. Tablo 2]. 1980 sonrası dönemde sabit kur uygulaması terk edilerek esnek kur uygulamasına gidilmesi, büyük oranlı devalüasyonlar yerine günlük kur ayarlamalarına gidilmesi, döviz ve altın fiyatlarının yükselmesi, Hazine Müsteşarlığı’nın kur farkı borçlarını günden güne artırmıştır.

Konsolide borçlar 1996 yılından itibaren ortadan kalkmıştır. Ortadan kalkış nedeni, TCMB nezdinde çeşitli nedenlere bağlı olarak oluşan bu borçların sonradan konsolide borçlar kapsamından çıkarılarak Hazine hesaplarında diğer borçların içinde dağıtılmasıdır (Ünsal, 2003: 195).

b) Emanet Paralar

Emanet paralar, Hazine Müsteşarlığı’nın fon talebini karşılamak, kısa dönem bütçe açıklarını denkleştirmek ve ödemelerin düzenli yapılmasını sağlamak için bono ve tahvil gibi herhangi bir senet düzenlemesine gerek kalmadan (kağıda bağlanmayan) bir anlamda devletin gelir ve harcama politikasının ve bürokrasinin sonucu olarak Hazine Müsteşarlığı’nın hesabında geçici olarak bırakılmış, faizsiz kredi imkanı sağlayan paralardır. Devlet için geçici bir gelir kaynağı sayılmakta ve bir sonraki yılda ödenmesi gerekmektedir. Tam anlamıyla devlet borcu özelliğini taşımadıkları için ödendikleri zaman borç etkisi doğurmamaktadırlar.

Emanet paralar miktar olarak arttıklarında kamu kesimine kredi sağlamakta, azaldıklarında ise borç ödemesi yapıldığı etkisini doğurmaktadır (İnce, 2001: 49).

c) Hazine’ye Kısa Vadeli Avans

KVA diğer adıyla TCMB avansı, TCMB tarafından Hazine Müsteşarlığı’na açılan bir yıl ile sınırlı bir borçlanma türüdür. KVA kullanımını 1211 sayılı kanunun 50. maddesi ile düzenlenmiştir. Hazine kısa vadeli avansları, ekonomik açıdan mali yıl içinde devlet gelirleri ile giderleri arasındaki dengesizliği gidermek için kullanılmaktadır.

Hazine Müsteşarlığı’nın mali yıl sonunda TCMB’na borcunu yasal faiziyle birlikte ödemesi gerekmektedir. Ancak, Türkiye’deki uygulamada bu ödeme gerçekleş-

²⁴ TCMB’nın kur riski dolayısıyla üstlendiği zararları ifade eder.

memektedir. Bunun temel nedeni, 1211 sayılı TCMB Kanunu'nda Hazine Müsteşarlığı'nın borcunu ne zaman ve ne şekilde ödeyeceğine ilişkin bir hükmün yer almamasıdır (Şen, 2004: 1). Bu nedenle KVA kanundaki tanıma aykırı olarak uzun süre bütçe açıklarının finansmanı için düzenli bir kaynak olarak kullanılmaktadır. Birkaç yıllık dönemler sonunda çıkarılan yasalarla da uzun vadeli borç haline dönüştürülmektedirler. Bu durum, para otoritesinin sağlıklı bir para programı yürütmesini ve fiyat istikrarı politikasını da zorlaştırmaktadır (Gürler, 1998: 90–91). TCMB, Hazine Müsteşarlığı'nın finansörü konumunda olmakta, para politikası maliye politikasına bağımlı bir yapı sergilemektedir.

TCMB'dan kullanılan KVA, hükümetlere kamu harcamalarını para basmak suretiyle finansman sağlamasına imkan tanımaktadır. Bu durum da KVA artışları emisyon hacminin artmasına yol açmaktadır.

TCMB önceleri 1211 sayılı Kanunun²⁵ 50. maddesine göre banka miktarı cari yıl genel bütçe ödenekleri toplamının %15'ine kadar Hazine'ye kısa vadeli avans hesabı açabilirdi. 1994 yılından itibaren maliye ve para politikalarının etkinliğinin artırılması amacıyla TCMB avanslarına sınırlama getirilmesi gereği düşünülmüş, 21.04.1994 tarihli 3985 sayılı Kanun ile oran şu şekilde değiştirilmiştir (Şen, 2004: 64):

Banka, her yıl cari yıl genel bütçe ödenekleri toplamının bir önceki mali yıl genel bütçe ödenekleri toplamını aşan tutarının %12'sini geçmemek üzere, Hazine'ye kısa vadeli bir avans hesabı açar. Bu oran, 1996 yılı için %10, 1997 yılı için %6, 1998 ve müteakip yıllar için %3 olarak uygulanır. Bu avans hesabına uygulanacak faiz oranı her yıl ekonomik durum göz önünde tutularak Başbakanlık ve Bakan arasında kararlaştırılır.

1997 yılı Temmuz ayında TCMB ile Hazine Müsteşarlığı arasında yapılan bir protokol gereği, Hazine Müsteşarlığı'nın KVA kullanmaktan vazgeçmesi benimsenmiştir. 1998'te zaman zaman KVA kullanımı olmuşsa da alınan avans ay sonu kapatılmıştır (İnce, 2001: 48).

Şubat 2001 Krizi sonrasında TCMB'nin bağımsızlığı fikri tekrar gündeme gelmiş ve krizin ardından 25.04.2001 tarihli ve 4651 sayılı Kanun hükmüyle bir takım yenilikler getirilerek 1211 sayılı TCMB Kanunu'nun kısa vadeli avansa kaynaklık eden 50. ve 51. maddeleri tamamen yürürlükten kaldırılarak bakiyesi sıfırlanmıştır.

²⁵ 1211 Sayılı TCMB Kanunu, 14.01.1970 tarihinde kabul edilmiş ve 14.01.1970 tarih ve 13409 sayılı Resmi Gazetede yayımlanmıştır.

B) İÇ BORÇLANMA SENETLERİNİN SATIŞ TEKNİKLERİ

Bütçe Kanununa uygun olarak, Hazine Müsteşarlığı tarafından TCMB aracılığı ile yürütülen iç borçlanma senetlerinin satışı için borçlanmanın nedenine, borçlanılan kaynağa, piyasanın durumuna ve piyasaların gelişmişliğine bağlı olarak iç borçlanma senetlerinin satış teknikleri arasında tercih yapılmaktadır. Uygulamada kullanılan ihale yöntemi, satışa arz yönetimi (TAP), halka arz yöntemi ve özel amaçlı satışlar olmak üzere 4 teknik bulunmaktadır.

1. İhale Yöntemi

Vardar (2007: 61)²⁶ ihale yöntemini iki değişik şekilde tanımlamaktadır. Birinci tanıma göre ihale yöntemi, ihale konusu mal ve hizmetlerin tahsisinin alıcılar veya satıcılar arasındaki fiyat rekabetine göre yapıldığı sistemdir. Diğer tanıma göre ise ihale yöntemi, piyasa katılımcılarının teklifleri ile kaynakların dağıtımının ve fiyatlarının belirlendiği, tanımlanabilir kuralları olan piyasa mekanizmasıdır.

İhaleler, mal ve hizmetlerin sabit bir fiyat ve standart değerlerin dışında alınıp satılmasına imkan sağlar. İhaleyi düzenleyen, ihale fiyatının satışta en yüksek, alıfta en düşük olmasını arzular. İhaleyi düzenleyen, söz konusu değeri bilmez. Aksi halde ihale konusu mal ve hizmeti satışta en yüksek değerleyen alıcıyla, alıfta ise en düşük değerleyen satıcıyla aynı veya yaklaşık fiyattan teklif ederek anlaşmaya çalışır (Vardar, 2007: 62)²⁷.

Türkiye’de İç borçlanma senetlerinin ihracına ilişkin her türlü ayrıntıyı belirleme yetkisi Hazine Müsteşarlığı’na aittir. Hazine, ihale yönteminin türüne, ihraç edilecek senedin vadesine ve ihalenin ne zaman gerçekleştirileceğine karar vererek, ihale tarihi ile ihale koşullarını TCMB’na bildirmektedir.

1211 sayılı TCMB Kanunu ile 4749 sayılı Kamu Finansmanı ve Borç Yönetiminin Düzenlenmesi Hakkında Kanun kapsamında TCMB, hükümetin mali ajanı olarak, iç borçlanma senetleri ihalelerinin tüm idari işlemlerini hükümetin nam ve hesabına yürütmekle görevlidir. TCMB, Hazine Müsteşarlığı tarafından duyurulan ihalelere iliş-

²⁶ TCMB web sayfası, <http://www.tcmb.gov.tr/kutuphane/TURKCE/tezler/ercumentvardar.PDF> (06.5.2007).

²⁷ TCMB web sayfası, <http://www.tcmb.gov.tr/kutuphane/TURKCE/tezler/ercumentvardar.PDF> (06.5.2007).

kin olarak her türlü teknik altyapıyı hazırlamakta, ihaleye gelen teklifleri toplamakta ve fiyata göre sıralayarak Hazine Müsteşarlığı'na göndermektedir (Vardar, 2007: 68)²⁸. Hazine Müsteşarlığına gönderilen ihale listesi, Kamu Finansmanı Genel Müdürlüğü'nden sorumlu Müsteşar Yardımcısı, Kamu Finansmanı Genel Müdürü, iç borçlanmadan sorumlu Genel Müdür Yardımcısı ve iç borçlanmadan sorumlu Daire Başkanı tarafından değerlendirilerek Müsteşarlık makamına sunulur ve ihale sonuçlandırılır (Sayıştay Hazine İşlemleri Raporu, 2003: 62)²⁹.

TCMB, aynı zamanda potansiyel yatırımcıları bilgilendirmekle sorumludur. Bilgilendirmeyi finansal duyuruların arasında yer almak üzere Reuters'a bildirerek gerçekleştirir. Hazine'nin ihaleler ile ilgili bütün bilgilerinin kamuya açıklanmaması durumunda bu bilgidен yoksun olarak teklif verenler daha düşük teklif edecek, bu da Hazine'nin gelirlerinin azalmasına neden olacaktır. Bu yüzden Hazine'nin, kamu menkul kıymetleri piyasasının etkin ve dürüst bir şekilde işlemesine yardımcı olarak maliyetlerin düşmesi için, ihalelerde kesin ve herkes tarafından baştan bilinen kuralları koyması gerekir (Bağcı, 2001: 59–60).

İhale yöntemi ile satışı yapılan iç borçlanma senetleri vadeleri dolmadan paraya dönüştürülemezler. Fakat gerekli görüldüğünde Hazine Müsteşarlığı tarafından erken ödemeye tabi tutulabilirler. Vadesi gelen senetlerin anapara ödemesi TCMB ve Ziraat Bankası şubeleri tarafından yapılır. Ödenmesi gereken tarihin üzerinden 10 yıl geçmesi halinde Hazine Müsteşarlığı lehine zamanaşımına uğrarlar (Gürler, 1998: 109).

Uygulamada 'Farklı Fiyat İhalesi' ve 'Tek Fiyat İhalesi' olmak üzere 2 farklı ihale yöntemi bulunmaktadır. Farklı fiyat ihalesi yönteminde alıcıların teklifleri en yüksek fiyattan en düşük fiyata (en düşük faizden en yüksek faize) doğru sıralanarak, belirlenen fiyatın üzerinde teklif veren alıcıların (optimum faiz oranından düşük teklif veren alıcıların) teklif ettikleri fiyattan ya da faiz oranından satım işlemi yapılır. İhaleye katılanlar aynı iç borçlanma senedini değişik fiyatlar ödeyerek satın almaktadırlar. Satış miktarı ise Merkez Bankası tarafından belirlenmektedir (Çakır, 1994: 8). Yatırımcılar da teklif ettikleri faiz oranı için gerçekçi teklifler vermek zorundadırlar. Çünkü optimum faiz oranından düşük bir faiz teklif ederlerse, daha az bir getiriye razı olmak zo-

²⁸ TCMB web sayfası, <http://www.tcmb.gov.tr/kutuphane/TURKCE/tezler/ercumentvardar.PDF> (06.5.2007).

²⁹ T.C Sayıştay Başkanlığı web sayfası, http://www.sayistay.gov.tr/rapor/hazine/islemler/2003/2003_Hazine_Islemleri_Raporu.doc (7.10.2007).

runda kalacaklar; optimum faiz oranından yüksek bir faiz teklif ederlerse ihaleden senet alamayacaklardır. Çoklu fiyat ihaleleri, piyasanın istikrarlı olduğu dönemlerde yatırımcılar arasındaki rekabeti artırdığından, ihaleyi düzenleyen kurum açısından avantajlı olmaktadır (Sayıştay Hazine İşlemleri Raporu, 2003: 62)³⁰.

Tek fiyat ihale yönteminde ise, ihaleye gelen fiyat teklifleri içerisinde Hazine Müsteşarlığı'nın borçlanma maliyetini minimize eden bir fiyatın belirlenmesi ve söz konusu fiyattan daha cazip teklif gönderen tüm katılımcıların almak istedikleri iç borçlanma senedi tutarını kendi teklif ettikleri fiyattan değil, Hazine'nin belirlediği tek fiyattan almaları şeklinde gerçekleşir. Bu sistemde teklifler en yüksekten en düşük fiyata doğru sıralanarak, ihalenin kesildiği fiyat tüm tekliflere uygulanır. İhaleyi kazanan tüm yatırımcılar en düşük fiyattan ödeme yapmaktadır (Sayıştay Hazine İşlemleri Raporu, 2003: 62). Bu yöntemde ihalenin sonuçlandığı nokta çok önemlidir. Çünkü bu noktadaki faiz oranı ve fiyat, daha düşük tüm tekliflere de uygulanacağından, Hazine Müsteşarlığı'nın toplam faiz yükü artacaktır. Bu nedenle bu noktada optimum faiz oranının tespiti yetkililere büyük görev düşmektedir. Tek fiyat ihale yöntemi, genellikle piyasada dalgalanmaların fazla olduğu dönemlerde kullanılmaktadır. Katılımcıların çekinmeden ihaleye katılmaları sağlanacağından dolayı yapılacak olan iç borçlanmalar kolaylaşmaktadır.

Farklı fiyat ihale yönteminde ihaleye katılanlar, tekliflerini belirlerken ihalede oluşan ortalama fiyatın çok ötesinde bir fiyat ödeme riski olduğu için, ihaleye katılan diğer yatırımcıların tekliflerini de göz önünde bulundurmaya zorundadırlar. Bu yüzden, teklif verenler piyasa araştırması yaparak kendi fiyat ve tekliflerini bu araştırma doğrultusunda ayarlarlar. Bunun sonucunda da teklif edilen fiyatlar katılanların ödemeyi düşündükleri gerçek fiyatı yansıtmamakta ve daha düşük fiyat ortalaması ortaya çıkmaktadır (Gürler, 1998: 105–106).

Tek fiyat ihale yönteminde ise ihalede kazananların hepsi verdiklerinin altında bir fiyat ödeyecekleri için ayrı bir piyasa araştırmasına gerek azalmaktadır (Gürler, 1998: 105–106). Böylece teklifleri tahmin etmek için bilirkişi gerekmediğinden bu konuda başarılı olamayanların da ihaleyi kazanma olasılıkları fazlalaşır ve ihaleye olan katılım artar. Bu durum ihaleye katılanların arasındaki olası işbirliğini azaltarak, daha

³⁰ T.C Sayıştay Başkanlığı web sayfası,
http://www.sayistay.gov.tr/rapor/hazine/islemler/2003/2003_Hazine_Islemleri_Raporu.doc (7.10.2007).

rekabetçi tekliflerin gelme olasılığını arttırır (Kaya, 1997: 9). Dolayısıyla, ilk bakışta tek fiyat ihale sistemiyle satışların ihaleyi düzenleyen kuruma daha düşük gelir sağlayacağı düşünülse de, iç borç senetlerine olan talep miktarının ihaleyi düzenleyen ödeyeceği yüksek faizi karşılayacak kadar artırılabilirdi durumlarda daha yüksek gelir elde edebilecektir (Gürler, 1998: 106).

Türkiye’de ihale yöntemi kısaca şu şekilde işlemektedir. Öncelikle Hazine Müsteşarlığı, her ayın başında o ay için hangi vade ve miktar aralığında borçlanmak istediğini ilan eder. Sonra bu programa uygun olarak, ihale gününde Hazine Müsteşarlığı’na borç vermek isteyenler, vermek istedikleri borç miktarını ve almak istedikleri faizi belirten yazılı tekliflerini teklif miktarının %1’i oranındaki bir teminat ile birlikte saat 12.00’ye kadar TCMB’na iletirler. Alınan teklifler TCMB tarafından kaydedilir ve bu bilgiyi içeren belge Hazine Müsteşarlığı’na gönderilir. Hazine Müsteşarlığı alınan teklifleri inceleyerek kararı ilan eder ve böylece ihale sonuçlanmış olur. İhale sonucu satılan senetler veya karşılık makbuzları 1–2 gün içinde alıcılarına teslim edilir. İhalede kazanamayanların teminatları ise aynı gün kendilerine iade edilir (Eğilmez, 2004: 81–82). İhaleyi kazananlar ihale gününü takip eden gün, yani vade başlangıcında, yatırımları gereken kalan tutarları yatırırlar.

2. Satışa Arz Yöntemi (TAP Yöntemi)

1 yıldan uzun vadeli iç borçlanma senetleri satışlarının, yüksek enflasyon nedeniyle normal ihale yöntemiyle yapılması çoğunlukla mümkün olmamaktadır. Bu nedenle ekonomik konjoktüre göre “Tapping” (Musluk Sistemi) adı altında iç borçlanmanın vadesini uzatmak ve faiz ödemelerinde biraz rahatlama sağlayabilmek için tercih edilen bir yöntemdir. Bu yöntemde devlet iç borçlanma senetleri daha önce belirlenmiş fiyatlardan TCMB aracılığı ile satışa sunulmaktadır.

Uygulamada, tap yöntemiyle satılan iç borçlanma senetlerinin oluşan değişken faizlerine, bu faizlerin %2 veya %5’i gibi ek bir faiz verilmesi şeklinde ortaya çıkmaktadır. Özellikle enflasyonda yükselme beklentisinin hakim olduğu dönemlerde, ek faiz borç veren açısından koruyucu bir görev yapmakta ve uzun vadeli senetleri çekici hale getirmektedir (Eğilmez, 2004: 78–79).

Hazine Müsteşarlığı, Tap satışlarında senetlerin satışa sunulmuş dönemini belirleyerek, yatırımcıların istedikleri zaman satın alabilecekleri uzun vadeli değişken faizli iç borçlanma senetlerini TCMB'na depolamaktadır. Satışa Hazine Müsteşarlığı tarafından izin verildiği sürece herkes bu senetleri almak için TCMB'na başvurabilmektedir. Yatırımcılar TCMB'ndan alana kadar bu senetlerin mülkiyeti Hazine Müsteşarlığı'na aittir. TCMB, Tap satışları süresince sadece aracı ve depolayıcı görevini görmektedir. Bu iç borçlanma senetlerine 3 ay, 6 ay veya yılda bir faiz ödenebilmekte, vadeleri ise 2 ile 5 yıl arasında değişmektedir. Faizler genellikle geçmişte yapılan Hazine ihalelerine, döviz ya da TEFİ'e endekslidir (DPT Özel İhtisas Komisyonu Raporu, 2001: 100; Seyhan, 2001: 42).

Bu iç borçlanma senetlerinin getirilerinin, faiz oranlarının geçmiş hareketleriyle bağlantılı olması senetleri yatırımcılar için cazip bir yatırım aracı haline getirmektedir. Sabit faizli bir devlet iç borçlanma senedi, piyasa faiz oranlarının yüksek olduğu dönemlerde yatırımcının vade sonuna kadar zarar etme riskini, faiz oranlarının düşük olduğu dönemlerde ise devlet açısından yüksek faiz ödeme riskini getirebilmektedir. Kupon ödeme tarihlerinde faiz oranının yeniden belirlenmesi her iki tarafın da riskini ortadan kaldırmaktadır (Kaya, 1997: 14). Bu yöntemin diğer önemli bir yararı da, ihale gününü beklemeye gerek kalmaksızın her an satın alınabilecek tahvillerin bulunmasıdır.

Ancak uzun vadeli değişken faizli senetlere olan talep çeşitli nedenlerle olumsuz etkilenmektedir. Bu nedenler arasında; faizlerin rekabetçi bir ortamda belirlenmemesi, satış tanıtım işlemlerinin yapılmaması, yatırımcıların bu senetleri elde etmesi konusunda operasyonel kolaylıkların bulunmayışı ve en önemlisi senetlerin ikincil piyasada işlem görmemesidir (Bağcı, 2001: 61).

Çakır'a göre (1997: 20), tap satışlarında başarılı olabilmek için birincil ve ikincil piyasada oluşan faiz oranları yakından takip edilerek, senetlerin getirileri ona göre ayarlanmalıdır. Böylece piyasada yüksek faiz oranı beklentisi olduğunda verilen faiz oranı yükseltilecek talepte süreklilik sağlanabilir veya tersi durumda, faiz oranları düşme eğiliminde iken yeni tap satışları piyasa faizi düzeyinde faizlerle yapılarak maliyet azaltma yoluna gidilebilir.

Senetlerin basım işlemleri, satışların sona ermesinden sonra gerçekleştirilir. Senetler, vadeleri dolmadan paraya dönüştürülemezler. Vadesi gelen senetler TCMB ve

Ziraat Bankası tarafından ödenir. Ödenmeleri gerektiği tarihten itibaren kupon faizleri 5 yıl, anaparaları ise 10 yıl sonra Hazine Müsteşarlığı lehine zamanaşımına uğrar. Senetler, kamu kurumlarının yapacakları ihale ve sözleşmelerde nominal değerleri üzerinden teminat olarak kabul edilirler. Teminatın irad kaydedilmesine karar verilmesi halinde, karar tarihinden önceki döneme ait faiz bedelleri senet sahiplerine aittir (Gürler, 1998: 111).

3. Halka Arz Yöntemi

Hazine Müsteşarlığı, iç borçlanma senetlerini devlet bankaları ve TCMB aracılığı ile doğrudan halka da satabilmektedir. Özellikle enflasyonist baskıların yaşandığı dönemlerde satın alma gücünün fazlalığını piyasadan çekebilmek ve ihalelerde oluşan yüksek faizleri dengelemek için bu yöntem kullanılmaktadır.

Bu yöntemle satılan iç borçlanma senetleri, uzun vadeli ve dövize endeksli senetlerdir. Senetlerin miktar, faiz ve satış süresi Hazine Müsteşarlığı tarafından belirlenir. Satış, TCMB tarafından takip edilerek, sonuçlar Hazine Müsteşarlığı'na bir rapor halinde bildirilir. Hazine Müsteşarlığı, bankalara sattıkları miktarların satış hasılatları üzerinden belli bir komisyon öder. Bankalar, satamadıkları miktarları Hazine Müsteşarlığı'na iade edebilmektedirler. Etkin bir piyasa araştırması yapılarak senet ihracına gidilmesi gerekir. Aksi durumda senetlerin satılamaması durumuyla karşı karşıya kalınabilir (Gürler, 1998: 112).

Halka satış yönteminin daha başarılı olmasını engelleyen durumlar vardır. Menkul kıymetlerin kaydi olarak tutulmaması, hem kamuya daha fazla işlem maliyeti yüklemekte, hem de bu menkul kıymetlerin ikinci elde işlem görmesini engellemektedir. Bankalar, kamu ile aynı fonları talep ettiklerinden bu senetlerin doğrudan halka arzında devlet ile bankalar arasında çatışma söz konusudur. Yani banka mevduatının vadeleri ile borçlanma vadeleri çakışmaktadır. Dağıtım kanallarının rekabetçi olması bu satışın daha kolay olmasını sağlayacaktır. Bu rekabet ise, aracı kurumların da bu işle görevlendirilmesi ile arttırılabilir (Bağcı, 2001: 61).

Halka satış yönteminin devletin borç bulmasında etkin bir şekilde kullanılabilir bir araç olabilmesi için yaygın bir satış ağının kullanılmasının yanında fon sahiplerini tatmin edecek bir faiz oranının önerilmesi, faiz oranlarındaki oynamalara paralel olarak

fiyatlarının değiştirilmesi ve piyasanın iyi bir şekilde gözlemlenmesi gerekmektedir (Bağcı, 2001: 193).

4. Özel Amaçlı Satışlar

ÖTDT olarak nitelendirilen senetlerin satışı özel amaçlı satıştır. Senetlerin satışı mali yıl Bütçe Kanunu'nun Hazine Müsteşarlığı'na verdiği yetkiye dayanılarak, borçlanma limitleri dışında da bağlı olunan bakanın teklifiyle Başbakanın onayı alınarak yapılmaktadır.

Türkiye'de kullanılmayan bu teknikte genel olarak kurumsal yatırımcıların veya bankaların ihtiyaçları doğrultusunda tasarlanan senetler satışa sunulmaktadır. Devlet iç borçlanma senetlerine ilişkin olarak piyasaların yeni gelişmekte olduğu durumlarda borç yöneticileri özel amaçlı satışları kullanmayı tercih edebilirler. Bu durumda ihraç edilecek senetlerin miktar, vade, getiri gibi özellikleri tüm finansal kurumlar veya bir bir yatırımcılarla görüşmek suretiyle onların isteklerine uygun olarak belirlenir ve ihraç edilir. Eğer ikincil piyasaların geliştirilmesi iç borç yöneticisi için öncelikli bir amaç ise, senetlerin yatırımcıların istekleri doğrultusunda tasarlanması sebebiyle bu satış tekniği iç borç yönetimi tarafından tercih edilebilir (Seyhan, 2001: 43).

Çakır'a göre (1997: 20), Hazine Müsteşarlığı'nın büyük miktarda senet satımına ihtiyaç duyması halinde Hazine, büyük bankalar ve holdinglerle anlaşarak bu kurumların gereksinmelerine göre ihraç edilecek senedin özelliklerini belirlemek suretiyle bu satış tekniğini tercih edebilir. Böylece Hazine Müsteşarlığı, diğer borçlanma tekniklerinin yanı sıra yeni bir borçlanma senedine kavuşmuş olur. Nitekim ihalelerde bir talep düşüklüğü durumuyla karşılaştıldığında bu teknikten yararlanmanın faydası olacaktır.

C) İÇ BORÇLANMA SENETLERİNİN İŞLEM GÖRDÜĞÜ PİYASALAR VE PİYASA YAPICILIğI SİSTEMİ

İç borçlanma senetlerinin ihracı sırasında oluşacak faizlerin ve kamu kesimi açıklarının finansmanında kullanılabilecek fonların miktarını belirleyen önemli unsurlardan birisi de senetlerin işlem gördüğü piyasaların çeşitliliği ve derinliğidir.

İç borçlanma senetlerinin işlem gördüğü piyasalar birincil piyasalar ve ikincil piyasalar olmak üzere ikiye ayrılmaktadır. Birincil piyasalar (primary bond market) bono ve tahvillerin piyasaya ilk defa arz edildiği piyasalardır. İkincil piyasalar

(secondary bond market) ise birincil piyasaya çıkan hazine bonosu ve devlet tahvilinin ihale sonrası bu piyasada alınıp satılmaya başlanmasıdır.

Yatırımcılar portföylerinde buldukları iç borçlanma senetlerini vade sonuna kadar ellerinde tutabilecekleri gibi vade bitiminden daha önce bu senetleri satarak veya repo³¹ işlemiyle nakit ihtiyaçlarını kesin veya geçici bir süre için giderebilirler.

1. Birincil Piyasalar

Birincil piyasada iç borçlanma senetleri tüm yurtiçi gerçek ve tüzel kişilere, TAP satışta piyasa yapıcısı bankalara, halka arzda piyasa yapıcısı bankalar aracılığı ile halka ve özel tertip kıymet ihracı ile kamu bankaları ve kamu kurumlarına ihraç edilebilirler (Vardar, 2007: 68)³².

Etkin birincil piyasalar için iç borçlanma senetleri ihraçlarının düzenli ihalelerle gerçekleştirilmesi, ölçüt senet ihraçlarının yapılması³³, kamu kurumlarının senet ihalelerindeki önceliklerin azaltılması ve rekabetçi ortamın artırılması, daha şeffaf bir iç borç yönetim çerçevesinin oluşturulması, piyasa yapıcılığı sisteminin geliştirilmesi iç borç yöneticilerinin borç yönetimi ilkeleri arasında yer almıştır (Pehlivan, 2003: 386).

2. İkincil Piyasalar

İkincil piyasaların temel fonksiyonları ilgili menkul kıymete likidite kazandırmak, bir fiyat üretmek, birincil piyasada ihraç edilen menkul kıymetleri alanlara bunları tekrar satmak, söz konusu senetleri birincil piyasadan ihraç sırasında alamamış olanlara da bu senetleri her an alabilme olanağı sunmaktır. Hazine Müsteşarlığı, ikincil piyasada üretilen faiz oranlarına bakarak, ne kadar menkul kıymeti hangi fiyattan satabileceğini doğru olarak tahmin edebilir. Yatırımcılar da likidite kazanan menkul kıymetlere daha fazla talep gösterirler (Bağcı, 2001: 231; Gürler, 1998: 115).

³¹ Repo: Belli bir tarihte belli bir fiyattan geri satın alma taahhüdü ile menkul kıymet satarak nakit temin etme yöntemidir. Söz konusu işlem karşı taraf açısından ters repo olarak adlandırılmaktadır. 1980'li yıllardan itibaren T.C Merkez Bankası ve bankalar arasında reponun kullanılmasına izin verilmiş fakat özel kişiler, kuruluşlar ve bankalar arasında da kullanılmıştır (Kaya, 1997: 21).

³² TCMB web sayfası, <http://www.tcmb.gov.tr/kutuphane/TURKCE/tezler/ercumentvardar.PDF> (06.5.2007).

³³ Ölçüt senet ihraçları; piyasa yapıcıların kotasyon vermekle yükümlü olduğu, Hazine Müsteşarlığı tarafından senedin toplam ihraç miktarı, vadesi ve ikincil piyasalardaki işlem hacminin belirlendiği ihraçlardır.

İç borçlanma senetlerinin fiyatlarının en uygun şekilde belirlenebilmesi açısından ikincil piyasaların etkinliği, derinliği ve likiditesi önemli olmaktadır. Bu yüzden iç borç yönetiminden sorumlu kurumlar, iç borç yönetiminde etkinliği artırmak amacıyla, ikincil piyasaları geliştirmeyi öncelikli amaç olarak belirlemelidirler.

Etkin bir ikincil piyasanın varlığı, iç borçlanma senetleri ihalelerinin ve halka satışlarının aksatılmadan sürdürülmesi ile mümkündür. Bunu sağlamanın yolu ise, ihraç edilecek senetlerin vadesi, ne zaman satılacağı, getirileri gibi konularda alıcıların aydınlatılması gerekmektedir.

Bilindiği üzere iç borçlanma senetlerinin en önemli alıcısı bankacılık kesimidir. Bankaların kaynaklarını yoğun olarak devlet iç borçlanma senetlerine yönlendirmeleri, özel sektöre gidecek kredilerin azalması sonucunu beraberinde getirmektedir. Bankaların var olan hakimiyetini kırmanın yolu iyi işleyen bir ikincil piyasanın oluşturulması ile mümkündür.

İkincil piyasaların gelişebilmesi için kurumsal, vergisel, idari ve yönetsel yapıların bir arada bulunması gerekmektedir. Etkin bir ikincil piyasa için, çok sayıda piyasa katılımcısının bulunması şarttır.

İkincil piyasaların gelişmişliğinin iç borç yönetimi açısından önemi yatırımcıların farklı kimliklerinin olması yani bir derinliğe sahip olmasıdır. Eğer yatırımcıların çoğu ev halkından oluşuyor ise iç borçlanma senetlerinin diğer senetler gibi düzenlenmiş veya düzenlenmemiş tezgah üstü piyasalarda işlem görmeleri iç borç yönetimi için yeterli olabilir. Ancak yatırımcıların büyük kısmının kurumsal yatırımcılardan oluşması durumunda bu kuruluşlar portföylerinin büyük kısmı için piyasada işlem yapmak isteyebilirler. Bu durumda gerek yapılacak yeni borçlanmaların başarıya ulaşması gerekse devletin uzun dönemde piyasalara girişte sürekliliğini sağlama amacına ulaşmada iç borç yönetimi için büyük önem arz etmektedir (Çakır, 1997: 37).

Gelişmiş bir ikincil piyasanın varlığı halinde iç borç yönetimi amaçlarından olan devletin borçlanma ihtiyacının karşılanması, en uygun koşullarla borçlanması, devlet borç operasyonlarının piyasalar üzerindeki istenmeyen etkilerini minimuma indirme, senetlerin yatırımcı tabanını genişletme amaçlarına ulaşmada kolaylıklar sağlamaktadır (Çakır, 1997: 38). Öte yandan ikincil piyasada oluşacak faiz oranı ve vade süresi borcun çevrilebilmesinde önemli birer göstergeler olacaktır.

İyi işleyen bir ikincil piyasanın varlığı uzun vadeli iç borçlanma senetlerine olan talebi arttırır. Şöyle ki; kısa vadeler bazı piyasa katılımcıları için uzun gelmekte, vadelerdeki bu uyumsuzluk ikincil piyasalarda bankalar ve aracı kurumlar vasıtasıyla giderilmektedir (Bağcı, 2001: 81).

Türkiye’de İkincil piyasanın geliştirilmesinde atılan önemli adımlardan birisi 17 Haziran 1991 yılında İstanbul Menkul Kıymetler Borsası (İMKB) bünyesinde “Tahvil ve Bono Piyasası”nın kurulmasıdır. Hisse senedi dışındaki menkul kıymetlerin ikinci el piyasa işlemlerinin organize bir şekilde bütün alıcı ve satıcıları bir araya getirerek gerçekleşmesini sağlamak amacıyla daha rekabetçi bir piyasanın kurulmasıyla birlikte likidite, rekabet ve şeffaflığın arttırılması, bilgi akışının hızlandırılması ve yatırımcının korunması amaçlanmıştır (Gürler, 1998: 115). Piyasada ilk aşamada işlemler hazine bonosu ve devlet tahvilleri ile başlamış, daha sonra İMKB’ına kote edilen özel sektör tahvilleri ile dövizde endeksli gelir ortaklığı senetleri ve tahvillerde dahil edilmiştir. Söz konusu piyasanın kurulması, işlemlerin daha hızlı ve düşük maliyetle gerçekleştirilmesine imkan vermiştir.

Tahvil ve bono piyasasından senet alım ve satımları İMKB’nın yetki verdiği bankalar ve aracı kurumlar tarafından yapılmaktadır. Yatırımcılar işlem yapmak istediklerinde borsanın yetki verdikleri kuruluşların menkul kıymetler merkezine giderek veya telefonla arayarak emirlerini verebilmektedirler. Borsanın elemanı gelen emirleri bilgisayara girmektedir. Bilgiler Reuters ve Telerate gibi bilgi dağıtım kurumlarının ekranları vasıtasıyla yatırımcılara bildirilmektedir. Ancak en iyi emir dışındaki emirlerin kime ait olduğu yatırımcılar tarafından bilinmemektedir. Böylece yatırımcılar daha hızlı ve daha düşük maliyetle alım satım yapma, bir çok yeri arayarak emirlerini piyasaya ileterek piyasadaki en iyi fiyattan işlemlerini gerçekleştirme imkanına sahip olmaktadır (Kaya, 1997: 20; Bağcı, 2001: 249–250).

Emirler gerçekleştiğinde, İMKB tarafları bilgilendirmektedir. Taraflar böylece kiminle işlem yaptıklarını öğrenmektedirler. Daha sonra anlaşılan tarihte takas yükümlülüğü yerine getirilmektedir (Bağcı, 2001: 250).

Ayrıca tezgah üstü piyasa olarak adlandırılan, bankaların müşterileri veya diğer bankalar ile bireysel olarak işlem yaptıkları merkezi olmayan piyasa da Türkiye’de ikincil piyasalar arasında yer almaktadır. Bu piyasa, araştırma işlem ve maliyetlerinin

yüksekliği, merkezi bir takas kurumunun bulunmayışı ve bu piyasanın bireysel yatırımcıya uygun olmayışı gibi nedenlerle merkezi bir borsadan daha az etkilidir (Bağcı, 2001: 265).

İkincil piyasanın geliştirilmesine ilişkin olarak Sermaye Piyasası Kurulu (SPK)'nın 31 Temmuz 1992 yılında yayımlanan “Menkul Kıymetlerin Geri Alma veya Satma Taahhüdü ile Alım Satımı Hakkında” ki tebliği ile repo işlemlerine yasal bir boyut kazandırılmıştır (Kaya, 1997: 21). SPK tebliğleriyle yatırım fonları ve ortaklıklarının portföyleriyle ilgili olarak yapacakları işlemlerin İMKB’de yapılması zorunluluğu getirilmiş, 17 Şubat 1993 yılında da Tahvil ve Bono Piyasası bünyesinde “Repo-Ters Repo Pazarı” oluşturularak faaliyete geçirilmiştir (Çakır, 1994: 42). Gayrimenkul Sertifikaları Pazarı ise 3 Haziran 1996 yılında faaliyete geçmiştir (Vurucu-Demir, 2004: 121).

Repo-Ters Repo Pazarı’nda işlemler, belirli başlangıç ve bitiş vadeleri için belirli bir orandan YTL alış satışı şekline gerçekleşir. İşlem karşılığı teminat olarak verilebilecek devlet tahvilleri ve hazine bonoları, İMKB tarafından fiyatlanarak işlemin vade sonuna kadar Takasbank’ta bloke edilmektedir (Çakır, 1994: 43).

Repo-Ters Repo Pazarı ile Kesin Alım Satım Pazarı’nda işlem yapmaya yetkili kuruluşların temsilcilerinin sisteme elektronik olarak gönderdikleri alış emirleri en yüksek fiyattan en düşüğe doğru, satış emirleri ise en düşük fiyattan en yükseğe doğru sıralanır. Aynı fiyatlı emirlerde zaman önceliği geçerli olup, ilk sırada yer alış emrinin fiyatı, ilk sırada yer alan satış emrinin fiyatına eşit veya daha yüksekse işlem otomatik olarak gerçekleşir. İşleme ilişkin teyit formu da taraflara anında gönderilir (Vardar, 2007: 81–82)³⁴.

Repo-Ters Repo Pazarı ile Kesin Alım Satım Pazarı’nda bilgisayar tarafından belirlenen alımda en düşük oranlı (ters repo işlemlerinde en yüksek oranlı), satımda en yüksek oranlı (ters repo işlemlerinde en düşük oranlı) emirler veri dağıtım firmaları aracılığı ile anında üyelere iletilir. İşlemler gerçekleştikçe mevcut sıradaki en iyi emirler otomatik olarak en üst sıraya geçer (Vardar, 2007: 82).

³⁴ TCMB web sayfası, <http://www.tcmb.gov.tr/kutuphane/TURKCE/tezler/ercumentvardar.PDF> (06.5.2007).

Repo ve ters repo işlemleriyle yatırımcılar kısa dönemli nakit fazlalarını değerlendirebilme imkânı bulmakta veya kısa vadeli fon ihtiyaçlarını karşılayabilmektedirler. Yatırımcılar repo anlaşmaları ile piyasada istenildiği anda nakde çevrilebilme olanağına sahip oldukları için iç borçlanma senetlerinin daha kolay el değiştirebilmesi yani likidite kazanması sağlanmıştır (Kaya, 1997: 21).

Hazine Müsteşarlığı 1997 yılında ikincil piyasalarda likiditenin artırılması amacıyla kuponlu senetler için STRIP uygulamasına geçmiştir. STRIP uygulaması, bir senedin anapara ve kupon ödemelerinin ayrıştırılarak ikincil piyasalarda işlem görmesidir. STRIP uygulaması özellikle ikincil piyasa işlem hacmi düşük olan TÜFE'ye endeksli kuponlu iç borçlanma senetleri için başlatılmış, daha sonra tüm kuponlu senetler dahil edilmiştir (Pehlivan, 2003: 15).

İkincil piyasaların diğer önemli bir unsuru da menkul kıymetler için fiyat/oran oluşturmak ve bunu bütün piyasa katılımcılarına ulaştırmaktır. Bu fiyat ve oranlar yapılan işlemler için referans olup, belli bir andaki varlıkların değerlemesinde kullanılmaktadır. Ayrıca yeni yapılacak ihraçların fiyatlamasında kullanılacak en önemli bilgiyi oluşturmaktadır (Seyhan, 2001: 61).

3. Piyasa Yapıcılığı Sistemi

Sitemin amacı, Hazine Müsteşarlığı tarafından belirlenen kriterlere göre piyasa temsilcisi olarak seçilen bankalar aracılığıyla, iç borçlanma senetlerinin birincil ve ikincil piyasalarında etkinliğin sağlanmasıdır. Hazine ihalelerinde piyasa yapıcılığı görevi üstlenen bankalara bir takım ayrıcalıklar tanınarak, Hazine ihalelerine aktif katılım, ikincil piyasalarda iç borçlanma senetlerinin likiditesini sağlamak gibi yükümlülükler verilmektedir.

Piyasa yapıcılığı sistemi çerçevesinde Hazine Müsteşarlığı'nın birincil piyasada belli bir satım garantisi sağlayarak borç çevirme riskini azaltması, yeni borçlanma araçlarının geliştirilmesi, ikincil piyasada işlem hacminin artırılması ve iç borçlanma senetleri fiyat dalgalanmalarının azaltılması sağlanmaya çalışılmaktadır. Yani iç borçlanma senetlerinin alım ve satımı daha kolay ve cazip hale getirilmektedir. Böylece iç borçlanma senetleri piyasalarında sürekli alıcı ve satıcı bankaların bulunması ile iç borçlanma senetlerine olan talep artırılarak yatırımcı tabanı genişletilmeye çalışılmaktadır.

Piyasa yapıcılığı sisteminin, borç yönetiminde ve mali piyasalarda etkinliğin artırılması yönünde olumlu bir katkı sağladığı düşünülmektedir. Etkin bir piyasa yapıcılığı sisteminin uygulanabilmesi için öncelikle bir takım ön şartların piyasada sağlanması gerekmekte ve piyasa yapıcılığı sisteminin piyasa koşullarına uygun ve piyasa ihtiyaçlarını karşılayabilecek nitelikte oluşturulması gerekmektedir.

Piyasa yapıcılığı sisteminin devlet iç borçlanma senetleri piyasalarının gelişmesine katkıda bulunabilmesi için, piyasa gereksinimlerini karşılayacak şekilde oluşturulması gerekmektedir. Etkin devlet borçlanma senetleri piyasalarının oluşturulabilmesi için; güvenilir ve istikrarlı bir hükümet, uygun maliye ve para politikaları, etkin hukuk, yapısal ve vergi uygulamalarının söz konusu olduğu, rekabetçi katılımların yer aldığı finansal sistem gibi bir takım ön şartların varlığını gerektirmektedir (Oskay, 2007: 3)³⁵.

Türkiye’de piyasa yapıcılığı sistemi ilk kez Mayıs 2000’de uygulanmaya başlanmıştır. Sistemin uygulanmaya başlanması ile birlikte, piyasadaki iç borçlanma senetleri ihraç sayısının azaltılması, alıcı ve satıcıların söz konusu az sayıdaki ihraçlara yoğunlaşması ve dolayısıyla likiditenin artarak tüm vadelere yayılmasına ağırlık verilmiştir (Bor, 2003: 50).

Ancak Kasım 2000 ve Şubat 2001 döneminde yaşanan finansal krizler nedeniyle Mayıs 2001’de uygulamasına son verilmiştir. İlk uygulamada elde edilen deneyimlere göre sistemin esasları yeniden gözden geçirilerek Eylül 2002 yılından itibaren tekrar faaliyete geçirilmiştir (Oskay, 2007: 2). İç borç servisinin dönemler arası dengeli dağılımını sağlamak ve iç borç stokunun vadesini uzatmak amacıyla devlet iç borçlanma senetleri değişim işlemlerine devam edilmiştir. Bu çerçevede, 3 adet değişim ihalesi yapılarak net 2,5 katrilyon TL’lik devlet iç borçlanma senedi ihraç edilmiş; piyasa yapıcılığı sistemi çerçevesinde de ihale sonrasında net 2,6 katrilyon TL tutarında devlet iç borçlanma senedi değiştirilmiştir (Hazine Faaliyet Raporu, 2005: 10)³⁶.

Bu sistem, uygun şartları taşıyan bankalarla Hazine Müsteşarlığı arasında yıllık olarak imzalanan bir sözleşmeye dayanmaktadır. Yapılan sözleşme gereği piyasa yapıcı, ihalelerde rekabetçi olmayan teklif ve iç borçlanma senetleri için değişim teklifi verebilmekte ve bunlara ihale sonrası satış yapılabilir. Piyasa yapıcı, ihalelere teminatsız katılmakta, ancak, her piyasa yapıcı

³⁵ Konya Ticaret Odası web sayfası, <http://www.kto.org.tr/tr/dergi/dergiyazioku.asp?yno=1010&ano=72> (16.10.2007).

³⁶ T.C Başbakanlık Hazine Müsteşarlığı web sayfası, http://www.hazine.gov.tr/duyuru/rapor/faaliyet_raporu_2004.pdf (19.01.2007).

aylık asgari %3 olmak üzere her üç aylık dönemde, birincil piyasada Müsteşarlık tarafından ihale yoluyla ihracı programlanan veya ihraç edilen iç borçlanma senetlerinin net tutar olarak en az % 5'ini almakla yükümlüdür. Ayrıca ikincil piyasada sürekli olarak çift taraflı kotasyon vermek zordur. 2005 yılında piyasa yapıcı bankaların ihale alımları, %90'lar seviyesindedir. 2005–2006 döneminde, bir önceki dönemde anlaşma yapılan 12 bankayla³⁷ tekrar piyasa yapıcılığı sözleşmesi imzalanmıştır (Sayıştay Hazine İşlemleri Raporu, 2005: 95–96)³⁸.

IV) DÖNEMLER İTİBARIYLA İÇ BORÇLAR ÜZERİNDE ETKİLİ OLAN POLİTİKALAR

Türkiye’de iç borçların gelişimine bakıldığı zaman Cumhuriyet’in ilk yıllarından itibaren 1985 yılına kadar iç borçlar nadiren başvurulmuş bir finansman kaynağı olmuş, daha çok dış borçlara ve TCMB kaynaklarına başvurulmuştur.

Borçlanma açısından 1982 Meksika Krizi, dönüm noktası olmuş, kriz kısa sürede Dünya Borç Krizine dönüşmüştür. Krizle birlikte IMF ve Dünya Bankası gibi uluslararası mali kuruluşlar tarafından finansman kaynakları yakın takibe alınmıştır. Söz konusu krizle birlikte bütçe açıklarının dış borçlanma ile finansmanı imkansız hale gelmiştir. Çünkü hem uluslararası piyasalardan hem de uluslararası kurumlardan finansman için yeterli kaynak bulma imkanı kalmamıştır.

Türkiye’de söz konusu dönemde vergi kanunlarının değişmesi ile birlikte sermaye birikiminin oluşturulması için önlemler alınması ve kalkınmada kamu kesiminin değil özel kesimin olması gerektiği ve ekonomide serbest rekabet şartlarının oluşturulması hedeflenmiştir.

1983 yılından sonra bütçe tekniklerinin değişmesi ile bazı genel bütçe gelirlerinin yerel yönetimlere devredilmesi, bütçe dışı fonların oluşturulmasıyla başlayan Hazine Müsteşarlığı’nın Maliye Bakanlığı’ndan ayrılması ve ihracatın ön plana çıkartılması için sağlanan yeni vergi muafiyetleri, bütçe açıklarının artmasına sebep olmuş ve 1985

³⁷ Bu bankalar şunlardır: Akbank T.A.Ş., Deutsche Bank A.Ş., Finansbank A.Ş., HSBC Bank A.Ş., Oyakbank A.Ş., T.C. Ziraat Bankası A.Ş., T. Dış Ticaret Bankası A.Ş., T. Garanti Bankası A.Ş., T. Halk Bankası A.Ş., T. İş Bankası A.Ş., T. Vakıflar Bankası T.A.O., Yapı ve Kredi Bankası A.Ş (Sayıştay Hazine İşlemleri Raporu, 2005: 95-96).

³⁸ T.C Sayıştay Başkanlığı web sayfası, http://www.sayistay.gov.tr/rapor/hazine/islemler/2005/2005_Hazine_Islemleri_Raporu.doc (19.02.2007).

yılından itibaren bütçe açıklarının iç borçlanma ile finansmanına ağırlık verilmeye başlanmıştır.

Uygulanan ekonomik politikalar ve siyasi tercihlere bağlı olarak iç borç stokunun yapısı ve hacmi hızlı bir şekilde değişmiştir. Günümüzde iç borçlanma bütçe açıklarının finansmanında önemli bir finansman kaynağı haline gelmiştir.

İç borçların her yıl artma eğiliminde olması nedeniyle iç borçların yönetimi büyük bir önem taşımaktadır. Türkiye’de kamu iç borçlanmasını Hazine Müsteşarlığı dışında birçok kamu kurumunun kendi kuruluş kanunlarına dayanarak yaptığı görülmektedir. Bu durum ise kamu borç yönetimini ve kurumsallaşmasını engellemektedir.

Hazine Müsteşarlığı tarafından gerek olağan gerekse olağanüstü iç borç yönetimi işlemlerinin planlı, programlı ve bilimsel esaslara dayalı uygulamalar ile gerçekleştirilmesi gerekmektedir. 1985 yılından itibaren ağırlıklı olarak iç piyasalardan borçlanma yoluna gidilmesi ile birlikte edinilen kaynakların en etkin bir şekilde değerlendirilmesi için iç borç yönetim tekniklerinin geliştirilmesinin büyük bir önemi vardır. İç piyasalarda etkinliğin sağlanması amacıyla vadesi gelen borçların faizleriyle birlikte ödenmesi ve kaynakların etkin kullanım bilinci içinde etkin bir iç borç yönetiminin sürdürülmesi şarttır.

Bu çerçevede öncelikle 1980 öncesi döneme ilişkin iç borçların gelişiminin kısa değerlendirilmesi yapılacaktır. Bu döneme değinilmesinden güdülen amaç, 1980 sonrasında Türkiye’de iç borçlanma politikalarında ne gibi değişimler meydana geldiğinin belirlenmesi ve borçlanmada gelinen noktanın daha iyi anlaşılması açısından yararlı olacaktır. 1980 sonrası süreç ise onar yıllık dönemler itibariyle değerlendirilecektir.

A) 1980 ÖNCESİ DÖNEM

Türkiye’de 1980 öncesi dönemde sermaye piyasasının yeterince gelişmemiş olması nedeniyle tasarruf sahipleri yeterince bilgi sahibi olmadıkları iç borçlanma senetlerini satın alma konusunda ilgisiz davranmışlardır. Aslında bu ilgisizliğin temel nedeni, iç borçlanma senetlerinin enflasyon yüzünden zamanla değer yitirmesi ve zarara uğramalarıdır. Kuşkusuz tasarruf sahiplerinin birikimlerinin yetersiz olmasının etkisi de büyüktür. Bu nedenle kişilerden gönüllü borçlanmalar da yetersiz kalmıştır.

Söz konusu dönemde iç borçlanmalar, gönüllü borçlanmadan çok, TCMB ve ticari banka kaynaklarından zorlayışlı borçlanmalar şeklinde yapılmıştır. Devlet, finansman ihtiyacını gidermek için, kanuni zorunlulukla banka ve Sosyal Güvenlik Kurumları'na iç borçlanma senetlerini satarak, Sosyal Güvenlik Kurumları'nın birikimlerinin erimesine neden olmaktadır. Böylece devletin iç borç yükünde azalma sağlanmış olmaktadır.

Cumhuriyet döneminin ilk iç borçlanmasına, 1933 yılında Fevzipaşa-Diyarbakır Demiryolu'nun yapımı için gidilmiştir. Daha sonra ise bu borçlanmayı 1934 yılında Sivas-Erzurum Demiryolu'nun, 1941 yılında da Diyarbakır'dan İran-Irak sınırına kadar olan Demiryolu'nun yapımı için yapılan iç borçlanmalar takip etmiştir (Şen vd., 2007b: 246).

İkramiyeli 1938 istikrazı, Osmanlı İmparatorluğu döneminde yapılan ilk iç borçlanmanın konversiyonu için çıkarılan bir istikrazdır. Bu istikraz ile 1918 sayılı istikraz tahvilleri, 1938 sayılı istikraz tahvillerine çevrilmiş, ödenmesi 1958 yılında son bulmuştur (Gürler, 1998: 119). T.C. Hükümeti Osmanlı döneminden kalan borç bakiyelerini temizlemeye önem vermiş ve 1940'ların başlarından itibaren Düyun-u Umumiye borçları tamamıyla ödenerek kapanmıştır (Bor, 2003: 83).

Türkiye, İkinci Dünya Savaşına katılmamasına rağmen bu savaşın etkilerini hissetmiş, savaşın getirdiği koşullar ve dünya ekonomisinin içinde bulunduğu ağır şartlar kamu harcamalarının özellikle de savunma harcamalarının artmasına neden olmuştur. Savunma harcamalarının büyüklüğü karşısında Merkez Bankası kaynaklarına yönelinerek ilk kez KVA uygulamasına başvurulmuştur.

Yaşanan bu gelişmeler karşısında Hazine Müsteşarlığı'nın Merkez Bankası'ndan kredi alımını kolaylaştırmak için de TCMB Kanunu'nda değişikliğe gidilerek, Mayıs 1940 yılında çıkarılan 3850 sayılı kanunla Hükümete 'olağanüstü dönemlerde başvurmak ve geçici olmak' kaydıyla 250 milyon TL'ye kadar avans alma hakkı tanınmıştır (Şen, 2004: 61). Alınan KVA'a, 1940 yılında İngiltere'den sağlanan altınlar karşılık olarak gösterilmiştir. Karşılık işlemi Eylül 1946'da yapılan devalüasyona kadar sürmüş, devalüasyon sonucu TCMB'ndeki altınların artan değer farkı, KVA hesabına mahsup edilerek kapatılmıştır. Bu uygulama, Cumhuriyet döneminde hükümlerlik hakkının

kullanımının ilk örneğini teşkil etmiştir. 3850 sayılı Kanun, 1947 yılı Bütçe kanunu'na eklenen bir madde ile yürürlükten kaldırılmıştır (Şen, 2004: 61)³⁹.

1942 yılında, İkinci Dünya Savaşı nedeni ile artan milli savunma harcamalarını karşılamak üzere 4275 sayılı Kanunun verdiği yetkiye dayanılarak Milli Savunma İstikrazı yapılmıştır (Bor, 2003: 83). 1946 yılında ekonomik kalkınmaya yönelik olarak yatırımların finansmanı için Kalkınma İstikrazı yapılmış, ancak söz konusu istikraz kalkınma amaçlı olmakla birlikte daha çok 1946–1947 yıllarındaki bütçe açıklarının finansmanında kullanılmıştır (Gürler, 1998: 119).

1947 yılında önceki yıllarda ihraç edilmiş olan hazine bonolarının konsolidasyonu amacıyla 1947 tarihli 5072 sayılı Kanunla, 4060 sayılı Kanun hükümlerine göre çıkarılan hazine bonolarının yerine tahvil verilmesi kararlaştırılmıştır. Başka bir deyişle, banka, şirket ve diğer kurumların ellerindeki kısa vadeli bonoları uzun vadeli tahvillerle değiştirmeleri şartı getirilmiştir (Gürler, 1998: 119). Aynı yıl 1945 tarihli “Çiftçiyi Topraklandırma Kanunu” ile kamulaştırılan torakların bedelleri karşılığında, kamulaştırma bedeli bütçeden hemen tahsil edilemeyeceği için, arazi sahiplerine verilmek üzere Toprak Tahvilleri çıkarılmaya başlanmıştır. Devlet, tahvil karşılığı ödünç para almamış, kamulaştırılarak topraksız çiftçilere dağıtılan toprakların karşılığında borç almış olmaktadır. Topraksız çiftçiler de kendilerine dağıtılan araziler dolayısıyla devlete borçlanmışlardır. Bu tahvillerin çıkarılmasına 1950 yılına kadar devam edilmiştir (Gürler, 1998: 120).

İkinci Dünya Savaşı 1945 yılında sona ermesine karşın olumsuz etkileri 1950'lere kadar hissedilmiştir. Savaş sonrasında Türkiye'nin NATO'ya girişi ve Kore Savaşı ile artan uluslar arası ilişkiler sonucu dış borçlar ve dış yardımlar büyük hızla artış göstermiştir. 1950 yılında ekonomide “laissez faire” felsefesini savunan Demokrat Parti (DP) Hükümeti iktidara gelmiştir. DP Hükümeti tarım ve altyapı yatırımlarına önem vermiş, yatırımların finansmanı içinde daha çok TCMB kaynakları kullanılmıştır.

1950 yılında ithalata tamamen serbesti tanınmıştır. İthalatçılar siparişlerinin bedelini TCMB'na TL olarak yatırıp, yabancı ülkedeki tüccara bu siparişlerin bedelinin döviz olarak transferini T.C Hükümeti üstlenmişti. Ancak, piyasada birdenbire çok ve çeşitli mallar ithal edilerek evvelce birikmiş bulunan altın ve döviz rezervlerinin hızla

³⁹ Hazine'ye kısa vadeli avansla ilgili ayrıntılı bilgi için Bkz. Şen (2004).

erimeye başlamasıyla birlikte bu malların bedeli satıcılara ödenemez hale gelmiştir. Ayrıca kullanılan dış yardımlar ve dış borçlardan ötürü 1954 yılından itibaren döviz darboğazı yaşanmış, söz konusu darboğazı aşmak için ithalatın sınırlandırılması amaçlanarak, aralarında Milli Korunma Kanunu'nun bulunduğu bir dizi düzenlemeye gidilmiştir (Oğuz ve Bayar, 2003: 13).

İthalatın sınırlandırılacağını anlayan ithalatçılar ise daha aşırı miktarda mal getirterek getirttiği malın bedelini TCMB'na yatırmış fakat devlet, bunun karşılığı yabancı parayı yabancı ülkedeki tüccara ödeyememiştir (İnce, 2001: 200). Bu şekilde büyük bir döviz borcu birikmiştir.

Hükümet uyguladığı liberal politikaları ekonomideki istikrarsızlık nedeniyle kısa sürede terk etmek zorunda kalmış ve daha müdahaleci politikalara yönelmiştir. Bu süreç ülkenin yapısal sorunlarıyla birleşince de bütçe açıkları⁴⁰ ve enflasyon artma eğilimine girmiştir (Şen vd., 2007b: 247). Bütün bu nedenlerden ötürü dış borç ödeme gücü azalmış ve yabancı tüccarların Hükümet üzerindeki baskıları nedeniyle 1958 yılında moratoryum ilan edilmek zorunda kalınmıştır.

Türkiye dış yardımların kesilmesini göze alamadığından, uluslar arası mali kurumlardan destek arayışına girmiş, 4 Ağustos 1958 yılında Türkiye ile Avrupa Ekonomik İşbirliği Örgütü içindeki ülkeler, IMF ve Amerika Birleşik Devletleri arasında ekonomik koşulların düzeltilmesi ve gerekli önlemlerin alınması için istikrar programı uygulamaya koyulmuştur. Bu program IMF ile yapılan ilk istikrar programı olmuş ve iktisat-maliye literatürüne 4 Ağustos Kararları olarak girmiştir. Programla birlikte TL devalüe edilmiştir.

Programın temelini devlet borçları ve TCMB'nın kredileri oluşturmaktadır. Bu programda devlet borçları ile ilgili olarak alınan önlemler arasında; Hazine Müsteşarlığı'nın TCMB'na olan kısa süreli borçlarının konsolidasyonu, programın kabulünden sonra girişilecek iç borçlanmalar için özel sektörün finansman olanaklarının kısıtlanmasından kaçınılması, bunun içinde borçlanmaların banka kaynakları dışında da sermaye piyasasını gereksiz şekilde zorlamayan miktarlarda düzenlenmesi yer almaktadır (Seyhan, 2001: 16). Merkez Bankası kredileri ile ilgili alınan önlemler arasında ise; Hazine Müsteşarlığı'nın mevsimlik gereksinimleri dışında TCMB avanslarına başvurmaması,

⁴⁰ Bütçe Açıkları ile ilgili ayrıntılı bilgi için Bkz (Şen vd., 2007b).

İktisadi Devlet Teşekkülleri ve diğer kamu kurumlarının (Toprak Mahsulleri Ofisi hariç) faaliyetlerini TCMB'na başvurmadan yürütmeleri, Toprak Mahsulleri Ofisinin ise, TCMB'dan sadece mevsimlik ürün satın alması için yıllık kredi alma olanağının tanınması yer almaktadır (Seyhan, 2001: 17).

Alınan tedbirler sonucu bütçe açıkları düşüş eğilimine girmiş fakat programda alınan yüksek oranlı devalüasyon kararı, enflasyonun artmasına neden olmuş, bunun sonucunda ekonomik kalkınma hızı gerilemiş, işsizlik artmış ve ekonomide durgunluk hali baş göstermiştir (Şen vd., 2007a: 175).

TCMB, bütün merkezi hükümet harcamalarını finanse eder hale gelmiştir. TCMB kredileri kontrol altına alınamamış aksine artış eğilimine girmiştir. 1950 yılının ikinci yarısından itibaren tarımsal sübvansiyonlar doğrudan Merkez Bankası kredileri ile temin edilmiş, KİT'lere de herhangi bir kısıtlama olmaksızın Merkez Bankası kredilerinden faydalanma imkanı tanınmıştır (Şen vd., 2007b: 247). Artan savunma harcamalarının büyük çoğunluğunun da Merkez Bankası kaynaklarından finanse edilmesi, para arzının artmasına sebep olup, enflasyonu daha da şiddetlendirmiştir. Artan enflasyon vergilerin matrahını aşındırdığı için vergi gelirlerinin reel değerini olumsuz yönde etkilemiş bu nedenle vergi gelirlerinin azalmasına neden olmuştur. Bütçe açıklarının artışında vergi gelirlerinin bütçe harcamalarını karşılamada yetersiz kalması en önemli etken olmuştur. Artan bütçe açıklarının karşılanması ve yatırımların finansmanı için hemen hemen her yıl iç borçlanma yapılmaya başlanmıştır.

Türkiye'de 1933–1960 yılları arasında plasman bonoları, koordinasyon kredisi bonoları, kamulaştırma karşılığı çıkarılan bonolar gibi farklı adlarla ihraç edilen borçlanma enstrümanları ile dalgalı borçlanmaya başvurulmuştur (Gürler, 1998: 121). İkinci Dünya Savaşından 1960 yılına kadar yapılan borçlanmalarda bütün borçlanma senetlerinin gelirleri her türlü vergi, resim ve harçlardan muaf tutulmuştur (Şen vd., 2007b: 247).

1960 sonrasında ise ekonomide iki önemli değişim gerçekleşmiştir. Bunlardan birincisi devalüasyon, diğeri planlı döneme geçilmesidir. Planların uygulanması ve kalkınmanın finansmanı için başta gelir vergisi olmak üzere vergi reformu gereken şekilde yerine getirilememiştir. Vergi gelirlerinin yetersiz olması nedeniyle, iç borçlanma, emisyon ve dış borçlanma fazlaca kullanılmıştır. Çıkarılan bonoların emisyon yoluyla

karşılanması da enflasyonu artırıcı bir etkinin ortaya çıkmasına neden olmuştur (İnce, 2001: 121).

1961 yılında zorlayışlı bir borç şekli olan ve vadesi genellikle 10 yıl olan tasarruf bonoları uygulaması yürürlüğe girmiştir. Planlı dönemde amaçlanan kalkınmayı gerçekleştirmek için tasarruf bonolarının yanında iç konsolidasyon tahvilleri ile iç borçlanma tahvilleri çıkarılmıştır (Gürler, 1998: 122). Böylece iç borçlar içinde uzun vadeli borçların payının artması sağlanmıştır. Bu durum devletin anapara ve faiz ödemelerinde nispeten azalmaya neden olmuştur.

Türkiye ekonomisi, büyük kısmı dış borçlardan karşılanmak suretiyle tarım, hizmet ve sanayi sektöründe önemli gelişmeler kaydetmiş fakat ileride dış borç geri ödemelerinin gereği olarak büyük bir darboğaza sürüklenmiştir.

Hükümet, 1970 yılında söz konusu darboğazı aşabilmek, iç kaynakların etkin kullanımını sağlamak ve yeni kaynaklar yaratmak amacıyla, bir yandan Finansman Kanunu ile yeni vergi düzenlemelerine giderken, bir yandan da ihracatın sürekli olarak plan ve programlarda gösterilen hedeflerin altında kalması nedeniyle devalüasyon yaparak TL'nin değerini düşürmüştür (Eroğlu, 2003: 7)⁴¹.

1970 yılındaki devalüasyondan sonra ihracat ve işçi döviz girişiindeki artış nedeniyle döviz rezervlerinde artış meydana gelmiştir. Fakat 1973 yılındaki petrol fiyatlarındaki yükselme sonucu artan döviz gereksinimleri ve ihracatın gerilemesi nedeniyle rezervler kısa sürede erimiş, ithalatı karşılamak içinde aşırı bir şekilde borçlanmaya gidilmiştir. Borçlanmanın kolayca yürütülebilmesi için dış ticaret ve kambiyo rejimlerinde yeni kaynak bulma yoluna gidilmiş, dış kaynak bulabilmek için Döviz Çevrilebilir Mevduat (DÇM)⁴² yöntemi gündeme gelmiştir. DÇM'lerin geri ödemesi iç borçlanmayı arttırıcı yönde etkilemiştir.

⁴¹ <http://www.genbilim.com/content/view/5014/190/> (18.05.2007).

⁴² DÇM, Türkiye ekonomisinin gündemine 9 Haziran 1967 tarihli ve 1267 kararnamesiyle girmiştir. Tanım olarak, ülke içinde ve dışında oturan gerçek ve tüzel kişilerin ülkeye getirmek zorunda oldukları yetkili bankalar nezdindeki konvertibl dövizler karşılığında açılan hesaplardır. Devletin ödeme garantisi tanıdığı bu hesaplarda bulunan dövizler yetkili banka tarafından TCMB'na devredilir. Hesap sahibi istediğinde kendisine Türk Lirası verilir ya da döviz olarak çekebilir (Eroğlu, 2003: 7). DÇM hesaplarına yatırılan paraların kaynağı araştırılmamaktadır. Bu yüzden yasal olmayan kazançların ülkeye getirilmesine imkan sağlayan hesaplar olma özelliği taşımaktadırlar. Türkiye'de 1970'li yıllarda sürekli bir borçlanma şekli olarak kullanılmış, geri ödemesi de ödemeler dengesi üzerinde oluşan açıklar nedeniyle aksamıştır. Bu nedenle DÇM ödemeleri 1980-1985 yılları arasında ödenmek üzere durdurulmuştur (Şen vd., 2007: 248).

Bu dönemde KVA, hazine bonoları, hazine kefaletine haiz bonolar gibi iç borçlanma senetlerine başvurulmuştur. Bu borçlanma senetlerinin vadeleri geldiğinde genellikle emisyonu başvurulmaktadır (Gürler, 1998: 122). Bu durum enflasyonist etkiye neden olmaktadır. Türkiye’de KVA’ın bütçenin finansmanındaki payının artması bütçenin açıktan finanse edilmesine neden olmuştur.

6 Aralık 1960 tarih ve 154 sayılı Kanun ile 12 Haziran 1963 tarih ve 250 sayılı Kanun gereğince, Hazine ve İktisadi Devlet Teşekküllerinin kısa vadeli borçlarının konsolide edilmesi üzerine Hazine, Devlet Yatırım Bankası (Amortisman ve Kredi Sandığı)⁴³, Emekli Sandığı, SSK (Sosyal Sigortala Kurumu) ve TCMB’na iç konsolidasyon tahvilleri verilmiştir. 1960 yılından itibaren çıkarılan borçlanma senetleri ise kalkınma istikrazı adını taşımaktadır. 1966-1973 yılları arasında Kalkınma İstikrazı Tahvilleri, 1974 yılında Barış Harekatı Tahvilleri, 1975- 1977 yılları arasında Savunma İstikrazı Tahvilleri çıkarılmıştır (Gürler, 1998: 122-123).

B) 1980- 1990 DÖNEMİ

1973 yılında meydana gelen petrol krizinin etkileri hala hissedilirken, 1980 yılında ikinci bir petrol krizi meydana gelmiştir. Türkiye bir yandan kriz nedeniyle dış ödemeler açığı yaşarken diğer yandan 12 Eylül 1980 tarihinde yaşanan askeri ihtilal sonrasında siyasal iktidara son verilmiş ve beş kişilik generaller cuntasının sivil yönetimin yerine askeri yönetim gelmiştir. Askeri yönetimin iş başına gelişi ile birlikte geçici de olsa iç borçlanmada azalma olmuştur (İnce, 2001: 128). Kamu harcamalarındaki durgunluk, makroekonomik hayatı yavaşlatmış ve enflasyonun hızında azalma görülmüştür.

Türkiye’de ekonomik daralmalar sonucu istikrar programları birbirini izlemiştir. Bu istikrar programlarının en önemlisi 24 Ocak 1980 kararları ile atılmıştır. 24 Ocak kararlarının alınmasında 1970’li yıllarda başlayan petrol krizi de önemli rol oynamıştır. İzlenen istikrar politikaları çerçevesinde belirli bir büyüme hızına ulaşılabilmesi için, kamu kesiminde büyük ölçülerde sabit sermaye yatırıma ağırlık verilmiştir. Bu durum

⁴³ 3 Temmuz 1953 tarih ve 6115 sayılı Kanunla kurulmuştur. Devletin iç ve dış borçlanma senetleriyle ilgili işlemlerini yürütmek, devlet kuruluşlarına borç vererek yardım etmek gibi görevleri vardır. 12 Mayıs 1964 tarihinde 441 Sayılı Kanunla Devlet Yatırım Bankası’nın kurulmasıyla Amortisman ve Kredi Sandığı kaldırılmıştır. Devlet Yatırım Bankası 21 Ağustos 1987 tarihli 87/11914 sayılı kararla Türkiye İhracat Kredi Bankası (Türk Eximbank) olarak düzenlenmiştir (Gürler, 1998: 122).

bütçe harcamalarının içindeki yatırım harcamalarının payını arttırmış, Hazine Müsteşarlığı'nın bu harcamaları borçlanma suretiyle finanse etmesine neden olmuştur. Vadesi gelen borç anapara ve faiz ödemeleri için de yine borçlanmaya gidilmiş, bu süreç Hazine Müsteşarlığı'nı iyice bunalıma sokmuştur. (Karabay, 1992: 59).

Saraçoğlu'na göre (2002: 73), 24 Ocak kararları olarak nitelendirilen istikrar tedbirlerinin kamu maliyesiyle ilgili olanların belirtilmesi iç borç stokunun artış eğiliminin nedenlerini göstermektedir. Buna göre üç politika kamu gelir boyutuyla ilgilidir. Bunlar; sermaye gelirleri üzerindeki vergi yükünü düşürmek amacıyla ekonomide çalışma ve tasarruf gücünün artırılması anlayışına dayalı “gönüllü tasarruf modeli”, vergi yükünün yeniden dağılımını öngören “mali yük kaydırmaları” ve kaynak tahsislerinin yapısal uyum politikaları doğrultusunda yönlendirilmeleridir.

Gönüllü tasarruf modeli çerçevesinde vergi yükündeki azalışlar sonucu kamu gelirlerindeki azalma ve kamu harcamalarının artması, anında kamusal mali dengeler üzerindeki etkisini göstermiş ve kamu açıklarının iç borçlanma ile finansmanı yüksek boyutlara ulaşmıştır. İç borçlanmanın giderek artması borçların ödenmesi için tekrar borçlanılmasını gerekli kılmış ve bu durum faiz oranlarının yükselmesine neden olmuştur.

24 Ocak kararlarının temel ilkelerinden birisi de kamu finansman açığının zamanla ortadan kaldırılması ve Hazine Müsteşarlığı'nın TCMB'nden borçlanmasının yakından izlenmesidir (Seyhan, 2001: 78). 1985 yılına kadar Hazine Müsteşarlığı, bütçe açıklarının finansmanı için iç borçlanma senedi ihraç etme yöntemine sınırlı düzeyde başvurmuş, açıklar genellikle TCMB kaynaklarından finanse edilmiştir. Ödemenin kamu kurumuna yapıyor olması, borçlanmanın piyasadan yapılması durumuna göre daha düşük faizli olması nedenleriyle bu şekilde finansman Hazine Müsteşarlığı için daha cazip gözükmiştir. Aslında bu finansman şekli parasal genişlemeye ve enflasyonist etkilere neden olmaktadır. Ayrıca açıkların bu yolla finanse edilmesi, sermaye piyasasının yeterince gelişmemiş olduğunu ve Merkez Bankası'nın siyasi otoritenin baskısı altında olduğunu göstermektedir. Bu durum bağımsız para politikalarının izlenmesini de engellemektedir.

1983 yılından itibaren kamu finansmanında göze çarpan bir diğer husus da bütçe dışı fonların başıboş olarak artmasıdır. Fonların kullanımındaki aşırı serbestlik ve fonların gelir ve harcamalarının Parlamento, Sayıştay, kamuoyu vs. her türlü denetim dışında

tutulması bütçe dışı keyfi harcamaların artmasına neden olmuştur (İnce, 2001: 128–129). Bütçe dışı fonların kullanımının artması nedeniyle bütçeler kamu kesiminin gerçek bütünlüğünü yansıtamamıştır.

Öte yandan kriz nedeniyle 1980’li yılların ortalarına ertelenen dış borçlar önemli boyutlara ulaşmış, kamu finansman açıkları büyümüş, enflasyon süregelmüş, büyüme hızı önceki dönemlerin altına düşmüş, işsizlik artmıştır. Güneydoğu Anadolu’daki terör olayları da savunma harcamalarının artmasına neden olmuştur.

1985 yılından itibaren KİT’lere siyasetten uzak yaklaşımlar, zaman içinde yerini siyasal müdahalelere terk etmiştir. Bu teşebbüslerin özelleştirilmesi ve siyasetten arındırılması için Anayasal engellerin, Anayasa değişikliği yapılarak kaldırılması gereği hiç gündeme gelmemiştir. Bu durumda Kamu İktisadi Teşebbüslerine yoğun siyasi müdahaleler devam etmiş, bu müdahaleler sonucu teşebbüsler zarar ederek ekonomiye yük teşkil etmişlerdir (Eğilmez ve Kumcu, 2006: 377).

Yine aynı yıl Katma Değer Vergisi (KDV)’nin uygulamaya konulması ile vergi gelirlerinde önemli bir artış meydana gelmiştir. Ancak bütün bu gelir artışları, 1980 sonrası dönemde kamu borçlarındaki artışı engelleyememiştir. 1984 yılından sonra Merkez Bankası kısa vadeli avansları fazlaca kullanılarak enflasyona zemin hazırlanmıştır (İnce, 2001: 130).

1985 yılında iç borçlanma yapmak için ihale yöntemine geçilmesiyle beraber, finansal serbestleşme sürecine geçilmesinin etkisiyle de yeni finansal araçlar ortaya çıkmış, yeni piyasalar kurulmuştur. Böylece açıkların finansmanının önemli bir kısmının para ve sermaye piyasalarından temin edilmesi sağlanmış, Merkez Bankası kaynaklı finansman azaltılmaya çalışılmıştır. Mayıs 1985 ve Ekim 1986 tarihleri arasında 6 aylık hazine bonosu ile 1 yıllık devlet tahvilleri ihale yoluyla satılmıştır. Ayrıca yine aynı yıl iç borçlanmaya ilişkin kayıtların uluslar arası muhasebe standartlarıyla uyumlu hale getirilmesi amacıyla karar alınmış ve uygulamasına geçilmiştir.

1980–1990 arası dönemde borçlanma politikasında görülen en önemli değişiklik, Hazine’nin Maliye Bakanlığı’ndan ayrılarak, Hazine ve Dış Ticaret Müsteşarlığı olarak ayrı bir yapıya kavuşmasıdır. Devletin nakit yönetimi ile borç yönetimi Maliye Bakanlığı’ndan alınarak Hazine ve Dış Ticaret Müsteşarlığı’na verilmiştir. Hazine ve Dış Ti-

caret Müsteşarlığı iç ve dış borç işlemlerini izlemekle yetkili kılınmıştır. (Derdiyok, 2001: 307).

Hazine Müsteşarlığı'na 1986 yılından itibaren ÖTDT'i satma yetkisi verilmiş, ÖTDT'ler Bütçe Kanunlarında belirtilen borçlanma limitleri dışına alınmıştır. Devletin iç borçlanmada uyguladığı ihale yöntemi dışında kamu kurumlarının finansman ihtiyacını karşılamak için çıkarılan bu tahvillerle devlet, uzun vadeli borçlar için de sınırsız borçlanma imkanını elde etmiştir (Özgen, 1999: 355).

Derdiyok'a göre (2002:309), 1986 yılı sonrasında kamu mali yönetiminin Maliye Bakanlığı ve Hazine gibi farklı iki birime verilmesinin dışında, gerek borçlanma gerekse kamu harcama politikasında etkinlik sağlayıcı hiçbir düzenlemeye gidilmemiştir. 1986 yılı iç borç yönetimi açısından yönetsel değişikliklerin olduğu yıl olmasına rağmen iç borç stokunun azalması beklendiği halde durum böyle gerçekleşmemiştir. 1987 yılında iç borç stoku 17. 218 milyon YTL' ye yükselmiştir [Bkz. Tablo:4]. İç borç stokundaki artış sonucu iç borç faiz giderlerinde de artış yaşanmıştır [Bkz. Tablo: 3].

4 Şubat 1987 tarihinden itibaren TCMB, açık piyasa işlemleri uygulamaya başlamıştır. Açık piyasa işlemleri mekanizması para politikası aracı olmakla birlikte, bu işlemler çerçevesinde iç borçlanma senetlerinin alım satıma konu edilmesi, aynı zamanda devlet tahvilleri için ikincil bir pazar oluşturmaya ve iç borçlanma politikasının günün koşullarına uygun şekilde yürütülmesine de katkıda bulunmuştur (Erkan, ty: 9)⁴⁴.

Bütçe açıklarının finansmanında iç borçlanmaya ağırlık verilmesi sonucunda 1980'lerin sonuna doğru iç borç kısır döngüsü içine girilmiştir. Gittikçe artan bütçe açığının iç borçlarla karşılanmasındaki yetersizlikler, Türkiye'nin dış borçlara yönelmesine neden olmuş, 9 Ağustos 1989 yılında IMF'nin teşvikiyle yürürlüğe giren 32 sayılı Karar ile dış sermaye hesabı liberalize edilmiştir. Böylece bankaların ve özel finans kurumlarının dışardan borçlanmaları serbest hale getirilmiştir. Sermaye hareketlerinin serbest bırakılması, bütçe açıklarının finansmanında kısa vadeli sermaye hareketlerinin kullanılmasını olanaklı hale getirmiştir. Sıcak para olarak adlandırılan bu fonları çekmek için devlet tahvili ve hazine bonusu gibi iç borçlanma senetlerinin faiz oranları yükseltilmiştir. Bu durum mali piyasalar üzerinde büyük baskı meydana getirmiştir. İç borçlanma

⁴⁴ http://paribus.tr.googlepages.com/b_erkan.doc_ (14.08.2007).

senetlerinin yüksek getirili ve düşük riskli olması nedeniyle bu dönemde bankalar devlet iç borçlanma senetlerinin en önemli alıcısı haline gelmişlerdir [Bkz. Tablo:7].

Bankalar sendikasyon kredileri alıp, bunları ülkeye getirmiş ve faiz-kur arbitrajından yararlanmak suretiyle yüksek faiz geliri elde etmişlerdir. Nitekim bankaların sıcak parayı da kullanmaları nedeniyle de devlete daha fazla borç verebilir konumuna gelmelerine neden olmuştur (Saraçoğlu, 2002: 73). Ancak 1980'lerin sonuna doğru Hazine Müsteşarlığı piyasadan borçlanma konusunda sıkıntıya düşmüş ve KVA'nın sınırlarını bile zorlamış, söz konusu avansın yarattığı darboğazın yanı sıra iç borç anapara ödemelerinden vadesi gelenlerin bir bölümünü TCMB'na ödettirmeye başlamıştır. O dönemde kamuoyunda pek rastlanılmayan bu işlem, limitlerin üzerine çıktığını ifade eden 'kırmızı bakiye' olarak adlandırılmış ve tartışmaları beraberinde getirmiştir. Daha sonra Hazine Müsteşarlığı ile TCMB işbirliği içine girerek söz konusu bakiyenin kısa sürede piyasadan iç borçlanma yoluyla kapatılmasını sağlamışlardır (Şen vd., 2007a: 188; Eğilmez, 2004: 41).

C) 1990–2000 DÖNEMİ

1990 yılı sonrası kamu kesimi açıklarının hızla artması, vergi gelirlerinin iç borç servisine bile yetmemesi, devletin nakit açığını iç borçlanma ile finanse eder duruma düşmesi, bu açığı kapatmak için dış borca ve Merkez Bankası kaynaklarına yönelmesi döviz rezervlerinin hızla erimesine neden olmuştur. Devlet borçlanabilmek için yurt içi faizleri yurt dışı faizlere oranla yüksek tutarak kısa vadeli sermayeyi yurt içine çekmek istemiştir. Nitekim 1990'lı yıllar boyunca sıcak para girişi hızlanmıştır.

Devletin, TCMB'na olan borçlarını konsolide etmesi ve Merkez Bankası kaynaklarını aşırı ölçüde kullanması, durumu daha da ağırlaştırmıştır. Bu esnada TCMB'nın piyasaya döviz sürerek döviz kurlarında denge sağlamaya yönelik faaliyetleri başarıya ulaşamamış, ekonomi giderek kötüleşmiş, döviz piyasalarında ve mali piyasalarda belirsizlik ve dalgalanmalar baş göstermiştir (Erkan, ty: 14)⁴⁵.

1990 yılında TCMB ilk defa “Para Programı” açıklamıştır. Bu programda TCMB, kamu sektörünü finanse etme işlevinden uzaklaşmayı ve daha çok piyasadaki

⁴⁵ http://paribus.tr.googlepages.com/b_erkan.doc_ (14.08.2007).

likidite ihtiyacını düzenlemeyi amaçlamıştır. Bunun için reeskont kredilerinin daha çok kullanılması gündeme gelmektedir (Erkan, ty: 11–12)⁴⁶.

Hazine Müsteşarlığı, Para Programı'nı desteklemek için bütçe açıklarının artan Hazine borçlanması ile karşılanması yöntemi yerine optimum borçlanma miktarı belirlenerek ve söz konusu miktarı kabul edilerek, gelirlerin artırılması veya giderlerin kısılması ya da her ikisinin beraber uygulanmasını planlamıştır. Ancak, söz konusu program yeni vergi düzenlemeleri ve gider kısıtlamalarını gerektirdiği için hayata geçirilmesi mümkün olamamıştır (Bor, 2003: 45). Diğer taraftan, planlanan programın uygulanamamış olması nedeniyle Hazine Müsteşarlığı'nın TCMB'nden KVA kullanımı önemli gerilemeler gösterdiği halde 1991 yılından itibaren yeniden artmaya başlamıştır [Bkz Tablo:5].

Öte yandan 1991'de yapılan seçimlerle iktidarın el değiştirmesi ve Cumhurbaşkanı Turgut Özal'ın ani vefatı Türkiye ekonomisini etkileyen olayların başlangıcı olmuştur. 1992 yılı Bütçe Kanunu ile birlikte Maliye Bakanı'na borçlanılacak miktarın bir katı fazlasına kadar iç borçlanmaya gidebilme yetkisi tanınmıştır (İnce, 2001: 130).

Devlet, 1993 yılında iç borçlanma gereksinimini düşürecek temel önlemleri almaksızın faizleri düşürerek enflasyonu azaltmaya dayalı hatalı politikaları sonucunda 1994 yılında faizlerin aşırı yükselmesi sonucu ile karşı karşıya kalmıştır. Bu durum iç ekonomik dengelerin daha da bozulmasına neden olarak iç borçlanma faizlerinin daha da yükselmesi sonucunu doğurmuştur [Bkz. Tablo:9].

İç borç faiz oranlarını düşürmek için ihale iptalleri ya da borçlanma miktarlarına sınır getirilmesi gibi borçlanma politikaları izlenmiştir. Yapılan ihale iptalleri piyasalarda tedirginliğe neden olmuştur. Bütçe açıklarına önlem alınmadan iç borçlanma miktarına sınırlama getirilmesi, açıkların monetizasyonla finansmanına neden olmuştur (Bor, 2003: 45).

1993 yılının Ağustos ve Kasım aylarında çıkarılan iki kanunla, TCMB'nden kullanılabilir KVA miktarı arttırılmıştır. Aynı zamanda döviz kurlarındaki sıçrama nedeniyle piyasalarda bir belirsizlik hali kendini göstermiştir. Hazine'nin borçlanma imkanını kısıtlayan bu belirsizlik hali nedeniyle, ihalelere gelen teklif miktarları düşmüş aynı zamanda çok yüksek faiz teklifleri gelmiştir. Hazine, ikincil piyasanın faizlerinin

⁴⁶ http://paribus.tr.googlepages.com/b_erkan.doc_ (14.08.2007).

yükselmesini engellemek amacıyla teklifleri sınırlı olarak karşılama yoluna gitmiştir. Bu durumda oluşan likidite fazlasını TCMB yüksek faizlerle çekmek durumunda kalmıştır. Faiz oranlarının aşırı yükseldiği bu dönemde, Hazine'nin piyasalardan borçlanamaması ve bunun sonucunda konsolidasyona gidileceği endişesiyle mali sisteme duyulan güven azalmıştır (Bor, 2003: 47).

Söz konusu dönemde sıcak para girişinin devam etmesi TL'nin reel olarak değerlendirilmesine neden olmuştur. Yüksek enflasyonun yaşandığı ortamda TL'nin değerlendirilmesi sorunu, işgücü maliyetlerinin artması, ihracat teşviklerinin azalması sorunlarıyla birleşince Türkiye'nin dış rekabet gücü zayıflamıştır (Şen vd., 2007a: 188). Moody's ve Standart and Poors (S+P) isimlerindeki dünya çapındaki kredi kuruluşlarının, 13 Ocak 1994 tarihinde Türkiye'nin kredi notunu düşürmeleri nedeniyle dış kredi bulma imkanı kalmayınca da piyasaların aniden olumsuz yönde etkilenmesi ve hükümetin likiditeyi emme çabalarında başarısız olması sonucu, 19 Ocak 1994 tarihinde para krizi patlak vermiştir (İnce, 2001: 130).

Hazine Müsteşarlığı, ilk aşamada piyasayı kontrol altına almak amacıyla iç borçlanma senetlerine olan talebi yeniden canlandırmak için, hazine bonusu satışlarını halka arz yöntemi ile gerçekleştirme yoluna gitmiş ve piyasa mekanizması çerçevesinde borçlanma ve nakit sıkışıklığını giderme imkanına yeniden kavuşmuştur. Piyasalarda güvenin yeniden oluşması ile birlikte Hazine ihalelerinin faiz oranlarında düşüş ve gerçekleşen satış miktarlarında artış meydana gelmiştir (Bor, 2003: 47).

Söz konusu krizle birlikte 5 Nisan 1994 tarihli istikrar programı yürürlüğe konmuştur. Bu krizin başta gelen nedeni kamu kesimi finansman açığının kontrolden çıkması ve devletin harcamalarını finanse edememesi sonucu hizmet üretmez duruma düşmesidir. Öyle ki devlet kısa vadeli borçlarını ödeyebilmek için tekrar daha ağır şartlarda borçlanma yoluna gitmiş, yani borcu borçla ödemiştir.

Açıklanan "Ekonomik Önlemler Uygulama Planı"nın asıl amacı; enflasyonu düşürmek, Türk Lirasına istikrar kazandırmak (TL'nin dolar karşısında değer kazanmasının önlenmesi) ve ihracat artışını hızlandırmaktır. Bu amacı gerçekleştirmek için alınan önlemler ise; yeni vergiler ile kamu kesiminin gelirlerini arttırmak ve buna bağlı olarak borçlanma ihtiyacını azaltmak, kamu harcamalarını kıstak, TCMB'na bağımsızlık ka-

zandırmak, sermaye piyasasını geliştirmek, ihracatı hızlandırmak ve teşvik etmek, KİT'lerin özelleştirilmesi ve bazı KİT'lerin kapatılması öngörülmüştür.

5 Nisan kararlarının en önemli kısmı, zarar eden KİT'lerin özelleştirilmesi ve tasfiyesidir. Özelleştirme ile güdülen amaç, zarar eden KİT'lerin satılarak devlet bütçesi açısından kamu geliri sağlanmasıdır. Çünkü KİT'ler kötü yönetim, aşırı istihdam ve eski teknoloji kullanılarak yönetildiği için bütçe üzerine yük teşkil etmişlerdir. Bu yüzden KİT'lerin özel sektöre satılarak özelleştirmeden olumlu sonuç alınmak isteniyorsa, bu zarar eden kuruluşların, ekonomiye verimli, üretim sağlayan kuruluşlar olarak kazandırılması gerekmektedir. Bu sayede bütçeye yük teşkil eden KİT'lerin özel sektöre satılmasıyla ekonomide önemli bir rahatlama sağlanacaktır.

Bu paketin uygulamaya girmesiyle iç borçlar yönünden, hazine bonolarının sürelerinin uzatılmasına ve faizlerinin düşürülmesine çalışılmıştır. Bu çerçevede önemli bir düzenleme, bütçe ödeneklerinin %15'ine kadar KVA imkanının 1995 yılından başlayarak her yıl kademeli olarak azaltılması ve 1998 yılından itibaren %3'e indirilmesi olmuştur. Hazine'nin Merkez Bankası'ndan aldığı avans miktarı böylece azaltılabilmektedir.

5 Nisan kararlarının uygulanmaya başladığı ilk aylarda enflasyon ilk önce yükselmiş daha sonra düşmeye başlamıştır. Ancak yapısal önlemler alınamamış ve istikrar politikasının takvimine uyulmamıştır. Bu nedenle ileriki zamanlarda istikrar politikasının amaçlarından uzaklaşmıştır. TCMB, para politikasını enflasyonu düşürmeye yönelik değil, finansal piyasalarda istikrarın sağlanmasına yönelik olarak kullanmaktadır. Bu nedenle enflasyon yüksek oranda gerçekleşmiştir (Seyhan, 2001: 82).

Ne var ki 5 Nisan kararları da iç borç stokundaki artışı engelleyememiş ve stok hızlı artış eğilimi içine girmiştir. 1994 yılında 799.309 Bin YTL olan iç borç stoku, 1995 yılında 1.361.007 Bin YTL'ye ulaşmıştır [Bkz. Tablo:4]. Artan iç borç stoku nedeniyle faiz ödemeleri de ekonomiyi olumsuz yönde etkilemiştir.

1980'lerden sonra tartışılmaya başlanan özelleştirme yasası 1994 yılında çıkarılmış, özelleştirme hareketi ilk kez Teletaş'ın ve boğaz köprüsü hisselerinin halka arzıyla başlamıştır. 1995 yılı içinde 23 kamu kuruluşunun özelleştirilmesi programlanmıştır (İnce, 2001: 133). Özelleştirmeler 1995 yılından günümüze kadar sürmektedir. Özelleştirmeden sağlanan gelirler 2000'li yıllarda daha da artmaktadır. Bu şekilde bütçe a-

çıklarında meydana gelen azalma ile birlikte iç borçlanmaya olan gereksinim de daha az olmuştur.

1995 Eylül ayının ikinci yarısında başlayan siyasi belirsizlik, Kasım ayı ile birlikte seçim ortamına girilmesi ve seçimler nedeniyle artan kamu harcamaları piyasaların istikrarsızlık beklentisine girmesine neden olmuş ve borçlanmaya ilişkin risk primi yükselmiştir. Söz konusu dönemde gerek piyasa faiz oranlarının yükselmesi, gerekse yatırımcıların daha likit bir yatırım aracı olarak gördükleri dövizi tercih etmeleri sonucu, yapılan kısa vadeli ihalelere dahi yeterli katılım olmamış, bu durum gerek borçlanma maliyeti gerekse vade yapısında olumsuz gelişmelere yol açmıştır. Bu durum, siyasi ve ekonomik belirsizliklerin ortadan kalkmaması sonucu Aralık ayına kadar devam etmiştir (Bor, 2003: 46–47).

1996 yılına yüksek faizli halka arz ihracıyla başlanmış olup, Ocak ayından itibaren ihalelere gelen teklif miktarları artmış, faizler kademeli olarak düşmüş ve Hazine bir yıldan uzun vadeli olarak borçlanmaya başlamıştır (Bor, 2003: 48).

1998 yılının başında yaşanan Asya krizi ve körfez bunalımı iç borçlanmada faizlerin yükselmesine ve vadelerin düşmesine yol açarken yılın ilerleyen aylarında enflasyonla mücadele programı çerçevesinde istikrar sağlanabilmiştir.

Mart 1999'da alınan erken seçim kararı ve Ağustos 1999'da yaşanan depremin ardından kamu harcamaları hızla artmıştır. Borç krizi ve yüksek enflasyon 1999 istikrar programına kadar sürmüştür ancak bu programda Kasım 2000'de rafa kaldırılmıştır.

Devlet bankaları da kısa vadeli nakit ihtiyaçları için para piyasalarında aşırı talep ve baskı yaratmaya başlamıştır. Bu gelişmeler çerçevesinde, iç borç stokunun GSMH'ya oranı 1989 yılının sonunda %18,2 iken, 1999 yılı sonu itibarıyla %29,3 olmuştur [Bkz. Tablo 6].

Ekonomideki olumsuz gidişatı tersine çevirmeye ve mali istikrarı sağlamaya yönelik olarak 1999 yılı Aralık ayında Uluslararası Para Fonu (IMF) desteğinde ekonomik program uygulanmaya konmuş, programda enflasyonla mücadele ederek fiyat istikrarının sağlanması ve borçlanma ihtiyacının azaltılarak, borçların sürdürülebilirliği amaçlanmıştır. Söz konusu program 18 inci stand-by anlaşmasıdır.

Yapılan anlaşmaya göre, IMF'den gelecek kredi tutarı (500 milyon \$'lık deprem yardımı hariç) 4 milyar dolar (2.892 milyon SDR-Özel Çekme Hakkı) olarak belirlenmiştir. IMF kredisinin üçer aylık dilimlerle verilmesi öngörülmüş olup, ilk aşamada IMF tarafından 300 milyon \$ (221,7 milyon SDR)'ın verilmesi kararlaştırılmıştır (International Monetary Fund, 1999: 1)⁴⁷.

Programın bütçe dayanağı; vergi gelirlerinin arttırılmasıyla faiz dışı fazlanın yükseltilmesi ve Hazine Müsteşarlığı'nın iç borçlanma yükünün ve dolayısıyla faizlerinin düşürülmesinden oluşmaktaydı. Bu nedenle sıkı maliye politikası programın temel taşlarından biri olmuştur Bu yüzden dış borçlanma arttırılarak iç borçlanmanın yerine ikame edilecek ve ortaya çıkacak finansman boşluğu artan vergi gelirlerinin yanı sıra dış borçlanma artışıyla doldurulacaktı (Eğilmez ve Mumcu, 2006: 384).

Hayata geçirilen sıkı mali politikalar çerçevesinde uygun koşullarda gerçekleştirilen dış borçlar ve artan vergi gelirleri Hazine Müsteşarlığı'nın iç piyasalar üzerindeki borçlanma baskını bir miktar hafifletebilmiştir. Böylece Hazine Müsteşarlığı'nın borç çevirme oranı azalmış, borçlanma maliyetinde hızlı düşüş yaşanmıştır [Bkz. Tablo:10].

Hazine Müsteşarlığı'nın iç borçlanma talebi azaldığı için, piyasadaki diğer tasarruf sahiplerine yönelecek fon miktarı artmıştır. Yurtdışından döviz girişi karşılığında yaratılacak para da piyasaya ek likidite olarak sunulmuş, böylece piyasada oluşabilecek likidite sıkışması önlenmiştir.

D) 2000–2007 DÖNEMİ

2000'li yıllardaki ana gündem maddeleri; iç borç stokunun artışı, iç borçların çevrilebilmesi ve yeniden istikrar altında büyümeye geçiş sorunlarından oluşmaktadır. İç borç servisinin kamu harcamaları içerisinde olağanüstü bir büyüklüğe sahip olması bir yandan ekonomik istikrarsızlığın önemli bir kaynağını oluştururken, bir yandan da yurt içi tasarrufların sabit sermaye yatırımlarına dönüştürülmesini kısıtlayarak ulusal ekonominin büyüme potansiyelini daraltmaktadır (Voyvoda ve Yeldan, 2002: 1)⁴⁸.

⁴⁷ IMF Web Sayfası, <http://www.imf.org/external/np/sec/pr/1999/pr9966.htm> (10.10.2006).

⁴⁸ Bilkent Üniversitesi Web Sayfası, <http://www.bilkent.edu.tr/~yeldane/V&Y-ERC2002Turkçe.pdf> (14.12.2006).

İç borçlanma senetlerine ödenen aşırı yüksek reel faizler gelir dağılımını sermaye lehine bozmakta, devletin sosyal hizmetlerini aksatmakta ve enflasyonist baskıları güçlendirmektedir. Bütün bunlara bağlı olarak iç borç yönetimi, kamu yatırımlarının sürdürülmesi ve büyümenin kaynaklarının yeniden canlandırılması üzerine alternatif iktisat politikalarının analizi önem kazanmaktadır.

1999 yılı ekonomik programı 2000 yılının ilk yarısında başarılı bir şekilde uygulanmasına rağmen Kasım ayına gelindiğinde ekonomik programın reformlarının uygulanmasında devlet aynı kararlılığı gösteremedi. Programda aksamalar başladı.

IMF heyeti söz verilenlerin yapılmadığını görünce stand-by düzenlemesinin dördüncü gözden geçirmesini erteleyerek, beşinci gözden geçirmeyle birleştirme kararı aldı (Eğilmez ve Mumcu, 2006: 392).

Eylül ayında Bankacılık Düzenleme ve Denetleme Kurulu (BDDK) kuruldu. Bankalar karlarını arttırabilmek için kuralların dışındaki aldıkları risklere karşı BDDK'nın yeni olması dolayısıyla nasıl bir tavır sergileyeceği kaygılandırıcı bir konuydu. Verilen demeçlerle BDDK'nın ödün vermez bir tavır içinde olacağı hissettiriliyordu. Bütün bu olanlar piyasalarda oluşan güvenin sarsılmasına neden oldu (Eğilmez ve Mumcu, 2006: 392).

Bankalar yıl sonunun da yaklaşmasıyla dövizdeki açık pozisyonlarını azaltma yoluna gittiler. Bankalardan gelen döviz talebi doğal olarak Türk Lirasına olan talebi arttırdı ve faizler yükselme eğilimine girdi. Yükselen faizler bankaların ellerindeki hazine bonolarının değerini düşürüyor, bunun sonucunda da bankalar zarar ediyorlardı. Bankalar ayrıştırılmaya başlandı. Bankalararası borç bulamayan bankalar iç piyasaya yöneldi. Bu durum likitide sıkışıklığına sebep oldu. Faizler daha fazla artmaya başladı. İleride ellerindeki hazine bonolarını satamayacaklarını düşünen yabancı yatırımcılar piyasadan çekilmeye başladılar. Bu durum döviz talebini arttırmaya başladı. TCMB'na döviz satışı gerçekleşmedi (Eğilmez ve Mumcu, 2006: 393–394).

Artan döviz talebiyle beraber faizlerin daha da yükselmesi, giderek değeri düşen hazine bonolarının yurt dışından alınan borçlara karşılık teminat olabilme özelliklerini kaybetmesine neden oldu. Bu yolla alınan dış borçları bankalar ödemek zorunda kaldılar (Eğilmez ve Mumcu, 2006: 394). Dolayısıyla bankalar döviz alımlarını gerçekleşt-

tirmek için TL alacaklarını tahsil etmeye çalışmışlardır. Kamu bankalarında ortaya çıkan açıklar nedeniyle de işlemlerini gerçekleştirememişlerdir.

Piyasaya verilen TL likitidesinin dövize dönmesi olan bitenin TCMB tarafından “döviz hücumu”⁴⁹ (currency attack) olarak tanımlanmasına yol açtı. Aslında likitideyi bulan dövize hücum etmemiştir. Piyasalardaki gelişmelerin IMF tarafından da aynı şekilde yorumlanması sonucunda, birkaç gün içinde piyasaya sınırlı likidite veren TCMB’nın bu uygulamasını durdurmasına neden oldu. Kasım ayında faizler yüzde binlere ulaştı (Seyhan, 2001: 87). Ve kriz kendini likidite krizi olarak gösterdi.

Ekonomik programın Kasım 2000 krizi sonrasında tamamlanan üçüncü ve dördüncü gözden geçirme sürecinde alınan mali tedbirlerle bozulan dengelerin yeniden onarımı bu kez kriz ortamının getirdiği kısıtlar içinde ve yine başlangıç koşullarına benzer bir ortamda ve aynı içerikte olması sonucunu doğurmuştur. Özel işlem vergilerinin iki katına çıkarılması, doğalgazdaki KDV oranının arttırılması, kurumlar vergisi peşin ödeme oranlarının arttırılması; İMKB gelirlerinden pay alınması; mevduat, repo, yatırım indirimi stopajlarının arttırılması, Kaynak Kullanımını Destekleme Fonu oranlarının arttırılması hem talep kontrolü hem de mali hedeflerin tutturulmasına yönelik önceden tasarlanmamış ancak kriz ortamının gereği olarak alınmış önlemler olmuştur (Emil ve Yılmaz, 2003: 44–45)⁵⁰. Yaşanan likidite sıkıntısı ödemeler sisteminin durmasına yol açmış ve piyasalarda güvensizlik hali baş göstermiştir. Bu nedenle alınan önlemler gereğini yerine getirememiştir.

Ayrıca anti-enflasyonist program döviz kuru çapasına dayandırıldığından TCMB’nın para politikası, uluslar arası sermaye hareketlerindeki dalgalanmalara bırakılmıştır. Kısa vadeli sermaye girişlerinin artması, TL’nin aşırı değerlenmesi ve ithalatın artmasıyla cari açıklar hızla büyümüştür. Bunların sonucunda sermaye çıkışları hızlanmış, dış kredilerin yenilenme olanağı ortadan kalkmış ve ekonomi dış ödemeler dengesi krizine sürüklenmiştir (İyidiker, 2001: 6).

Türkiye sorunu tek başına çözemeyeceğini anlayınca stand-by’a ek olarak IMF ile yeni düzenleme içine girmiştir. Türkiye’ye Ek Rezerv Kolaylığı adlı 7,5 milyar dolar

⁴⁹ Döviz hücumu tanım olarak, herhangi bir kriz nedeniyle ekonomik birimlerin ulusal parayı yabancı paralarla değiştirmeye yönelmeleridir.

⁵⁰ Middle East Technical University web sayfası, <http://www.erc.metu.edu.tr/menu/series03/0307.pdf> (10.10.2007).

finansal destek sağlandı. Ayrıca Dünya Bankası da Ülke Yardım Stratejisi programı altında üç yıl içinde 5 milyar dolar vereceğini açıkladı. Bu haberler kısa vadede krizin çözülmesine neden oldu fakat faizler yine de yüksek seyretmeye devam etti (Eğilmez ve Mumcu, 2006: 395).

2000 yılında uygulamaya konulmuş olan ekonomik programın pek çok alanda başarılı sonuçlar elde etmesine rağmen, yurtiçi tasarrufların yeterince artmaması, enflasyonda istenilen hızda bir gerileme yaşanmaması, yapısal reformlarda arzulanan hızın sağlanamaması ve bankacılık sisteminde yaşanan sorunların sonucu olarak ekonomide yeniden bir kriz ortamına gelinmiştir (Oğuz ve Bayar, 2003: 39). 22 Şubat 2001 tarihinde Kasım ayında yer alan stand-by programı daha birinci yılını tamamlamadan son bulmuştur.

Şubat krizine yol açan nedenler; döviz piyasasındaki döviz talebi fazlasının yol açtığı kurlardaki hareketlilik, ardı ardına yaşanan finansal krizlerin ve kamu maliyesi alanında faiz dışı fazla hedefinin çok yüksek olarak belirlenmesinin reel ekonomide yol açtığı daraltıcı etkiler ve yaşanan siyasi belirsizlik ortamıdır.

Devlet iç borçlanma senetlerinin sürdürülebilirliği dolayısıyla bankacılık sistemi borçlanma politikası ilişkisi ile ilgili kuşular, kurlardaki hareketliliğin nedenlerinden birini teşkil etmektedir. Yabancı yatırımcıların devlet iç borçlanma senetleri konusundaki tedirginliklerinin sebebi, kendilerine borçlu olan bankaların, devlet iç borçlanma senetleri piyasasında bir problem yaşaması halinde ne tür bir bilanço etkilerinin ortaya çıkacağına belirsiz olmasıdır (Şimşek, 2007: 57–58).

Şubat 2001'deki krizin diğer ülkelerde yaşanan finansal krizlerden iki farklı özelliği vardır. Birincisi, Türkiye yüksek faiz ortamında, piyasa faizli iç borç stokunu kısa vadelerde mali sistem içinde çevirme sorunuyla karşı karşıya kaldı. İkincisi, IMF destekli program yürürlükteyken, 19 Şubat'ta yaşanan siyasi nitelikli olumsuz gelişmelerin hemen ardından ortaya çıkan bir kriz oldu (Doğan, 2007: 184).

2001 yıl sonu itibariyle toplam vergi gelirleri 39,7 katrilyon gerçekleşirken, iç borç faiz ödemeleri 41 trilyonu aşmıştır [Bkz. Tablo:3]. Bu durum kamu maliyesi açısından oldukça dikkat çekici bir gelişme olmuş, Şubat 2001 krizi yalnızca bankacılık sektöründe ve reel sektörde bir çöküşle değil, devlet bütçesinde adeta bir iflas şeklinde ortaya çıkmıştır.

Toplam iç borç stokunun GSMH'ye oranı 2000 yılında % 28,9 iken 2001 yılında % 69,2'e yükselmiştir [Bkz Tablo:6]. Söz konusu artış, kamu bankalarına ve Tasarruf Mevduatı Sigorta Fonu (TMSF) kapsamındaki bankalara görev zararlarının düzeltilmesi amacıyla Hazine Müsteşarlığı tarafından verilen devlet iç borçlanma senetlerinden kaynaklanmıştır. 2004 yılı sonu itibariyle İmar Bankası da dahil batık bankaların faturası 55 milyar dolar civarında gerçekleşmiştir (Gökbunar ve Miynat: 2005: 84).

Tablo 1'de TGSBS'nun özellikle 2001 yılında ortaya çıkan kriz nedeniyle önemli bir artış kaydettiği görülmektedir. 2002 yılı sonu itibariyle de söz konusu borç stoku GSMH'nin %87,8 düzeyindedir. KKBG'nin GSMH'ya oranı ise 1999 yılında %15,5, 2000 yılında %11,8, 2001 yılında %16,4 ve 2002 yılında da %12,7 olarak gerçekleşmiştir.

Tablo 1. Borçlanma ve GSMH ilişkisi (%), 1999–2002

Yıllar	KKBG/GSMH	TGSKBS*/GSMH
1999	15,6	52,0
2000	11,9	53,2
2001	16,5	101,3
2002	12,6	87,8

KKBG: Kamu Kesimi Borçlanma Gereği;

TGSKBS: Toplam Gayri Safi Kamu Borç Stoku

* TGSKBS, devletin iç borç stoku ile dış borç stoku toplamından oluşmaktadır. Devletin kısa vadeli dış borçları hesaplamaya dahil değildir.

Kaynak: BÜMKO web sayfası⁵¹ile T.C Başbakanlık Hazine Müsteşarlığı web sayfasından⁵² faydalanılarak hazırlanmıştır.

Türkiye'de KKBG'nin yüksekliği, ekonomide özel sektörün dışlanmasına yol açmıştır. Bu konuda yapılan bir regresyon çalışmasında, yüksek reel faizlerin, kurumsal beklentinin aksine, yurt içi tasarruf oranlarında artış meydana getirmeyebildiği ve özel sektör tasarruflarında meydana getireceği artışın tümünün büyüyen kamu tasarruf açığına emilip, hem özel hem de kamu yatırımlarını kısıtlayıcı bir rol oynadığı gözlemlenmiştir (Çolakoğlu, 2002: 24).

⁵¹ BÜMKO web sayfası,

<http://www.bumko.gov.tr/upload/ButceBulteni%5C2005%5CNisan%5CBolum4%5CTIV32.pdf>
[10.12.2007]

⁵² T.C Başbakanlık Hazine Müsteşarlığı web sayfası,

http://www.hazine.gov.tr/stat/YILLIK_VERILER.xls#yillik_stok_GNP!R1C1 [10.12.2007]

TL'nin dalgalanmaya bırakılması ile birlikte “Güçlü Ekonomiye Geçiş Programı” uygulamaya konulmuş ve 2002 yılı başında üç yıllık (2002–2004) yeni bir stand-by anlaşması imzalanmıştır. Bu programda önceki program gibi IMF'nin görüşleri doğrultusunda hazırlanmıştır. Söz konusu program, başta kamu ve fon bankaları olmak üzere bankacılık sektörünün yeniden yapılandırılmasını, ekonomi yönetiminde şeffaflığın sağlanmasını ve özel kesimin ekonomide etkinliğinin artmasını sağlayacak şekilde yapısal dönüşümün gerçekleşmesini hedeflemektedir (Bor, 2003: 50–51).

Güçlü Ekonomiye Geçiş Programı ve sonrasında taahhüt edilen Niyet Mektupları'nın makroekonomik hedefleri söz konusu borçlanma dinamiğini kırmak için 2003 yılı sonuna değin kamu birincil (faiz dışı) bütçe dengesinde milli gelire oran olarak %6,5 düzeyinde bir fazla yaratmayı öngörmektedir (Voyvoda ve Yeldan, 2002: 3)⁵³. Ancak Güçlü Ekonomiye Geçiş Programı da başarılı olamamıştır. 2001 yılında Cumhuriyet tarihinde ilk defa konsolide bütçe vergi gelirlerinin %101,8'ini oluşturan en yüksek iç borç faiz ödemesi yapılmıştır.

Yaşanan kriz sonrasında mali sistemde meydana gelen sorunlar ve bu sorunların iç borçların sürdürülebilirliği üzerindeki endişelere neden olması, yapısal düzenlemelerin gerekliliğini gündeme getirmiş ve bu kapsamda “Bankacılık Düzenleme ve Denetleme Kurulu'nun BASEL-I Uygulamaları” çerçevesinde bankacılık sektörü yeniden yapılandırılmıştır. Ancak yeni düzenlemeler bankaların döviz açık pozisyonlarını kapatma gereğini gündeme getirmiş ve bankaların döviz gereksinimini artırmıştır. Bu nedenle hem piyasada oluşacak döviz talebi ve talebin yaratacağı baskının sınırlı tutulması, hem de iç borçların çevrilebilirliğine ilişkin tereddütlerin faizler üzerinde yarattığı baskının hafifletilmesi amacıyla Haziran 2001'de “iç borç takası” gerçekleştirilmiştir (Gökbunar ve Miynat: 2005: 79).

İç borçların vadesini uzatmak amacıyla yapılan iç borç takas operasyonu ile bankaların elinde bulunan TL endeksli menkul kıymetlerin ortalama vadesi 5.3 aydan 37.2 aya çıkarılmıştır (Güloğlu, 2001: 8).

Bankaların elinde bulunan kısa vadeli ve yüksek faizli TL cinsinden iç borçlanma senetlerinin, TL ve dövize endeksli uzun vadeli iç borçlanma senetleri ile değiştirilmesi

⁵³ Bilkent Üniversitesi Web Sayfası, <http://www.bilkent.edu.tr/~yeldane/V&Y-ERC2002Turkçe.pdf> (14.12.2006).

Hazine Müsteşarlığı'nın borçlanma baskısını azalttığı gibi, bankacılık sektöründe de açık pozisyonlarını kapatabilecekleri aktifler oluşturulmuştur (Gökbunar ve Miynat: 2005: 79).

Öte yandan 2002 yılının Mayıs ayında ortaya çıkan siyasi belirsizlik ve Irak operasyonu tartışmaları faiz oranlarının yükselmesine neden olmuştur. Bu gelişmeye paralel olarak daha çok TL cinsinden kısa vadeli iç borçlanmaya yönelinmiştir (Seviğ, 2003: 168).

3 Kasım 2002'de yapılan Milletvekili Genel Seçimi sonrasında iş başına yeni hükümet gelmiştir. Hükümet, önceki hükümetin ekonomik programına sahip çıkarak, programı daha da güçlendirerek uygulayacağına ilişkin taahhüt mektubunu Nisan 2003'de IMF'ye bildirmiştir. Yeni hükümet, Acil Eylem Planı ile kamu maliyesinde disiplinin sağlanması yönünde önemli başarılar elde etmiştir. 2002 yılından itibaren yeniden 3 yıllık bir program gidilmiş ve bu program Şubat 2005'te başarıyla tamamlanmıştır (Şen vd., 2007a: 195). 2001 yılında yüksek seyreden iç borç faiz ödemeleri 2002 yılından itibaren azalış trendine girmiştir.

2006 yılında ilk defa yıllık bütçe yerine üç yıllık perspektifle bütçe hazırlanmış ve bütçenin temel dayanağını, TBMM tarafından 10 Aralık 2003 tarihinde kabul edilen ve 1 Ocak 2006 tarihinden itibaren de uygulamaya konulan 5018 sayılı Kamu Mali Yönetimi ve Kontrol (KMYK) Kanunu oluşturmuştur. KMYK Kanunu, kamu mali sisteminde hesap verme sorumluluğu ve şeffaflık gibi kavramları ön plana çıkarmıştır. Bundan böyle devletin elinde bulundurduğu bilgiler kişilerle paylaşılmaya başlanmış, kişiler ödedikleri verginin nerelerde harcandığından haberdar olmuştur. Bu durum devletin harcamalarında daha dikkatli davranmasına, harcamalarını daha verimli alanlara yönlendirmesine sebebiyet oluşturmuş, böylece dolaylı yoldan bütçe açıklarının azaltılması sağlanmıştır.

ÜÇÜNCÜ BÖLÜM

TÜRKİYE'DE İÇ BORÇ YÖNETİMİ UYGULAMALARI

I. İÇ BORÇ YÖNETİMİNDE MEVCUT KURUMSAL DÜZEN

Gelişmiş ülkelerde, borç yönetimi tıpkı para ve maliye politikası gibi makroekonomik istikrarın sağlanması amacıyla kullanılan bir politikadır. İstikrarlı bir ekonomik dengeye ancak bu üç politikanın uyumlu bir şekilde kullanılmasıyla ulaşılması mümkündür. Türkiye'de ise borç yönetimi anapara ve faiz ödemelerinin borçlanmayla yapılarak borcun sona erdirilmesine kadar geçen dönemde alınan kararlar olarak nitelendirilmektedir (Vurucu-Demir, 2004: 14)⁵⁴.

İç borçların yönetilebilmesi için kurumsal yapının finansal piyasalardaki değişime kolaylıkla uyum sağlayacak şekilde kurulması ve yeterli kontrolün bulunması gerekmektedir. Türkiye'de iç ve dış borçların kontrol ve idaresi Hazine Müsteşarlığı tarafından yapılmaktadır.

Hazine Müsteşarlığı'nın bilinen en eski işlevlerinden birisi kamu para akımının yönetimidir. Kamu para akımının yönetimi; devletin, elinde bulunan para ve parayı temsil eden belgelerin saklanması, değerlendirilmesi, kullanımının planlanması ve yürütülmesi yani devlet fonlarının merkezden bir elden sevk ve idare edilmesi faaliyetidir (Eğilmez, 2006: 44). Bunun sonucunda kamu gelir ve giderlerinin yer ve zaman bakımından denkleştirilmesi gerekmektedir. Bu dar anlamda para akımının yönetimidir. Geniş anlamda para akımının yönetimi ise borç yönetimini de kapsamaktadır.

Bütçe uygulaması düşünüldüğünde, belirli bir dönemde devlet veya daha özel olarak değişik kamu kurumları her an bir mali işlem yaparlar. Bütçe denk hazırlanmış olsa dahi yıl içinde kamu gelir ve giderlerinin her zaman birbirine eşit olması mümkün olmamaktadır.

Devletin gelir ve giderleri dönemsel olarak dengesizlik arz eder. Bu tür dengesizlikleri gidermek de Hazine Müsteşarlığı'nın görevidir. Hazine bu görevini yerine

⁵⁴ Bütçe ve Mali Kontrol Genel Müdürlüğü web sayfası, <http://www.bumko.gov.tr/TR//Tempdosyalar/Mdemir.pdf> (05.05.2007).

getirirken; kısa vadeli borçlanma, uzun vadeli borçlanma, hazine özel hesapları, bütçe emanetleri gibi kaynaklara başvurur.

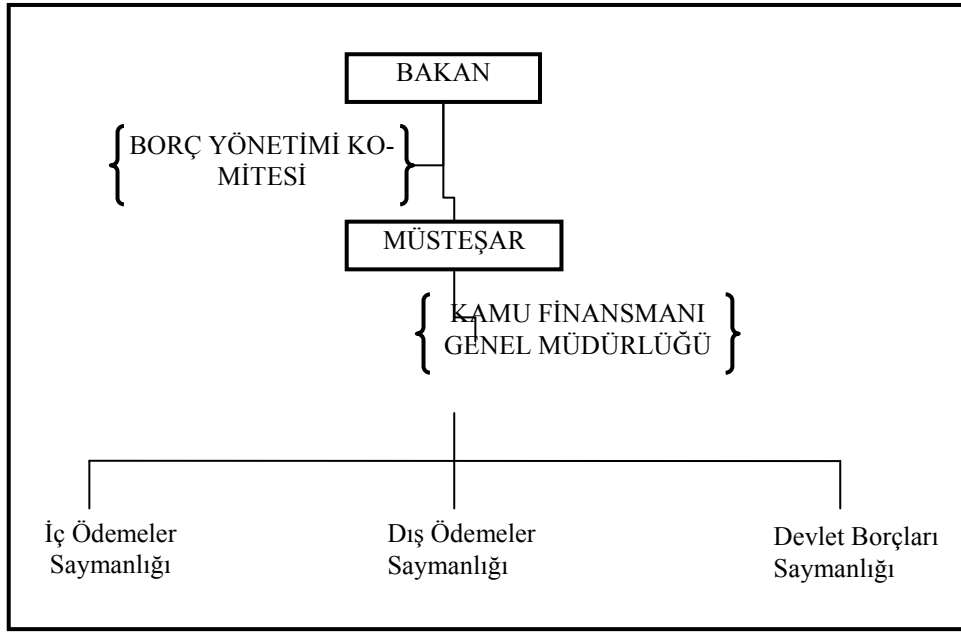
Değişik kurumlarda veya bölgelerde gelir–gider denklığı her zaman gerçekleşmeyebilir. Böyle bir durumda geliri fazla olan bölgelerden geliri az olan bölgelere bir para aktarma söz konusu olur. Ancak bu mutlaka fiziki bir aktarma anlamına gelmemektedir (Pınar, 2006: 137). Teknolojinin ve iletişimin gelişmesiyle bu durum önemini yitirmiştir. Günümüzde yer bakımından denkleştirme işlemi, Hazine İç Ödemeler Saymanlığı tarafından Hazine Tek Hesabı çerçevesinde gerçekleştirilir. Bu işlemi yürütmekle görevli olan kurum ise TCMB'dır. TCMB'nın şubesinin olmadığı yerlerde bu işleri Ziraat Bankası yapar.

Bütçe denk bile olsa gelirlerin toplanması ile harcamaların yapılması zaman açısından bazı farklılıklar göstermektedir. Hazine gerek TCMB'dan KVA, gerekse kısa vadeli borçlanma imkanlarını kullanarak bu farklılıkları gidermektedir. Ancak kronikleşen bütçe açıkları nedeniyle Hazine Müsteşarlığı'nın bu fonksiyonu, bütçe açıklarının finansmanı şekline dönüşmüştür (Seyhan, 2001: 23).

Devlet iç borçlanmasının hangi miktar ve faiz oranı üzerinden yapılacağıının belirlenmesi iç borç yönetiminin bağımsızlık derecesiyle yakından ilgilidir. Bu nedenle Hazine Müsteşarlığı borçlanmadan sorumlu birimlerle yakın ilişki içinde olmaktadır. Hazine Müsteşarlığı'nın iç borç yönetimi ile ilgili olarak yakın ilişki içinde bulunduğu en önemli kurum TCMB'dır. TCMB, iç borç yönetimine, iç borçlanma senetlerinin mali servisini özel kanunlara göre kambiyo denetlemesi yapmak, Hazine'ye tahvil ve bono karşılığı avans vermek, KİT'lerin bonolarını veya Hazine kefaletini haiz bonolarını iskonto etmek ve açık piyasa işlemleri⁵⁵ yapmak suretiyle katkıda bulunmaktadır.

Türkiye'de iç borç yönetiminden sorumlu kurum olan Hazine Müsteşarlığı'nın iç borç yönetimi ile ilgili görevleri Kamu Finansmanı Genel Müdürlüğü tarafından gerçekleştirilmektedir. İç borç yönetiminin teşkilat şeması şöyledir:

⁵⁵ Açık Piyasa İşlemleri, para piyasası işlemidir. Bu işlem ile TCMB, ekonominin gidişatına göre piyasadaki likiditeyi ayarlamaktadır. Piyasanın likid olduğu zamanlarda geri alım vaadi ile iç borçlanma senedi satmakta (likiditeyi emmekte), likidite sıkıntısı olduğu zamanlarda ise bu senetleri geri almak sureti ile piyasaya likidite sunmaktadır. Yani iç borçlanma senetleri alım-satım işlemlerini yaparak borç yönetiminin etkinliğinin sağlanmasına yardımcı olmaktadır.



Şekil 1. İç Borç Yönetimi-Teşkilat Şeması

Kaynak: İstanbul Üniversitesi Bankacılık ve Araştırma Merkezi web sayfası⁵⁶ ile T.C. Başbakanlık Hazine Müsteşarlığı web sayfasından⁵⁷ faydalanılarak hazırlanmıştır.

Hazine Müsteşarlığı'nın görevleri arasında yer alan iç borç ve nakit yönetimi, risk yönetimi ile borç işlemleri Kamu Finansmanı Genel Müdürlüğü bünyesinde yer alan üç saymanlık tarafından yerine getirilmektedir.

İç Ödemeler Saymanlığı, Hazine Müsteşarlığı'nın Türkiye genelindeki iç ödemeleri planlamak ve büyük çoğunluğunu doğrudan yürütmekle; Dış Ödemeler Saymanlığı, dış borç ödemeleri dışında kalan yurt dışı kamu giderlerini planlamak ve yapmakla; Devlet Borçları Saymanlığı ise devlet borçlarının anapara ve faiz ödemelerini yapmak ve kayıtlarını tutmakla görevlidirler.

9 Aralık 1994 tarihli ve 4059 sayılı Kanununun 2 nci maddesinin (a) bendinde Kamu Finansmanı Genel Müdürlüğü'nün görevleri şu şekilde tanımlanmıştır (İnce, 2001: 342):

⁵⁶ İstanbul Üniversitesi Bankacılık ve Araştırma Merkezi web sayfası, <http://www.iubam.org/HAZ%C4%B0NE%20VE%20BOR%C3%87%20Y%C3%96NET%C4%B0M%C4%B0.ppt> (25.04.2007).

⁵⁷ T.C. Başbakanlık Hazine Müsteşarlığı web sayfası, <http://www.hazine.gov.tr/hmtarihce.htm> (25.04.2007).

...hazine işlemlerini yürütmek, devlet giderlerinin gerektirdiği nakdi sağlamak, Devletin genel bütçe ile ilgili yurt dışı ödemelerini yapmak, iç ödemeler ve dış ödemeler saymanlıkları kurmak ve yönetmek, devlete ait para, kıymetli maden ve değerleri muhafaza etmek, yönetmek ve nemalandırmak, devletin iç borçlanmasını yürütmek, Devlet tahvili, Hazine bonosu ve diğer iç borçlanma senetleri çıkarmak, ihale yöntemi, sürekli satış yöntemi ve diğer yöntemlerle satışını yapmak ve yaptırmak, bunların satış miktarlarını, değerlerini ve faizlerini belirlemek, devlet borçlarının yönetimine ilişkin olarak her türlü iç borçlanmanın hazırlık, akit, ahraç ve dış borçlanma da dahil olmak üzere ödeme, erken ödeme, kayıt işlemlerini yürütmek ve devletçe verilen faiz ve ikrazata ilişkin işlemleri yapmak,...

II. İÇ BORÇ YÖNETİMİ UYGULAMALARI

Türkiye’de 1980’li yılların sonlarından itibaren finansman ihtiyacı çoğunlukla yurt içi ve yurt dışı piyasalarda iç borçlanma senedi ihraç ederek sağlanmaya başlanmıştır. Bu tarihten itibaren ağırlıklı olarak piyasalardan borçlanma yoluna gidilmesi ile birlikte iç borç yönetim teknikleri geliştirilmiş ve iç piyasalarda etkinliğin sağlanması amacıyla çeşitli adımlar atılmıştır. Bu bölümde Türkiye’de son yirmi yılda iç borç yönetimi alanında yaşanan gelişmeler ele alınmaktadır.

A) BORÇ YÖNETİMİNİN PARA POLİTİKASI İLE KOORDİNASYONU

Borç yönetiminde ülkenin ekonomik ve mali kararlarını alan kurumlar arasında ortaya çıkacak sorunların ve bu kurumlar ile kullanılacak araçların koordinasyonu son derece önemlidir.

Birçok ülke, para politikası ile borç yönetimi arasında koordinasyonun nasıl sağlanacağı sorununu gündeme getirmektedir. Bu politikaların yürütülmesinden sorumlu kişilerin hedef ve önceliklerinin farklı olmasından dolayı bu sorunun çözümü farklı şekillerde olabilmektedir. Ancak her iki politikanın ortak amaçları da yok değildir.

Türkiye’de Hazine Müsteşarlığı ile TCMB arasındaki ilişkiler, Hazine Müsteşarlığı’nın geleneksel fonksiyonlarını yerine getirmek için yaptığı işlemlerden ortaya çıkmaktadır. Hazine Müsteşarlığı’nın geleneksel fonksiyonu devletin gelir ve giderlerini yer ve zaman bakımından denkleştirmektir. Bu denkleştirme işlemlerinde Hazine Müsteşarlığı TCMB’den çeşitli şekillerde yararlanmaktadır.

İç borç yönetiminden sorumlu birim olan Hazine Müsteşarlığı, devlet iç borçlanma senetlerini kullanarak bütçe açığının finansman maliyetini en aza indirmeye çalı-

şırken, para politikasının uygulanmasından sorumlu birim olan TCMB, yerli paranın istikrarını korumayı amaçlamaktadır.

Türkiye’de mali sistemin derinliği⁵⁸ nin henüz istenilen düzeye gelmemiş olmasından dolayı Hazine Müsteşarlığı’nın piyasalar üzerindeki baskısının yüksek, TCMB’nin müdahalesinin ise büyük olması nedeniyle bu kurumların yapacakları muhtemel hatalar piyasalarda olumsuz etkilere neden olacaktır. Bütçe açıklarının azaltılması yönünde kalıcı tedbirlerin alınmadığı bir ortamda, Türkiye’deki mali sistemin hacmi ve Hazine borçlanmalarının piyasalara olan baskısının büyüklüğü dikkate alındığında, piyasaları derinden etkileyecek politika hatalarından kaçınmak ve mali sistemde istikrarı temin etmek açısından, Hazine ile TCMB arasında sağlıklı bir koordinasyon oluşturulması ve bu ilişkinin kurumsallaştırılması büyük önem taşımaktadır (Emil ve Gelberi, 42: 1996).

Hazine Müsteşarlığı, borçlanma vadesini uzatmak suretiyle büyük miktarda iç borç çevirmelerinin piyasalar üzerindeki olumsuz etkisini azaltmaya çalışırken; TCMB, ikincil piyasaların gelişmesine yönelik hedefleri belirlemektedir. TCMB, ikincil piyasaların gelişmesi için yapacağı açık piyasa işlemlerinde kullanılmak üzere Hazine Müsteşarlığı’nın sağlayacağı iç borçlanma senetlerine ihtiyaç duymaktadır. İkincil piyasaların gelişmesiyle de Hazine Müsteşarlığı daha etkin iç borç yönetimi yapma olanağına kavuşmuş olacaktır.

TCMB, uyguladığı para politikası ile TL’nin aşırı değerlenmesini engellemeye çalışırken, bir taraftan faiz oranlarını yükselterek tüketim talebini dizginlemeye çalışmaktadır. Hazine Müsteşarlığı ise, düşük faizle borçlanmaya çalışarak bütçe açıklarını kontrol altında tutmak istemektedir. Dikkat edileceği üzere, burada iki kurum stratejileri birbiriyle çelişkilidir. Şöyle ki; faiz oranları yüksek tutulduğunda dış denge ve talep konusunda başarı sağlanırken, Hazine Müsteşarlığı’nın finansman ihtiyacının maliyeti artmaktadır. Dolayısıyla iki kurumun koordinasyonu gereği öne çıkmaktadır.

TCMB, interbank işlemleri, mevduatlar, bankaların yükümlülükleri ve piyasa koşullarına ilişkin bilgilere sahip olması nedeniyle tüm finans kesiminin durumunu değerlendirebilme ve piyasanın likiditesini tahmin edebilme olanağına sahiptir. Hazine Müsteşarlığı da devletin nakit ihtiyacı ve açığı kapatma konusuna ilişkin bilgilere sahip-

⁵⁸ Mali Sistemin Derinliği: Geniş tanımlı para stokunun Gayri Safi Yurt İçi Hasıla (GSYH)’ya Oranıdır.

tir. Ekonomik dengeleri sarsmayan düşük maliyetli bir borçlanma için söz konusu bilgilerin Hazine Müsteşarlığı ile TCMB arasında paylaşılması gerekmektedir. Böylece Hazine Müsteşarlığı borçlanma ihtiyacını karşılayıp karşılayamayacağı konusunda önceden fikir sahibi olabilecektir (Çakır, 1994: 35). Öte yandan bu bilgi akışı likidite tahmininin daha gerçekçi yapılmasına da olanak sağlar. TCMB'nın açık piyasa müdahaleleri üzerindeki etkisi nedeniyle eğer likidite doğru olarak tahmin edilmezse, Hazine borçlanmaları ve Merkez Bankası politikalarının uyumlu şekilde yürütülmesi mümkün olmayacak ve sonuçta faiz oranlarında meydana gelecek büyük dalgalanmalar her iki kurumun da başarı şansını azaltacaktır.

Koordinasyon ihtiyacı doğuran diğer önemli bir konu ise açık piyasa işlemleridir. Bütçe açıklarının tahminlerin üzerinde gerçekleşmesi ve piyasalara belirsizliğin hakim olması sonucu Hazine Müsteşarlığı, kısa vadeli borçlanma yapmak zorunda kalacaktır. Bu da Hazine Müsteşarlığı'nı vade dolduğunda daha yüksek miktarlarda iç borç ödemesi yapmakla karşı karşıya bırakacaktır. Yaratılan fazla likiditenin piyasadan çekilmesi ise TCMB'yi, açık piyasa işlemleriyle ikincil piyasalara müdahale etmeye yöneltecektir (Çakır, 1994: 35–36).

TCMB'nın para piyasalarına günlük müdahalesinin büyüklüğü, o günkü faiz oranlarını etkilemektedir. Piyasada likiditenin az olduğu günlerde faiz oranları yükselmekte, likiditenin fazla olduğu günlerde faiz oranları düşmektedir. Piyasadaki faiz oranları ise doğal olarak Hazine ihalelerinde oluşan faizi ve dolayısıyla Hazine Müsteşarlığı'nın borçlanma maliyetini etkilemektedir. Bu nedenle, piyasadaki likidite miktarında ani dalgalanmalara meydan verilmemesi için ihale tarihinden birkaç gün önceden başlayarak Hazine Müsteşarlığı ile TCMB arasında koordinasyonun sağlanması gerekmektedir (Emil ve Gelberi; 1996: 60).

TCMB, mali ajanlık görevi gereği Hazine Müsteşarlığı adına senetlerin satışına aracılık etmekte, satış tahsilatlarını ve borç ödemelerini gerçekleştirmekte, senetlerin kayıtlarını tutmakta ve basım dağılım işlemlerini gerçekleştirmektedir. Düzenli bir ihale sistemine geçilmesi, TAP satışlarının yanısıra halka satış gibi yeni satış tekniklerinin kullanılmaya başlanması ile TCMB'nın yükümlülükleri daha da artmıştır. Öte yandan finans sektörünün gelişmesi, iç borçlanma senetlerinin açık piyasa işlemlerinde kulla-

nılmaya başlanması⁵⁹, Hazine Müsteşarlığı'nın daha çok iç borçlanma yoluyla finansman sağlaması TCMB ile Hazine arasında belli ölçüde koordinasyon sağlamıştır. Her iki kurumun iç borç yönetimi hakkında sık sık bilgi alışverişinde bulunmasıyla oluşturulan iç borçlanma politikaları çeşitli aşamalar kaydetmektedir.

Ayrıca borç faizleri bütçenin transfer harcamaları içinde yer aldığı için dolayısıyla Hazine Müsteşarlığı ile Maliye Bakanlığı arasında sıkı işbirliği yapılması, ekonomik dengenin sağlanması açısından iç borç yönetiminin enflasyonist ya da deflasyonist eğilimlere karşı koyması için de para politikası ile maliye politikası koordinasyonunun da göz ardı edilmemesi gerekmektedir. Örneğin, enflasyonist baskıların arttığı dönemlerde, sıkı para politikası ve devlet bütçesinde fazlalık sağlamaya dönük bir maliye politikası uygulanması yanında borç yönetimi politikasının da mümkün mertebe daha uzun süreli borçlanmayı öngörmesi gerekmektedir. Bu üç politikanın koordinasyonu, enflasyon üzerinde daraltıcı etkide bulunacak ve böylece ekonomik amaçlar da o ölçüde kolay gerçekleşecektir.

Sonuç olarak borç yönetimi politikasının hem para hem de maliye politikası ile birlikte sıkı işbirliği zorunluluğu vardır. Çünkü devlet açısından borçlar elde edildiğinde bir gelirdir. Buna karşılık ödenirken bir giderdir. Buna göre, kamu gelirleri ve kamu giderleri maliye politikası araçlarıdır. Bu araçlar ekonomik dengenin sağlanması amacı ile kullanılmaktadırlar. Öte yandan kamu borçları TCMB tarafından izlenen para politikasıyla yakından ilgilidir. Çünkü, TCMB kısa ve uzun vadeli borçlarla ilgili işlem yapar. Öte yandan satışa çıkarılan iç borçlanma senetlerinin ne kadarının TCMB tarafından satın alınacağı yalnızca borç yönetimini değil, aynı zamanda para ve maliye politikalarını da ilgilendirmektedir.

⁵⁹ TCMB açık piyasa işlemlerini 1987 yılından itibaren uygulamaya başlamıştır. Açık piyasa işlemlerinde ekonominin likidite durumu dikkate alınarak devlet iç borçlanma senetlerinin doğrudan alımı ve geri satım vaadi ile (repo) likidite düzeyinin artırılması ya da bu senetlerin doğrudan satışı ve geri alım vaadi ile satışı yapılarak likidite düzeyinin azaltılması sağlanmaktadır. Açık piyasa işlemleri devlet iç borçlanma senetlerinin alım satımı için ikincil bir pazar oluşturulmasına ve iç borçlanma politikasının ekonomik koşullara uygun şekilde yürütülmesine katkı sağlamıştır.

B) TÜRKİYE'DE İÇ BORÇ YÖNETİMİNDE YAŞANAN GELİŞMELER

Hazine Müsteşarlığı tarafından tap yöntemiyle yapılan iç borçlanma senetleri satışları daha çok tercih edilmektedir. Çünkü Hazine Müsteşarlığı'nı en fazla rahatlatılacak olan senetler, 1 yıldan uzun vadeli senetlerdir. Hazine Müsteşarlığı, iç borçlanmanın vadesini uzatmak ve faiz ödemelerinde rahatlatma sağlamak amacıyla Ekim 1988'de, tap yöntemi adı altında yeni bir yöntem kullanmaya başlamıştır.

Hazine Müsteşarlığı, 1991 yılına kadar farklı fiyat ihalesi yöntemini uygulamış, iç borçlanma senetlerini, miktarını önceden belirleyerek, haftalık ihaleler şeklinde satmıştır. 1991 yılı Mayıs ayından itibaren ise borçlanma maliyetini düşürebilmek amacıyla satacağı miktarı önceden belirlemeyi bırakıp, faiz oranını belirleme yoluna gitmiştir. Bu yöntem, bankaların teklif miktarlarını büyük ölçüde düşürmeleri üzerine Hazine Müsteşarlığı'nın borçlanma programında sapmalara neden olmuştur. 1991 yılı Temmuz ayından itibaren borçlanma maliyetini daha iyi kontrol edebilmek amacıyla hem fiyat hem de miktar teklifleri yatırımcıların kararına bırakılmış; Hazine Müsteşarlığı satacağı miktarı gelen tekliflerin uygunluğuna ve kendi nakit ihtiyacına göre belirlemeye başlamıştır (Kaya, 1997: 10).

1992 yılı Ağustos ayından itibaren Hazine Müsteşarlığı, yapacağı borçlanmalarda alıcı tabanını genişletmek için Ziraat Bankası, Halk Bankası ve Emlak Bankası aracılığı ile ilk defa iç borçlanma senetleri satışlarını halka arz yöntemini kullanarak gerçekleştirmiştir. Bu tarihten itibaren 3, 6 ve 9 ay vadeli hazine bonosu ile 1 yıl vadeli devlet tahvili satışları yapılmaya başlanmıştır. Ancak aracı bankaların komisyonları düşük bu- larak satışta isteksiz davranmaları senetlerin beklenen düzeyde satışını engellemiştir.

1992 yılında 1 yıl vadeli devlet tahvili satışı 87 Milyon TL iken, 3 ay vadeli bono 2 Milyar 915 Milyon TL, 6 ay vadeli bono satışı ise 477 Milyon TL gerçekleşmiştir [Bkz. Tablo:8]. Daha sonra Hazine Müsteşarlığı satışları arttırmak için bankalara verilen komisyon miktarını arttırmıştır (Kaya, 1997: 16). Ancak Hazine Müsteşarlığı, ileriki dönemlerde aracı bankalara verdiği komisyon yüzdesini düşürüp, verilen faizi yükselterek bu senetlere olan talebi arttırma yoluna gitmiş ve satışları periyodik hale getirmiştir. Zamanla faizi de düşürerek senetlerin maliyetini düşürmüştür (Kaya, 1997: 17). Bunun sonucunda Hazine Müsteşarlığı halka arz yönteminde başarılı olmuş, 1993 yılı satışlarının %8'i halka arz yöntemiyle gerçekleştirilmiş, toplam satış tutarı ise 20 Trilyon 22

Milyar TL'ye ulaşmıştır. Hazine Müsteşarlığı, 1994 yılında yine periyodik satışa devam etmiş, 45 Trilyon 441 Milyar TL satış gerçekleşmiştir [Bkz. Tablo:8].

1995 yılında gerçekleşen halka satışlarda ise bir kişinin alabileceği tutara ilişkin limitlerin bulunmaması nedeniyle, senetlere olan talep düşmüş, bunun yerine cazip faizli menkul kıymetler belirli ellerde toplanmıştır (Bağcı, 2001: 61). Daha sonraki yıllarda bu yöntemle satış önemini kaybetmiştir.

İhale yolu ile ihraç edilen bütün devlet tahvili ve hazine bonoları kuponsuz senetler olup, iskontolu olarak satılmaktadır. 1994 yılında yaşanan mali krize kadar Hazine Müsteşarlığı, ödeme tarihlerini her hafta Çarşamba gününe denk gelecek şekilde, 3–6–9 ve 12 ay vadeli iç borçlanma senetleri ihaleleri gerçekleştirmiştir. Her mali yıl bütçesinde söz konusu senetlerin vadelere göre ihraç dağılımı çerçevesinde yıl içerisinde gelecek anapara ve faiz yükü tahmin edilerek yıl içerisinde ihaleler gerçekleştirildikçe kesinleşen ödeme planına yansıtılmıştır (Pehlivan, 2003: 398).

1994 yılından itibaren ise 1 yıl vadeli devlet tahvili ihalesi ile birlikte tek fiyat ihale yöntemi uygulamasına geçilmiştir (Sayıştay Hazine İşlemleri Raporu, 2004: 62)⁶⁰. Nakit tahminleri çerçevesinde, faiz ve kur projeksiyonlarını dikkate alarak, daha detaylı ve kapsamlı yıllık borçlanma programları hazırlanmaya başlanmış olup, düzenli vadelere iç borçlanma senetleri ihracı yöntemi bırakılarak ara vadelere ihracı yapılmaya başlanmıştır (Pehlivan, 2003: 398). Hem düzensiz vadelere ihraçların gerçekleştirilmesi hem de şeffaflığın artması sonucunda borçlanma maliyetlerinin piyasalardaki gelişmelere daha duyarlı olması, borçlanma programlarının daha gelişmiş bir şekilde yapılmasını da beraberinde getirmiştir

1 Haziran 1995 tarihinden itibaren, iç borç yönetimini desteklemek ve bu kapsamda borçlanma koşullarının iyileştirilmesini sağlamak amacıyla “İç Borç Bilgi Sistemi Projesi” başlatılmıştır. Geliştirilen bu sistemle, borç yönetimi kadrosu tarafından verilere doğrudan erişim, TCMB ile doğrudan iletişim, iç borçlarla ilgili verilerin rutin güncelleştirme fonksiyonlarının hızlı, basit ve doğru olarak güncelleştirilmesi, borç verilerinin diğer mali veya parasal verilerle kolayca bütünleşmesinin sağlanması hedeflenmiştir (Gürler, 1998: 81).

⁶⁰ T.C Sayıştay Başkanlığı Web Sayfası, http://www.sayistay.gov.tr/rapor/hazine/islemler/2003/2003_Hazine_Islemleri_Raporu.doc (7.10.2007).

İç borç yönetiminden sorumlu Hazine Müsteşarlığı'nın asli görevinin finansman açığının uygun koşullu borçlanma araçlarıyla karşılanması olduğu açıktır. Borçlanma araçlarının maliyetini belirleyen temel unsurlar ise yatırımcıların talep ettikleri likidite ve risk primidir. Bu çerçevede, söz konusu likidite ve risk priminin dolayısıyla reel borçlanma maliyetlerinin düşürülmesi amacıyla 1997 yılından itibaren Hazine Müsteşarlığı'nın borç yönetimine ilişkin temel ilkeler belirlenmiş, iç borçlar bu ilkeler çerçevesinde yürütülmeye başlanmıştır (Bor, 2003: 48). Söz konusu iç borç yönetimi ilkeleri; kamu borç yönetim ilke ve hedeflerinin açıkça belirlenmesi, maliyetlerin yanı sıra kamu borç portföyünün taşıdığı mali risklerin analizi, borç yönetimi hedefleri ile para politikası hedeflerinin ve sorumluluklarının birbirinden ayrıştırılması, borç düzeyinin artışına bir limit getirilmesi ve operasyonel riskin en aza indirilmesi amacıyla borç yönetimi ile ilgili kurumsal yapılanmanın iyileştirilmesi ve etkinleştirilmesinden oluşmaktadır (Pehlivan, 2003: 388).

Yine aynı yıl piyasa temsilcileri ile ekonomi bürokratları arasında, iç borç piyasaları hakkında görüş alış verişinde bulunulması amacıyla "İç Borç Danışma Kurulu"⁶¹ oluşturulmuştur (Bor, 2003: 48). Kurul her ay düzenli bir şekilde toplanarak, toplantıya ilişkin açıklama notunu toplantının hemen ardından Reuters aracılığı ile piyasalara duyurmaktadır.

Temmuz ayından itibaren iç borç yönetiminde daha şeffaf politika izlenmeye başlanmıştır. Şeffaflık ilkeleri çerçevesinde geleceğe ilişkin belirsizlikleri en aza indirmek ve böylece borçlanma maliyetini düşürmek amacıyla aylık olarak Hazine Müsteşarlığı'nın borçlanma programları kamuoyuna ilan edilmeye başlanmıştır. Borçlanma programlarıyla, gerçekleşmesi beklenen gelir ve gider miktarları, gerçekleştirilecek iç borç ödemeleri ve her ay bir sonraki ay içinde yapılması planlanan ihalelerin vade ve yaklaşık borçlanma tutarları ilan edilmektedir. Bu sayede piyasalara ve parlamentoya bilgi verilerek hesap verilebilirlik amaçlanmış ve Kamu Borç Yönetim Raporu'nun hazırlanması düşünülmüştür. Bu rapor iç ve dış borç bilgilerini, hazine garantilerini ve risk

⁶¹ Piyasa yapıcılığı sisteminin oluşturulmasıyla birlikte bu kurulun adı "Piyasa Yapıcılığı Danışma Kurulu" olarak değiştirilmiştir (Pehlivan, 2003: 14).

hesabını⁶², dış borcun devir, ikraz ve tahsis bilgilerini ve borç yönetimine ilişkin değerlendirmeleri içermektedir.

1997 yılında iç borçlanma senetleri piyasa koşullarına bağlı olarak çeşitlendirilmiş, ihale yöntemi ile 2 yıl vadeli ve üç ayda bir faiz ödemeli enflasyona endeksli senet ihracına başlanmıştır. 1998 yılında ise 1 yıl vadeli TÜFE'ye endeksli, reel faiz ödemeli iç borçlanma senetleri ihraç edilmiştir (Bor, 2003: 48). Böylece hem piyasaya devletin enflasyonun düşeceği beklentisinde olduğu mesajı verilmiş, hem de yatırımcıya belli bir reel faiz garantisi sunularak iç borçlanmanın ortalama vadesi uzatılmıştır. 1998 yılından itibaren aylık olarak ilan edilen borçlanma programları, Haziran'a kadar üçer aylık, Haziran'dan sonra ise altı aylık olarak açıklanmıştır. Ayrıca Hazine Müsteşarlığı, söz konusu tarihten itibaren düzenli olarak finansal tablolarını kamuya açıklamaya başlamıştır (Bor, 2003: 48).

1999 yılından itibaren de Hazine Müsteşarlığı tarafından yatırımcıların finansal risklerden en az oranda etkilenmesi için 3 yıl vadeli, 3 ayda bir kupon ödemeli değişken faizli devlet tahvili ihraç edilmeye başlanmıştır. Söz konusu tahvillerin kupon ödemeleri 3 ay vadeli hazine bonusu ihalelerine endekslenmektedir (DPT Özel İhtisas Komisyonu Raporu, 2001: 100). Hazine Müsteşarlığı söz konusu değişken faizli tahviller ile bir yandan faiz riskini üstlenmiş, diğer yandan vade uzatımı yoluyla borcunu çevirme riskini azaltmayı hedeflemiştir.

Yine aynı yıl Hazine Müsteşarlığı tarafından 2 yıl vadeli, sabit faizli, 3 ayda bir kupon ödemeli bir devlet tahvili ihracına başlanmıştır (Vurucu-Demir, 2004: 22)⁶³. 2000 yılında ise diğer gelişmiş ülkelerde uygulanmakta olan piyasa yapıcılığı sistemi hayata geçirilmiştir.

1940'larda uygulamaya konulan KVA uygulamasının 1998 yılından itibaren sonlandırılarak, 2001 yılında bakiyesinin sıfırlanmasıyla birlikte Hazine Müsteşarlığı'nın borçlanma politikası daha şeffaf ve öngörülebilir olmuştur. Çünkü önceleri Hazine Müsteşarlığı'nın KVA uygulamasına ne zaman ve ne şekilde gideceğinin belirsiz olması nedeniyle iç borç yönetimi politikası şeffaflıktan uzaklaşmış bu nedenle de borç-

⁶² Hazine garantisi kapsamındaki borçların Hazine Müsteşarlığı tarafından üstlenilmesi için TCMB nezdinde oluşturulan bir hesaptır. 4749 sayılı Kanunla getirilen yeniliklerden birisidir (İnan; 2003: 118).

⁶³ Bütçe ve Mali Kontrol Genel Müdürlüğü web sayfası, <http://www.bumko.gov.tr/TR//Tempdosyalar/Mdemir.pdf> (05.05.2007).

lanma politikasının kredibilitesi azalmıştı. Daha düşük kredibilite ise daha yüksek risk primi ve daha yüksek borçlanma maliyeti demek anlamına geliyordu. Ayrıca KVA kullanımını için ödenen faiz oranı düşük olduğu için, başlangıçtaki maliyeti az gözükse de dolaylı maliyeti yüksek olduğu için iç borç yönetiminin en temel amaçlarından birisi olan borçlanma maliyetinin minimize edilmesinin sağlanması için önemli bir adım atılmıştır.

Şubat 2001’de yaşanan kriz nedeniyle yabancı yatırımcılar devlet iç borçlanma senedi alma konusunda çekingen davranmışlardır. Bu davranışın yol açtığı belirsizlik ortamının yumuşatılmasına yönelik olarak bu alanda devlet iç borçlanma senetleri piyasasında istikrarın sağlanması için stok dağılımı ile ilgili açıklamalar yapılarak belirli bir düzeyde şeffaflık sağlanmıştır. Böylece verilen borçlanma senetlerinin niteliğinin açıklanması ile bu piyasalara duyulan güvensizliğin kısmen giderilmesi sağlanmıştır (Şimşek, 2007: 58).

Krizden sonra tek fiyat ihalesi yöntemine geçilmiş, Hazine Müsteşarlığı’nın temel fon sağlayıcısı pozisyonundaki bankacılık sektörünün mevcut darboğazı nedeniyle çıkarılan devlet iç borçlanma senetlerinin yatırımcı tabanının genişletilmesi planlanmıştır. Bu kapsamda halka arz yoluyla iç borçlanma senedi ihracına daha fazla ağırlık verilmiş, banka dışı kesimin birincil ve ikincil piyasa iç borçlanma senedi yatırımlarında olumlu sonuçlar alınmıştır. Ayrıca geri alım ihaleleri, iç borçlanma senetleri takas operasyonu ve değişimi gibi teknikler de kullanılarak iç borç stokunun vadesi uzatılmaya ve borç yükü daha iyi bir şekilde dağıtılmaya başlanmıştır.

2002 yılının başında değişken faizli devlet tahvili ihracı ile yatırımcılara faiz riskine karşı korunma imkanı sunulmuş ve Hazine Müsteşarlığı’nın ortalama borçlanma vadesini uzatması mümkün olmuştur [Bkz. Tablo: 8]. Özellikle mali piyasalarda dalgalanma yaşanan dönemlerde maliyetlerin düşürülmesi sağlanmıştır.

Yine aynı dönemde Hazine Müsteşarlığı, rezerv tutma politikası uygulamaya başlamıştır. Böylece, kasa seviyesi belirli seviyelerde tutularak borçlanma üzerindeki borç çevirme ve faiz baskısının azaltılması ve Hazine’nin borçlanma maliyetlerinin düşürülmesi amaçlanmıştır (Bor, 2003: 52–53).

Mevcut borç stokunun uluslararası kabul görmüş olan seviyelere indirilebilmesine yönelik etkin borç ve risk yönetiminin alt yapısını oluşturmak üzere, 2002 yılı Ni-

san ayında 4749 sayılı Kamu Finansmanı ve Borç Yönetiminin Düzenlenmesi Hakkında Kanun yürürlüğe girmiştir. Kanunun amacı, borç yönetiminin maliye ve para politikaları ile koordineli bir şekilde yürütülmesini sağlamaktır. Söz konusu kanun, kamu kesimine otomatik bir disiplin ve şeffaflık getirerek, uygulanan para politikasının maliye politikasınca desteklenmesine önemli bir katkı sağlamıştır.

4749 sayılı Kanun, borçlanmaya ilişkin düzenlemeleri tek bir çatı altında toplamış, hem hukuki hem mali açıdan önemli bir adım atılmasını sağlamıştır. Kanun, mali yıl içindeki borçlanma miktarına da şu şekilde bir sınır getirmiştir (Çolakoğlu, 2003: 70):

..., yılı bütçe kanununda belirtilen başlangıç ödenekleri ile tahmin edilen gelir arasındaki fark miktarı kadar net borç kullanımı yapılabilir. Borç yönetiminin ihtiyaç duyması durumunda bu limit en fazla %5 oranında artırılabilir. Bu da yeterli olmazsa %5'lik bir tutar ancak Bakanlar Kurulu kararıyla artırılabilir. Bütçenin denk olması durumunda ise borç anapara geri ödemesinin en fazla %5'i kadar borçlanılabilir.

Dolayısıyla böyle bir uygulama, bütçe tahminleri ile gerçekleştirmeler arasında ciddi farkların oluşmasına da engel olacaktır. 4749 sayılı kanunun getirdiği yeniliklerden bir diğeri de risk hesabının uygulamaya girmesidir. Bu uygulamayla birlikte iç borç yönetiminde etkinlik artırılmıştır. Bugüne kadar bütçe dışında yapılan Hazine garantili kredi üstlenimlerinin bütçe içine alınması ve TBMM'nin bilgisine sunulması imkanı doğmuştur. Bu durum ileriki zamanlarda toplam gelirler üzerinde arttırıcı etki yapacak, ödemelerin çoğunu karşılayacaktır (Demir, 2000: 131).

Söz konusu kanunla, kamu borç yönetimi raporunun üçer aylık dönemler itibarıyla hazırlanarak TBMM'ne sunulmasına ilişkin düzenleme yapılarak daha şeffaf yapının oluşturulması hedeflenmiştir. Şubat 2004 tarihinden itibaren farklı fiyat ihalesi yöntemine tekrar dönmüştür (Sayıştay Hazine İşlemleri Raporu, 2004: 63)⁶⁴.

Öte yandan KMYK Kanunu ile benimsenen mali saydamlık ve hesap verebilirlik uygulamaları çerçevesinde Hazine Müsteşarlığı borçlanma konusunda 2006–2008 dönemine ilişkin olarak bazı stratejik ölçütler belirlemiştir. Buna göre bu stratejik ölçütler; iç borçlanmanın ağırlıklı olarak YTL cinsinden sabit getirili devlet iç borçlanma senetleri ile yapılması, iç borç çevirme oranının maksimum %80 olması ve borçlanmada bir

⁶⁴ T.C Sayıştay Başkanlığı web sayfası, http://www.sayistay.gov.tr/rapor/hazine/islemler/2003/2003_Hazine_Islemleri_Raporu.doc (07.10.2007).

yıldan daha kısa olmamak üzere mümkün mertebe vadenin uzatılması ve borç yönetiminde oluşabilecek likidite riskinin azaltılması amacıyla güçlü bir rezervin tutulmasıdır (MÜSİAD, 2007: 34)⁶⁵.

C) BORÇ YÖNETİMİ AÇISINDAN İÇ BORÇLARIN YAPISAL ANALİZİ

İç borç yönetiminin en temel amacı; iç borç yükünün düşürülmesi ve iç borç stokunun faiz, kur ve likidite dalgalanmalarına karşı hassasiyetinin azaltılmasıdır. Etkin bir iç borç yönetimi için; yapılacak iç borçlanmanın şartları, vadesi, miktarı, faiz oranı gibi temel belirleyicilerin en baştan iyi tespit edilmesi gerekir. Böylece borçlanmanın başından itibaren iç borçlanmanın olumsuz etkileri en aza indirilebilecektir. Bu nedenle bu bölümde Türkiye’de iç borçların mevcut yapısı değerlendirilerek iç borç yönetiminin etkin uygulanıp uygulanmadığı sonucuna varılacaktır.

1. Türkiye’de Yıllar İtibariyle İç Borçların Görünümü

Tablo 2’de 1980–2007 yılları arasına ilişkin iç borçlanma, ödeme ve stok durumu sunulmuştur. 1983 yılından itibaren net iç borçlanma değerlerinin 2001 yılına kadar sürekli artış eğiliminde olduğu gözlemlenmektedir. 1982 yılında 371 Bin YTL olan net iç borçlanma değeri 2001 yılında 85.736.639 Bin YTL’ye yükselmiştir. 2002 yılından itibaren ekonomi açısından olumlu bir gelişme yaşanmış, (2003 yılı hariç) net iç borçlanma değerlerinde azalma olmuş, 2007 yılında 3.839.929 Bin YTL’ye kadar düşmüştür.

1980 yılından itibaren bütçe açıklarının finansmanında kullanılan tahvil, bono ve KVA’nın hem yıl içi borçlanma hem de stok içindeki payları yıllar itibariyle değişmiştir. Toplam borçlanma içerisinde tahvil ve bononun payı 1980–1985 yılları arasında KVA’nın altında iken, 1985 yılında ihale sistemine geçilmesiyle birlikte KVA’nın payını geçmiştir. 1980 yılında bono ve tahvilin toplam borçlanma içerisindeki payı %18,5 iken, KVA’nın payı %45,5 olarak gerçekleşmiştir. 1985 yılından itibaren ise bono ve tahvilin payı % 39,9’a yükselmiş, KVA’nın payı ise % 30,1’e gerilemiştir [Bkz. Tablo 2].

⁶⁵ MÜSİAD web sayfası, http://www.musiad.org.tr/img/yayinlarRaporlar/arastirma_raporlari_51.pdf?yayinRapor=235&k=5 (08.10.2007).

Konsolide borçların iç borç stoku içerisindeki payı 1991 yılına kadar sürekli artış eğilimi göstermiş olup, 1992 yılından itibaren azalma eğilimine girmiş (1994 yılı hariç) ve 1995 yılından itibaren ise kayıtlarda yer almamıştır. 1993 yılındaki düşüşün sebebi, tahkim tahvillerinin tahvillere aktarılması ile konsolide borçlarda sadece kur farklarından doğan borçların takip edilmeye başlanmasıdır. 1998 yılından itibaren iç borç stokunun tamamını tahvil ve bono oluşturmaktadır [Bkz. Tablo: 2].

Anapara ve faiz ödemesinin toplamı iç borç servisini oluşturmaktadır. Borçlanma yoluyla sağlanan kaynakların vadesi dolduğunda, anapara ve faiz olarak geri ödemesi ayrıca ara dönemlerde faiz ödemelerinin düzenli olarak yapılması gerekmektedir.

Tablo 2'den net olarak görüleceği üzere, bazı yıllar hariç anapara ve faiz ödemelerinde (her zaman anapara ödemesi fazla olmakla birlikte) paralel bir artış söz konusu iken 2000 yılı itibariyle anapara ve faiz ödeme tutarları neredeyse aynı olmuştur. Söz konusu yılda anapara ödemesi 18.968.070 Bin YTL, faiz ödemesi ise 18.609.423 Bin YTL'dir. Bu durumun nedeni ise; sürekli artan iç borçların krizle birlikte daha da artması ve faiz oranlarının aşırı yükselmesidir. Bu durumda eski dönem borçların faizleri yeni borçlarla ödenmiş olmaktadır. Öyle ki, iç borç stokunu eritmek için yapılan yüklü anapara ödemeleri iç borç stokunun eritilmesinde çok fazla yarar sağlamamıştır.

Tablo 2. Türkiye’de İç Borçların Görünümü [Aksi Gösterilmedikçe Bin YTL], 1980–2007

	1980	1981	1982	1983	1984	1985	1986	1987	1988	1989	1990	1991	1992	1993
TOPLAM ÖDEME	216	655	761	1.819	1.132	2.578	5.755	10.280	14.634	26.073	42.454	91.822	221.423	523.878
ANAPARA	195	614	7270	1.703	976	2.321	5.038	8.604	12.146	21.270	32.418	74.908	187.336	438.460
Tahvil ^a	3,1	1,5	4,5	1,5	3,0	7,4	14,3	13	11	14	14	9	13	16
Bono ^a	10,3	20,7	26,5	10,3	21,6	42,5	28,9	33	37	31	20	29	28	36
Konsolide Borçlar ^a	0,5	2,9	0,1	53,6	0,0	0,0	1,1	7	0	5	11	7	4	2
Kısa Vadeli Avans ^a	86,2	74,9	68,8	34,6	75,4	50,1	55,7	47	52	50	55	55	56	46
FAİZ	21	41	34	116	156	257	717	1.676	2.488	4.803	10.036	16.914	34.087	85.418
Tahvil ^b	85,7	80,5	67,6	42,2	71,2	65,4	55,6	48,1	51	64	63	9	47	50
Bono ^b	9,5	14,6	23,5	23,3	26,3	31,9	34,4	29,2	46	34	17	29	44	49
Konsolide Borçlar ^b	0,0	0,0	2,9	31,9	0,0	0,0	8,5	19,6	0,0	0,0	19	9	6	0,0
Kısa Vadeli Avans ^b	4,8	4,9	5,9	2,6	2,6	2,7	1,4	3,0	3	2	1	2	4	2
TOPLAM BORÇLANMA	595	884	1.098	3.534	2.437	4.741	8.650	15.307	23.387	34.746	47.008	114.593	282.333	599.873
Tahvil ^c	8,4	3,2	5	5,7	8,2	14,2	15	13	16	26	27	10	27	29
Bono ^c	10,1	18,8	23	2,2	20,3	25,7	21	26	22	22	18	30	27	30
Konsolide Borçlar ^c	36,0	21,6	21	73,4	33,6	30,0	29	32	32	20	17	14	3	1
Kısa Vadeli Avans ^c	45,5	56,4	50	18,7	38,0	30,1	35	28	30	32	39	46	43	40
NET BORÇLANMA	400	270	371	1.831	1.461	2.420	3.557	6.107	11.201	12.476	14.590	39.685	94.997	161.413
Tahvil ^d	11	7,0	7,0	10	11,6	20,7	13,9	4,9	22	40	54	13	54	63
Bono ^d	10	14,4	17,5	-5	19,4	9,6	9,3	18,0	6	8	13	32	25	14
Konsolide Borçlar ^d	53	64,1	61,2	92	56,0	58,7	69,5	71,3	67	48	30	28	2	-2
Kısa Vadeli Avans ^d	26	14,4	14,3	4	12,9	11,0	7,2	5,8	6	4	2	27	18	24
BORÇ STOKU	721	991	1.341	3.173	4.634	6.972	10.514	17.218	28.458	41.934	57.180	97.647	194.236	357.347
Tahvil ^e	20	16,1	13,9	11,3	11,5	15	14	14	17	26	33	25	44	53
Bono ^e	7	8,9	11,4	1,8	7,3	7	8	11	9	8	10	19	22	18
Konsolide Borçlar ^e	47	51,4	54,9	76,2	69,8	67	68	67	67	60	53	42	18	9
Kısa Vadeli Avans ^e	27	23,6	19,8	10,7	11,4	11	10	8	7	6	5	14	16	20

	1994	1995	1996	1997	1998	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007
TOPLAM ÖDEME	1.092.620	1.774.208	4.911.403	5.264.585	14.471.510	25.477.768	37.577.493	164.360.842	141.059.233	166.357.352	183.553.146	174.491.083	157.551.600	155.732.867
ANAPARA	861.585	1.271.404	3.585.986	3.287.422	8.844.833	15.579.145	18.968.070	123.876.596	97.590.694	113.721.373	133.500.274	135.221.521	118.892.883	114.193.187
Tahvil ^a	18	7	15	28	27	39	63	78	49	40	58	61	77,5	83,0
Bono ^a	46	76	79	68	69	61	37	22	51	60	42	39	22,5	17,0
Konsolide Borçlar ^a	4	10	1	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Kısa Vadeli Avans ^a	32	6	5	4	4	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
FAİZ	231.035	472.805	1.325.417	1.977.163	5.626.676	9.898.623	18.609.423	40.484.246	43.468.540	52.635.978	50.052.872	39.269.562	38.658.718	41.539.680
Tahvil ^b	49	23	25	44	46	49	91	85	71	67	78	84	94	96,0
Bono ^b	49	75	75	56	54	51	9	15	29	33	22	16	6	4,0
Konsolide Borçlar ^b	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Kısa Vadeli Avans ^b	2	1	1	1	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
TOPLAM BORÇLANMA	1.303.548	1.833.102	5.345.792	6.370.002	14.254.324	26.886.405	32.468.545	209.613.234	125.303.125	158.238.383	163.596.496	155.520.456	125.581.080	118.033.116
Tahvil ^c	16	20	23	50	33	74	82	78	47	64	62	26	85	86,5
Bono ^c	49	71	70	48	67	26	18	22	53	36	38	74	15	13,5
Konsolide Borçlar ^c	10	1	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Kısa Vadeli Avans ^c	25	8	7	2	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
NET BORÇLANMA	441.962	561.699	1.759.807	3.082.580	5.409.490	11.307.260	13.500.475	85.736.639	27.712.432	44.517.010	30.096.222	20.298.934	6.688.197	3.839.929
Tahvil ^d	11	48	40	74	42	123	109	79	39	126	84	161	223	190
Bono ^d	54	58	51	28	64	-23	-9	21	61	-26	16	-61	-123	-90
Konsolide Borçlar ^d	23	-19	-1	-1	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Kısa Vadeli Avans ^d	12	12	10	-1	-6	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
İÇ BORÇ STOKU**	799.309	1.361.007	3.148.985	6.283.425	11.612.885	22.920.145	36.420.620	122.157.260	149.869.691	194.386.700	224.482.922	244.781.857	251.470.054	255.309.982
Tahvil ^e	30	38	40	57	50	56	94	84	25	87	87	93	96	98
Bono ^e	38	46	49	38	50	14	6	16	75	13	13	7	4	2
Konsolide Borçlar ^e	17	2	0,0	0,0	0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Kısa Vadeli Avans ^e	15	14	2	5	0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0

Kaynak: T.C Başbakanlık Hazine Müsteşarlığı web sayfası, <http://www.hazine.gov.tr/stat/icborcistatistikleri.htm> [28.05.2007]

^a Anaparanın yüzdesi, ^b Faizin yüzdesi, ^c Toplam borcun yüzdesi, ^d Net borcun yüzdesi, ^e İç borç stokunun yüzdesi

Tablo 3. Türkiye'nin İç Borç Göstergeleri, (%), 1980–2006

	1980–1985	1986–1990	1991–1995	1996–2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006
İç Borç Servisi /GSMH	7,54	10,98	19,92	26,56	93,1	51,3	46,6	42,8	35,9	27,4
İç Borç Servisi/Kons.Bütçe Vergi Gelirleri	56,76	-25,68	-112,74	-164,16	-413,3	-236,5	-197,3	-203,8	-163,2	-119,2
İç Borç Servisi/Kons.Bütçe Gelirleri	48,58	84,4	-90,48	-105,44	-318,9	-186,6	-197,3	-152,6	-117,6	94,1
İç Borç Faiz Ödemeleri/Kons.Bütçe Vergi Gelirleri	4,28	14,7	27,78	54,52	101,8	72,9	62,4	55,6	36,7	29,2

Kaynak: T.C Başbakanlık Hazine Müsteşarlığı web sayfası⁶⁶ ile DPT web sayfasından⁶⁷ faydalanılarak hazırlanmıştır.

⁶⁶ T.C Başbakanlık Hazine Müsteşarlığı web sayfası, <http://www.hazine.gov.tr/stat/ButceFinansmani> [28.06.2007]

⁶⁷ DPT web sayfası, <http://ekutup.dpt.gov.tr/ekonomi/gosterge/tr/1950-06/esg.htm> [28.06.2007]

Tablo 3’de Türkiye’nin iç borç göstergeleri yüzde olarak sunulmuştur. Bilindiği üzere iç borçların ödenmesinde en güvenilir kaynak vergi gelirleridir. Vergilerin kaynağı ise GSMH’dır. Dolayısıyla GSMH’nın ne kadarının iç borç ödemelerinde kullanılacağıın bilinmesi gereklidir.

Tablo 3’e göre 1980–1985 döneminde GSMH’nın ortalama olarak 7,54’ü iç borç servisine ayrılırken bu oran 2001 yılına kadar sürekli artarak %93,1’e çıkmıştır. 2002 yılından itibaren de azalarak 2006 yılında GSMH’nın %27,4’ü iç borç servisine ayrılmıştır. Anlaşılacağı üzere 1990 yılına kadar iç borç servisi/GSMH oranı ortalamanın altında iken bu oran 1991 yılı sonrası sürekli yükselmiş ve en yüksek değer kriz yılında meydana gelmiştir. 2002 yılından itibaren ekonomi açısından olumlu gelişme yaşanmış olup, söz konusu oran sürekli azalış eğilimi göstermiştir.

İç borç servisi/konsolide bütçe gelirleri oranı devletin iç borç ödeme gücünü göstermektedir. Oranın yüksek çıkması devletin iç borç ödemelerinde çeşitli sorunlar yaşadığını veya yaşayacağını göstermektedir (Saraçoğlu, 2002: 66). İç borç servisi/konsolide bütçe gelirleri oranı 1980-1985 döneminde ortalama %48,58, 1986-1990 döneminde ortalama 84,4 olarak gerçekleşmiştir. 1991 yılından itibaren (2006 yılı hariç) ise konsolide bütçe gelirleri iç borç servisini karşılamaya yetmemiştir. Konsolide bütçe gelirlerinin büyük bir kısmını vergi gelirleri oluşturmaktadır. Aynı şekilde konsolide bütçe vergi gelirleri de 1986 yılından itibaren (1990 yılı hariç) iç borç servisine yetmemiştir.

Belirtmek gerekir ki iç borç servisi/konsolide bütçe vergi gelirleri oranının bu kadar yüksek olmasının sakıncaları ekonominin durumuna göre değişmektedir. Şöyle ki, canlı bir ekonomide GSMH artışları ve vergi gelirleri düzenli olduğundan, devletin gelir kaynaklarındaki rahatlık nedeniyle bu oranın yüksek çıkması, devleti herhangi bir iç borç ödeme sorunuyla karşılaştırmayacaktır. Ancak bu oran küçük çıktığı halde devletin gelir kaynaklarının düzenli olarak artmaması ve vergilerin istenilen düzeyde toplanmaması nedeniyle devlet iç borç ödeme sorunuyla karşılaşabilir (Erol, 1992: 128).

2. İç Borç Stokunun Borçlanma Araçlarına Göre Dağılımı, Yapısı ve GSMH'ya Oranı

Türkiye'nin iç borç stokunu, çıkarılan devlet tahvili ve hazine bonusu ile TCMB'ndan alınan KVA ve kısa süreli borçların konsolidasyonu suretiyle oluşan konsolide borçlar oluşturmaktadır. 1980 yılından bu yana uygulanan politikalar sonucu iç borç stoku sürekli artış eğilimi içinde olmuştur. Bu eğilim tablo 4'de net olarak görülmektedir.

Tablo 4. Yıllar İtibariyle İç Borç Stokunun Borçlanma Araçlarına Göre Yüzde Dağılımı, 1980–2006

Yıllar	İç Borç Stoku (Bin YTL)	H.Bonusu/İç Borç Stoku (%)	Tahvil/İç Borç Stoku (%)	Konsolide Borçlar /İç Borç Stoku (%)	Kısa Vadeli Avans /İç Borç Stoku (%)
1980	721	6,80	19,56	46,60	27,05
1985	6.972	7,01	14,80	66,78	11,40
1990	57.180	9,56	32,88	52,54	5,02
1995	1.361.007	46,38	37,60	1,91	14,11
2000	36.420.620	5,65	94,35	0,0	0,0
2001	122.157.260	16,40	83,60	0,0	0,0
2002	149.869.691	24,70	75,30	0,0	0,0
2003	194.386.700	13,07	86,93	0,0	0,0
2004	224.482.922	13,49	86,51	0,0	0,0
2005	244.781.857	7,28	92,72	0,0	0,0
2006	251.470.054	3,81	96,19	0,0	0,0

Kaynak: T.C Başbakanlık Hazine Müsteşarlığı web sayfası⁶⁸

Bali ve Çelen'e göre (2003: 19), iç borç stokunun büyüklüğü tasarruf sahiplerinin davranışını yönlendiren bir faktördür. İç borç stoku ne kadar büyürse, devletin davranışını değiştirme riski (diğer bir ifade ile tasarruf sahiplerini aldatma ihtimali) o kadar artmakta, borçlanma vadesi kısalmakta, bu da borç stokunun yılda birkaç kez döndürülmesi sonucunu doğurmaktadır. Bütün bunların nedeni, belirsizlik sonucu tasarrufçunun endişesinin artmasıdır.

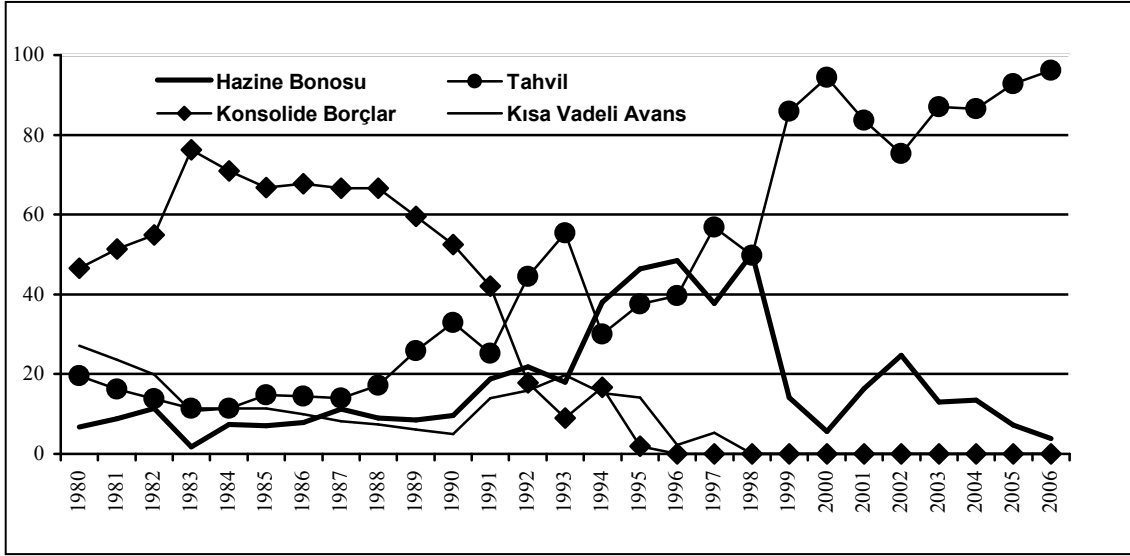
1980 yılında 721 Bin YTL olan iç borç stoku, 1985 yılında 6.972 Bin YTL'ye yükselmiştir. Toplam iç borç stokundaki bu yükselişin büyük bir çoğunluğu konsolide

⁶⁸ T.C Başbakanlık Hazine Müsteşarlığı web sayfası, <http://www.hazine.gov.tr/stat/icborcistatistikleri.htm> [29.05.2007]

borçlardaki artıştan kaynaklanmıştır. Toplam iç borç stoku içinde konsolide borçların payı; 1985 yılına kadar artış, sonrasında ise azalış eğilimindedir. 1980 yılında % 46,60 olan bu oran, 1985 yılında % 66,76'ya yükselmiş, daha sonraki yıllardan itibaren azalarak 1990 yılında %52,54 olarak gerçekleşmiştir [Bkz. Tablo:4]. Konsolide borçlara TCMB'nda oluşan borçlar ve uzun vadeli borç miktarının fazla olmasından dolayı başvurulmuştur. 1990 yılından itibaren iç borç stoku içinde konsolide borçların payının azalmasının nedeni kur farklarından doğan borçların karşılığında senet verilmesi ve tahkim tahvillerinin tahvillere aktarılması ile konsolide borçlarda sadece kur farklarından doğan borçların takip edilmeye başlanmasıdır (Kaya, 1997: 27). 1996 yılından itibaren ise konsolide borçlar kayıtlarda yer almamıştır.

1995–2000 dönemindeki iç borç stokundaki artışın nedeni ise dünyada yaşanan ekonomik buhranın etkisiyle Türkiye'de yaşanan kriz ortamıdır. Bu krize neden olan diğer faktörler ise, önlenemez iç borç artışları ve fiyatlar genel seviyesindeki yükselmedir.

2000 yılı sonunda 36.420.620 YTL olan iç borç stoku, kriz yılı olan 2001 yılı sonunda 122.157.260 Bin YTL'ye, 2002 yılı sonu itibarıyla da %22,7 oranında artarak 149.869.691 Bin YTL'ye ulaşmıştır. 2003 yılında bir önceki yıla göre %29,7 oranında artarak 194.386.700 bin YTL'ye yükselen iç borç stoku, 2004 yılında %15,5 artışla 224.482.922 Bin YTL düzeyine çıkmıştır. 2005 yılında %9,0 oranında artarak 244.781.857 bin YTL olan iç borçlar, 2006 yılında da %2,7 oranında artarak 251.470.054 Bin YTL'ye ulaşmıştır [Bkz. Tablo:4]. Görüleceği üzere 2001 yılında iç borç stokunda bir önceki yıla göre 3 katlık bir artış yaşandığı dikkati çekmektedir. Bu artışın nedenleri ise, eskiden iç borç stokunda yer almayan bankaların görev zararları ile bankalardan devralınan borçların iç borç stokuna dahil edilmesi ve krizden çıkabilmek için IMF'den yüklü miktarlarda borçlanmaya gidilmesidir.



Grafik 1. İç Borç Stokunun Borçlanma Araçlarına Göre Yüzde Dağılımı, 1980–2006
Kaynak: Tablo 4’deki verilerden faydalanılarak hazırlanmıştır.

Grafik 1, iç borç stokunun borçlanma araçlarına göre yüzde dağılımını göstermektedir. Grafiğe göre, KVA’ların toplam iç borç stoku içindeki payının 1980–1990 yılları arasında azalış eğiliminde olduğu görülmektedir. Bu azalışın nedeni aslında Hazine Müsteşarlığı ile TCMB arasındaki yakın işbirliğin sonucudur. Ayrıca TCMB’ndan alınan avansların düşmesinin bir diğer nedeni avansların zamanında ödenmeyerek konsolide borçlar içine kaydırılmasıdır. İç borç stoku içinde konsolide borçların artış nedeni de buna bağlanabilir. Bunun sonucunda, iç borç stoku içinde konsolide borçların payı yükselirken, KVA’ların payı azalmakta; böylece para otoritesinin uzun vadeli kaynaklara başvurduğu izlenimi yaratılmaktadır (Saraçoğlu, 2002: 58–59). 1990 yılı sonrasında Hazine Müsteşarlığı ile TCMB arasındaki işbirliğin bozulması Hazine Müsteşarlığı’nın tekrar KVA’ya yönelmesine neden olmuştur (Şen, 2004: 65).

1991 yılında, Körfez krizinin olumsuz etkileri, enflasyonist beklentiler ve seçimler dolayısıyla büyüyen kamu harcamaları sonucunda Hazine Müsteşarlığı, kısa vadeli borçlanmak zorunda kalmış; KVA’nın iç borç stoku içindeki payı 1990 yılında %5,02 iken 1995 yılında %14,11’e yükselmiştir. Söz konusu dönemde KVA’nın payının artmasının diğer bir nedeni ise iç borç geri ödemeleri nedeniyle artan finansman ihtiyacıdır. 1994 yılından itibaren Hazine Müsteşarlığı’nın TCMB’nden avans kullanım hakkının sınırlandırılması sonucunda KVA’nın iç borç stoku içindeki payı düşmeye başlamış, 1998 yılında Hazine Müsteşarlığı ile TCMB arasında yapılan protokol gereği, ay içerisinde

Hazine Müsteşarlığı tarafından kullanılacak KVA imkanın ay sonları itibariyle kapatılması uygulamasına geçilmesiyle bu pay sıfıra düşürülmüştür. Hazine Müsteşarlığı'nın TCMB avanslarını kullanma imkanının ortadan kalkmasıyla birlikte iç borçlanmada da hızlı bir artış yaşanmaya başlanmıştır. Bu durum yeterince gelişmemiş bankacılık piyasasında büyük krizler yaşanmasına da sebep olmuştur. Böyle bir ortamda yükselen reel faizler iç borcun GSMH'ya olan oranını da sürekli artırmıştır [Bkz. Tablo:6].

Grafik 1'den net olarak görüleceği üzere 1980–1990 döneminde yoğun olarak konsolide borç türünün kullanılmış olması nedeniyle hazine bonosunun iç borç stoku içindeki payı %10'ların altında seyretmiştir. 1984 yılında borçlanma yetkisinin Maliye Bakanlığı'ndan Hazine Müsteşarlığı'na geçmesi üzerine hazine bonosunun iç borç stoku içindeki payı yükselmiştir. Bu durum devletin borçlanmaya rahat başvurabildiğinin göstergesi olmuştur. Daha sonra hazine bonosunun toplam iç borç içindeki payı en fazla 1990 sonrası dönemde artış göstermiştir. 1995 yılı sonunda bonolar iç borçların neredeyse %50'sini oluşturur duruma gelmiştir [Bkz Tablo 4].

1994 yılı kriz yılı olması nedeniyle Hazine Müsteşarlığı'nın finansman ihtiyacının artması sonucu, krizi kısa vadeli borçlanmak yoluyla aşma çabaları ve 1998 yılında KVA kullanımının terk edilmesi hazine bonosunun iç borç stoku içindeki payını iyice arttırmıştır. Ekonominin bu kısa vadeli borç sarmalından çıkarılması için, Hükümet 1999 yılında kısa vadeli iç borçlanma konusunda önlem almıştır. Çünkü ekonomi bu kadar kısa vadeli iç borcu kaldıramayacak hale gelmiştir. Hükümet IMF görüşmeleriyle dış kaynak bulma yoluna gitmiştir. 2000 yılında hazine bonosunun iç borç stoku içindeki payı %5,7'ye gerilemiştir [Bkz Tablo 4].

Devlet tahvilinin toplam iç borç stoku içerisindeki payı ise 1980 yılında % 19,56 iken, bu pay giderek azalmış ve 1985 yılında % 14,80'e gerilemiştir. 1985 yılından itibaren ise bu pay artma eğilimine girmiş, 1990 yılında % 32,88, 1995 yılında % 37,60, 2000 yılında % 94,35 ve 2006 yılında % 96,19'a kadar yükselmiştir. Borçlanmada vadenin uzun olması ekonomik açıdan uygun sayılabilir. Özellikle 1984 yılındaki konsolidasyondan sonra uzun vadeli borçlar aşırı miktarda artmıştır. 1984 yılından 1992 yılına kadar hazine bonosunun iç borç stoku içerisindeki payı %10'lar civarında seyretmiştir. Fakat 1998 yılında hazine bonosunun iç borç stoku içerisindeki payının artması sonucu

devlet tahvilinin payı azalmıştır [Bkz. Grafik 1]. Daha sonraki yıllardan itibaren ise devlet tahvilinin payı hızla yükselmiştir [Bkz Tablo 4].

2000 yılından itibaren iç borçların vadesinin uzaması, borcun yenilenme riskini azalttığından olumlu bir gelişmedir. İç borçlardaki bu dönüşüm, yeni bir borçlanma aracı olan değişken faizli tahvil kullanılması ile mümkün olmuştur. Vade yönünden tahvil niteliğinde olan bu senedin faizi, çeşitli şekillerde Hazine ihalelerinde oluşan faize bağlı olarak değişmektedir. Yani Hazine Müsteşarlığı, borcun yenilenmesi riskinden kurtulmakta, buna karşılık faiz riskini üstlenmektedir (Sayıştay, 2000: 42)⁶⁹.

Tablo 5’de iç borç stokunun yapısı gösterilmiştir. Buna göre, 2000 yılında iç borç stoku içinde %56 olan sabit getirili senetlerin payı 2001 yılı sonunda %15’e gerilerken, %36 olan değişken faizli senetlerin payı %50’ye yükselmiştir. Döviz cinsinden ve dövize bağlı senetlerin payı ise %8’den %36’ya çıkmıştır. 2002 yılı sonunda iç borç stokunun %25’i sabit getirili, yüzde 43’i değişken faizli ve %19’u döviz cinsinden, %13’ü de dövize endeksli olmak üzere %32’si dövize bağlıdır.

2003 yılında iç borç stoku içinde sabit getirili senetlerin payı %35 iken, 2007 yılında bu pay %46’ya yükselmiştir. 2003 yılında iç borç stoku içinde %44 olan değişken faizli senetlerin payı ilerleyen yıllarda yine aynı düzeyde gerçekleşmiştir. 2003 yılında iç borç stoku içinde döviz cinsinden senetlerin payı %13 iken, 2004 yılında %14 gerçekleşmiş olup, 2007 yılında bu pay %10’a gerilemiştir. Dövize endeksli senetlerin payı 2002 yılından itibaren azalma göstererek 2007 yılında hiç gerçekleşmemiştir [Bkz. Tablo:5].

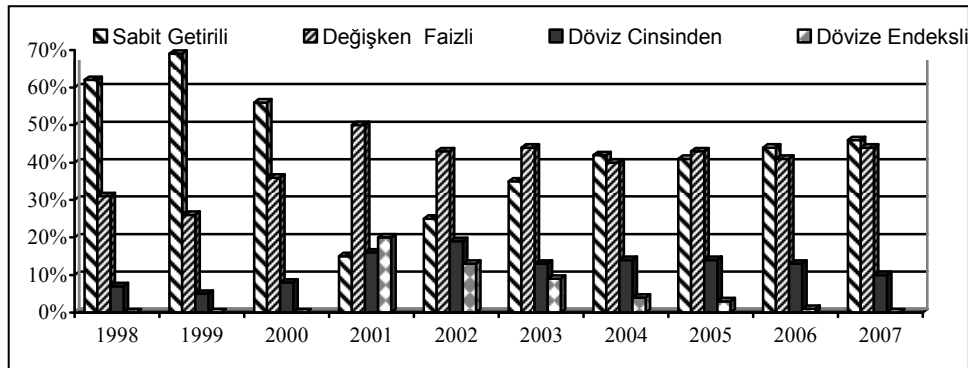
İç borç stokunun yapısının gösterildiği grafik 2’den görüleceği üzere, iç borç stoku içinde sabit getirili ve değişken faizli devlet iç borçlanma senetleri daha fazla yer almaktadır. 1998 yılında sabit getirili senetler en yüksek paya sahipken, 2007 yılında neredeyse aynı paya sahip olmuşlardır. Hazine Müsteşarlığı’nın değişken faizli devlet iç borçlanma senedi ihracına gitmesindeki amacı, iç borçların vadesini uzatma gereğidir. Yani Hazine Müsteşarlığı, 2006 yılından itibaren iç borçlanmada hem sabit getirili, hem de değişken getirili YTL cinsinden devlet iç borçlanma senetleri ihracına dayalı bir borçlanma politikası izlemektedir.

⁶⁹ T.C Sayıştay Başkanlığı web sayfası, <http://www.sayistay.gov.tr/rapor/rapor3.asp?id=20> (29.06.2007).

İzlediği bu borçlanma politikası ile birlikte 2005 yılında iç borçlanmanın toplamı 155.520.456 Bin YTL iken, 2007 yılında 118.033.116 Bin YTL'ye düşmüştür. Söz konusu azalmayla birlikte vade uzaması ve faiz düşüşü de söz konusu olmuştur. Ayrıca Hazine Müsteşarlığı yine borçlanma vadelerinin uzatılması doğrultusunda, değişken faizli tahvil ihraçlarının vadelerini 5 yıldan 7 yıla çıkartmıştır⁷⁰.

Belirtmek gerekir ki, 2007 yılı Şubat ayından itibaren ilk defa Hazine Müsteşarlığı'nın borçlanma programında enflasyona endeksli tahviller yer almıştır. TÜFE'ye endeksli tahvil ihracı ile birlikte iç borç yönetiminin amaçları arasında yer alan borçlanma vadesinin uzatılması ve yatırımcı tabanının genişletilmesi amacıyla bu tahviller de büyük katkı sağlamıştır.

Bütçenin sağlıklı bir yapıya kavuştuğunun olumlu göstergesi olarak kabul edilebilecek bu gelişmelerin böyle devam ettiği sürece iç borçlanma, kendi kendini besleyen bir yapıdan çıkarak, yeniden ekonomi politikasının bir aracı haline gelebileceği yorumu yapılabilir.



Grafik 2. İç Borç Stokunun Yapısı (%), 1998–2007

Kaynak: Tablo 5'deki verilerden faydalanılarak hazırlanmıştır.

⁷⁰ T.C Başbakanlık Hazine Müsteşarlığı web sayfası, http://www.hazine.gov.tr/guncelduyuru/KAF_20071218_2008_FinansmanProg.pdf (25.04.2007).

Tablo 5. İç Borç Stokunun Yapısı, [Aksi Gösterilmedikçe Trilyon TL], 1998–2007

	1998	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007
Nakit	9.871	20.400	29.591	58.354	89.271	130.484	165.509	194.153	208.376	220.582
Sabit Getirili ^{aa}	58	67	53	15	25	35	42	41	44	46
Değişken Faizli ^a	20	17	25	9	12	15	16	24	25	31
Döviz Cinsinden ^a	7	5	3	6	11	9	12	13	13	10
Döviz Endeksli ^a	0	0	0	18	12	8	3	2	0	0
Nakit Dışı	1.742	2.520	6.830	63.804	60.599	63.903	58.904	50.629	43.094	34.728
Sabit Getirili ^b	4	2	3	0	0	0	0	0	0	0
Değişken Faizli ^b	11	9	11	41	31	28	24	19	16	13
Döviz Cinsinden ^b	0	0	5	10	8	4	2	1	0	0
Döviz Endeksli ^b	0	0	0	2	1	1	1	1	1	0
Toplam	11.613	22.920	36.421	122.157	149.870	194.387	224.483	244.782	251.470	255.310
Sabit Getirili ^c	62	69	56	15	25	35	42	41	44	46
Değişken Faizli ^c	31	26	36	50	43	44	40	43	41	44
Döviz Cinsinden ^c	7	5	8	16	19	13	14	14	13	10
Döviz Endeksli ^c	0	0	0	20	13	9	4	3	1	0

^a Nakit'in yüzdesi

^b Nakit dışının yüzdesi

^c Toplam stokun yüzdesi

Kaynak: T.C Başbakanlık Hazine Müsteşarlığı web sayfası⁷¹

⁷¹ T.C Başbakanlık Hazine Müsteşarlığı web sayfası, http://www.hazine.gov.tr/stat/yillik_stok_ayrim.htm [31.10.2007]

Tablo 6. İç Borç Stokunun GSMH'ya Oranı (%), 1980–2006

Yıllar	GSMH*	Tahvil/ GSMH	Bono /GSMH	Kons. Borç /GSMH	Avans /GSMH	Toplam /GSMH
1980	5.303	2.7	1.0	6.3	3.6	13.6
1985	35.350	2.9	1.4	13.2	2.2	19.7
1990	397.178	5.7	1.4	6.6	0.7	14.4
1995	7.854.887	6.5	8.0	0.3	2.4	17.3
2000	125.970.544	27.3	1.6	0.0	0.0	28.9
2001	176.483.953	57,9	11,3	0.0	0.0	69,2
2002	275.032.366	41,0	13,5	0.0	0.0	54,5
2003	356.680.889	47,4	7,1	0.0	0.0	54,5
2004	428.932.343	45,3	7,1	0.0	0.0	52,3
2005	486.401.032	46,7	3,7	0.0	0.0	50,3
2006	575.783.962	42,0	1,7	0.0	0.0	43,7

* Cari Fiyatlarla

Kaynak: DPT web sayfası⁷²

Tablo 6'da iç borç stokunun GSMH'ya oranı gösterilmiştir. İç borç stokunun GSMH'ya oranı kümülatif olarak iç borç yükünü göstermektedir. Bir ülkede oluşan iç borç stokunun toplam nüfusa bölünmesi, bireyler üzerindeki iç borç miktarını gösterir. Bu miktarın bireylerin gelirlerine bölünmesi ise bireysel iç borç yükünü göstermektedir (Ünsal, 2003: 194).

1980 yılında iç borç stokunun GSMH'nın %13,6'sına, 1985 yılında %19,7'ine, 1990 yılında % 14,4'üne, 1995 yılında % 17,3'üne, 2000 yılında % 28,9'una, 2001 yılında % 69,2'sine ve 2006 yılında % 43,7'sine eşit olduğu görülmektedir. Anlaşılacağı üzere toplam iç borç stokunun GSMH içindeki payı, 2001 yılına kadar %14 ile %29 arasında değişmiş, 2001 yılında ise en fazla paya sahip olmuştur.

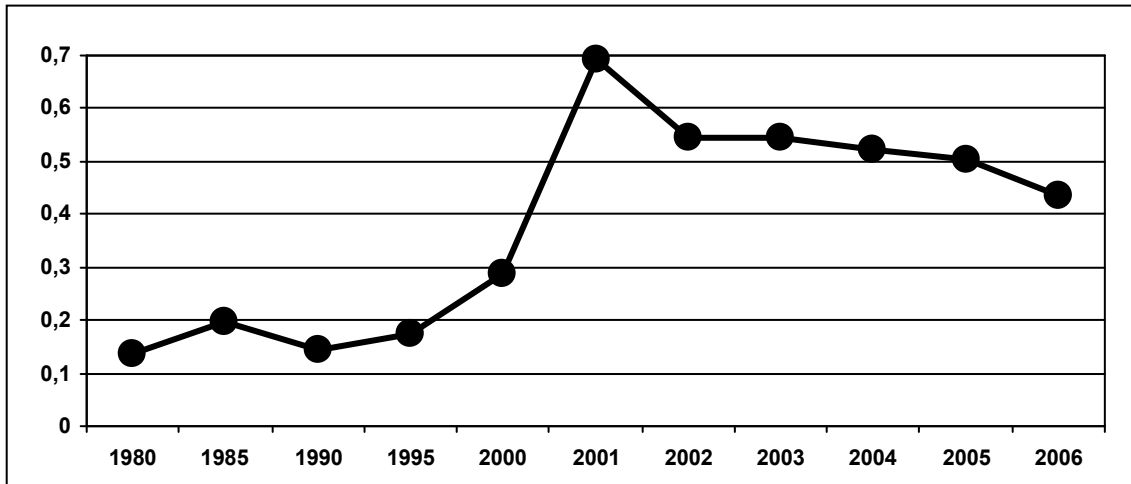
1983 yılındaki yükselişin nedeni, bu yıl içindeki konsolide borçların tutarındaki artıştır. İç borç stoku/GSMH oranının 1987 yılından itibaren iç borçlar yerine dış borçlara yönelmesi ve fonların kıtlığı nedeniyle söz konusu oran düşme eğilimi göstermiştir. Kurumsal ve özel tasarrufların yetersizliği ve sermaye piyasasının gelişmemiş olmasından dolayı da gönüllü iç borçlanmalar sınırlı düzeyde kalmıştır. Ayrıca toplumsal alışkanlıklar ve psikolojik yapı nedeniyle, özel tasarrufların devlet iç borçlanma senedi alınarak değerlendirme alışkanlığı yaygın değildir (Erol, 1992: 115).

1998 yılı sonrasında, kamu kesiminin TCMB kaynaklarını kullanmasının yolu olan KVA uygulamasının terk edilmesi ile Hazine Müsteşarlığı borçlanmada yatırımcı-

⁷² DPT web sayfası, <http://ekutup.dpt.gov.tr/ekonomi/gosterge/tr/1950-06/esg.htm> [30.05.2007]

ların faiz tercihleriyle baş başa kalmış, Asya ve Rusya’da yaşanan krizlerin de etkisiyle iç borç stokunun GSMH’ya oranı önemli yükselişler göstermiştir [Bkz. Tablo:6].

2000 yılında uygulanan kur çıpasına dayalı istikrar programı ile iç borç stokunun GSMH’ya oranı %28,9 seviyesinde korunabilmiştir [Bkz. Tablo:6]. 2001 yılında ise söz konusu oran %69,2 ile en yüksek seviyesine ulaşmıştır. 2001 yılı devalüasyonundan sonra IMF’nin Kemal Derviş aracılığıyla yaptırdığı bankacılık reformu sonucunda Mart ayında 51 Katrilyon olan iç borç stoku, Temmuz ayında 96 Katrilyon’a çıkmıştır⁷³. Bu yıl kamu bankaları ve TMSF kapsamındaki bankaların yeniden yapılandırılması işlemleri⁷⁴ için ihraç edilen özel tertip devlet iç borçlanma senetleri nedeniyle iç borç stoku miktarı yıl sonunda 122 katrilyona yükselerek, 2000 yılına göre 86 katrilyon lira artmıştır [Bkz Tablo:4].



Grafik 3. İç Borç Stoku/GSMH (%), 1980–2006

Kaynak: Tablo 6’deki verilerden faydalanılarak hazırlanmıştır.

İç borç stokunun GSMH’ya oranının artması aynı zamanda iç borç stokundaki artışın sürdürülemez olduğunu göstermektedir. Buna göre reel faiz, büyüme hızından büyük olduğunda matematiksel olarak iç borç stokunun GSMH’ya oranı artacaktır.

⁷³ T.C Başbakanlık Hazine Müsteşarlığı web sayfası, <http://www.hazine.gov.tr/stat/80y-2001.htm> (11.01.2008).

⁷⁴ Kamu bankalarının görev zararı karşılığı verilen kıymetler ile TMSF bünyesindeki bankalara verilen kıymetlere ilişkin işlemlerle ilgili ayrıntılı bilgi için Bkz. T.C Sayıştay Başkanlığı web sayfası, 2001 Yılı Hazine İşlemleri Raporu, <http://www.sayistay.gov.tr/rapor/hazine/islemler/2001/2001hazineislem.pdf>.

Çünkü daha yüksek faiz oranı iç borç stokunu, büyüme hızının GSMH'yi arttırdığından daha fazla büyütecektir. Bu durum borç krizi yaşanmasına neden olmaktadır (Seyhan, 2001: 99). Öyle ki grafik 3'ten de görüleceği üzere 2001 yılında yaşanan gelişmeler bu durumu en teşkil eder niteliktedir.

2001 yılının ardından elde edilen yüksek oranlı ve sürekli büyüme dinamiği yardımıyla, 2002 yılında iç borç stokunun GSMH'ye oranı %54,5'e düşmüştür. 2003 yılında bu oranda bir azalış olmamış ve oran sabit kalmıştır. İlerleyen yıllarda söz konusu oran azalarak 2006 yılında % 43,7 seviyesine inmiştir [Bkz. Tablo:6].

3. İç Borçların Birincil Piyasada Alıcılara Göre Dağılımı

Tablo 7'de iç borçların alıcılara göre dağılımı gösterilmektedir. İç borçların alıcılara göre dağılımı tablosu, bono ve tahvillerle yapılan borçlanmanın yıllar itibariyle hangi kaynaklardan sağlandığını net olarak göstermektedir. Önce de belirtildiği üzere borçlanmanın kimlerden yapıldığı ekonomi üzerinde farklı etkiler meydana getirmekte ve bu etkiler iç borç yönetiminin başarısında önem taşımaktadır.

Tablo 7'den net olarak görüleceği üzere, ihraç edilen hazine bonusu ve devlet tahvillerinin %90'ına yakın bir bölümü bankalar tarafından satın alınmış ve bu oran yıllar itibariyle çok fazla değişmemiştir. Bankaların payı en yüksek değerini 1991 yılında alırken, 1994 kriz yılında en düşük değerini almıştır.

İç borçlanma senetlerinin en önemli alıcısı konumunda olan bankaların iç borçlanma senedi talep etmelerinin nedeni bankacılık işlemlerinde kullanmak ve kanuni zorunlulukları yani bankaların yedek akçeleri karşılığı olarak ve dispoñibilite⁷⁵ zorunluluğunu yerine getirmek için portföylerinde tutmak ve teminat olarak kullanmaktır.

⁷⁵ Bankalar, yükümlülüklerini kolaylıkla yerine getirebilmeleri, kendilerine tevdi olunan paraları talep anında ya da vadelerinde derhal iade edecek durumda olabilmeleri ve ödeme güçlükleriyle karşılaşmalarını için kasalarında, Merkez Bankası'ndaki serbest hesaplarında, iç ve dış muhabirleri nezdinde, yeterli ödeme imkânı ve/veya portföylerinde her an paraya çevrilebilir menkul değerler bulundurmaları zorundadırlar. Likiditesi yüksek olan, diğer bir deyişle derhal kullanılabilen veya süratle paraya çevrilebilen bu değerler, bankanın dispoñibilitesini oluşturur (TÜSİAD: 2005: 66). TCMB, dispoñibilite uygulamasına 2006 yılında son vermiştir. Bankaların Merkez Bankası nezdinde iç borçlanma senedi tutma zorunluluğunun ortadan kaldırılmasıyla, bankalara kaynaklarını daha esnek kullanma olanağının sağlanacağını öngören TCMB, Avrupa Birliği Komisyonunun Kasım 2005'te yayınladığı ilerleme raporunda "kamunun finansal kuruluşlara imtiyazlı erişiminin engellenmesi" maddesiyle çelişen dispoñibilite oranının kaldırılmasıyla Avrupa Birliği müktesebatına uyum konusunda önemli bir adım atıldığını belirtmiştir (TÜSİAD: 2005: 66).

Özel tasarruf kesimini oluşturan özel kuruluşlar ile tasarruf sahiplerinin devlet tahvili ve hazine bonosu alıcıları içinde çok önemsiz bir paya sahip olduğu görülmektedir. Kamu kurumlarından borçlanma ise özel kuruluşlara nazaran daha yüksek bir orandadır. Yani borçlanmanın kaynağı genellikle banka kesimi olmaktadır.

Yıllar itibariyle değerlendirecek olursak, hazine bonosu alıcıları içinde özel kuruluşların payı; 1987 yılında %4,4, 1990 yılında %1,5, 1995 yılında %3,8, 2000 yılında %8,6, 2007 yılında %9,4'dur. Devlet tahvili alıcıları içinde özel kuruluşların payı; 1987 yılında %3,4, 1990 yılında %0,9, 1995 yılında %2,6, 2000 yılında %2,8, 2007 yılında %0,1'dir [Bkz. Tablo:7]. Görüleceği üzere devlet tahvili alıcıları içinde özel kuruluşların payı 1988 yılından itibaren düşüş eğilimi içindedir.

Aynı şekilde hazine bonosu alıcıları içinde tasarruf sahiplerinin payı, 1987 yılında %0,1, 1992 yılında %5,8 iken bu oran 1993 yılında halka doğrudan satış uygulamalarının da etkisiyle %24'e yükselmiştir. Aslında tasarruf sahiplerinin elinde gözüken bu miktar gerçeği yansıtmayabilir. Çünkü halka satışlar sırasında senetlerin aslında ne kadarının gerçekten küçük yatırımcılar tarafından alındığı bilinmemektedir. Senetlerin yine belli bir kısmının bankalar tarafından alındığı tahmin edilmektedir (Kaya, 1997: 31). Fakat 1995 yılında bu oran %7,7'ye düşmüş, 2004 yılından itibaren ise hazine bonolarının tasarruf sahiplerince alımı söz konusu olmamıştır [Bkz. Tablo:7].

Tablo 7. İç Borçların Alıcılara Göre Dağılımı, 1987–2007

	BANKALAR		RESMİ KURULUŞLAR		ÖZEL KURULUŞLAR		TASARRUF SAHİPLERİ		TOPLAM		
	BONO	TAHVİL	BONO	TAHVİL	BONO	TAHVİL	BONO	TAHVİL	BONO	TAHVİL	TOPLAM
Milyar TL											
1987	3.016	1.645	762	326	173	69	5	5	3.955	2.045	6.000
1988	4.688	3.398	287	307	139	110	3	1	5.115	3.816	8.931
1989	6.779	8.211	539	527	316	245	0	0	7.634	8.983	16.618
1990	7.877	10.086	435	2.264	130	108	0	0	8.443	12.458	20.901
1991	31.400	11.070	1.208	243	1.670	197	0	0	34.277	11.510	45.787
1992 (*)	65.488	54.061	1.042	19.887	5.007	936	4390	87	75.926	74.971	150.897
1993	129.266	148.984	1.501	18.520	5.439	3.446	42.945	1.265	179.151	172.215	351.366
1994	437.583	167.272	44.535	38.009	21.950	497	134.610	347	638.678	206.124	844.802
1995	1.066.381	293.179	83.330	64.057	49.530	9.638	99.389	0	1.298.630	366.874	1.665.504
1996	2.871.852	1.030.375	330.983	127.481	128.950	3.083	132.668	29	3.464.452	1.160.968	4.625.420
1997	2.668.158	2.931.836	266.240	183.855	136.135	69.683	3.867	187	3.074.400	3.185.561	6.259.961
1998	8.311.407	4.066.073	781.438	361.321	451.605	102.762	1.810	177.907	9.546.260	4.708.063	14.254.323
1999	6.219.141	16.726.060	364.971	2.648.736	214.569	351.632	59.955	301.342	6.858.635	20.027.770	26.886.405
2000	5.043.858	19.592.961	241.900	6.351.139	496.817	741.632	108	130	5.782.683	26.685.862	32.468.545
2001	32.645.754	123.464.989	6.438.148	39.965.029	2.903.710	172.534	3.442.287	580.784	45.429.899	164.183.336	209.613.235
2002	55.982.913	44.009.634	5.180.511	13.521.414	4.992.456	395.238	247.217	973.738	66.403.099	58.900.025	125.303.124
2003	48.644.763	70.814.267	4.159.725	30.319.524	3.604.802	606.851	51.904	36.542	56.461.197	101.777.185	158.238.382
2004	53.479.894	86.821.604	3.597.267	14.486.512	4.457.984	721.901	21.685	9.650	61.556.829	102.039.667	163.596.496
Milyon YTL											
2005	36.033	97.983	732	13.456	3.348	278	3	7	40.116	111.724	151.841
2006	17.024	85.813	500	11.710	1.005	173	1	5	18.530	97.701	116.231
2007	19.202	76.169	1.122	17.539	2.108	78	1	4	22.433	93.790	116.223
YÜZDE PAY											
1987	76,3	80,4	19,3	15,9	4,4	3,4	0,1	0,3			
1988	91,6	89,0	5,6	8,1	2,7	2,9	0,1	0,0			
1989	88,8	91,4	7,1	5,9	4,1	2,7	0,0	0,0			
1990	93,3	81,0	5,2	18,2	1,5	0,9	0,0	0,0			
1991	91,6	96,2	3,5	2,1	4,9	1,7	0,0	0,0			
1992 (*)	86,3	72,1	1,4	26,5	6,6	1,2	5,8	0,1			
1993	72,2	86,5	0,8	10,8	3,0	2,0	24,0	0,7			
1994	68,5	81,2	7,0	18,4	3,4	0,2	21,1	0,2			
1995	82,1	79,9	8,4	17,5	3,8	2,6	7,7	0,0			
1996	82,9	88,8	9,6	11,0	3,7	0,3	3,8	0,0			
1997	86,3	92,0	8,7	5,8	4,4	2,2	0,1	0,0			
1998	87,1	86,4	8,2	7,7	4,7	2,2	0,0	3,8			
1999	90,7	83,5	5,3	13,2	3,1	1,8	0,9	1,5			
2000	87,2	73,4	4,2	23,8	8,6	2,8	0,0	0,0			
2001	71,9	75,2	14,2	24,3	6,4	0,1	7,6	0,4			
2002	84,3	74,7	7,8	23,0	7,5	0,7	0,4	1,7			
2003	86,2	69,6	7,4	29,8	6,4	0,6	0,1	0,0			
2004	86,9	85,1	5,8	14,2	7,2	0,7	0,0	0,0			
2005	89,8	87,7	1,8	12,0	8,3	0,2	0,0	0,0			
2006	91,9	87,8	2,7	12,0	5,4	0,2	0,0	0,0			
2007	85,6	81,2	5,0	18,7	9,4	0,1	0,0	0,0			

* 1992 yıl sonundan itibaren Tahkim Tahvilleri, Tahvillere aktarılmıştır.

Kaynak: T.C Başbakanlık Hazine Müsteşarlığı web sayfası, <http://www.hazine.gov.tr/stat/icborcistatistikleri.htm> [11.08.2007]

Tasarruf sahiplerinin iç borçlanma senedi talebinin az olmasının sebeplerinden biri de senetlerin getirisinin yüksek olmasına rağmen halkın senetler hakkında yeterince bilgi sahibi olmadıkları gibi diğer altın, döviz vb. yatırım araçlarına göre senetlerin likiditesinin az olmasıdır. Ayrıca basım işlemlerinden dolayı senetlerin tesliminin zaman alması ve yerine makbuz verilmesi de senetlerini bir an önce elinde bulundurmaya isteyen kişiler üzerinde caydırıcı etkiye neden olmaktadır (Kaya, 1997: 31-32).

Özel kuruluşların ve tasarruf kesiminin devlete aktardığı kaynakların çok önemsiz bir paya sahip olması nedeniyle bu iki kesimden borçlanmanın ekonomik etkileri göz ardı edilebilir. Fakat bu sadece birincil piyasada geçerlidir. Çünkü tasarruf sahipleri ilk çıkarım aşamasında devlet tahvili ve hazine bonusu almamalarına karşın, ikinci el piyasada söz konusu borçlanma senetlerine yoğun ilgi göstermektedirler (Erol, 1992: 130).

1993 yılı sonuna kadar hazine bonoları ve devlet tahvillerinden elde edilen faiz gelirinin kurumlar vergisi matrahından düşülebilmesi de bankaların iç borçlanma senetlerine olan talebini arttırmaktadır. Birçok yatırım aracına kıyasla iç borçlanma senetlerinin riskinin olmaması, faiz oranlarının görece olarak yüksekliği nedeniyle reel getirisinin çok yüksek olması, ikincil piyasalarının işlek olması ve ihalelerde teminat olarak kullanılmaları gibi nedenlerle bankalar portföylerinde kanuni olarak tutmak zorunda oldukları tutarların üzerinde iç borç borçlanma senedi bulundurmaktadırlar. Ayrıca bankalar, satın aldıkları iç borçlanma senetlerini repo işlemlerinde kullanmaktadırlar. Repo işlemine özellikle kısa süreli nakit fazlası bulunan özel kuruluşlar ile tasarruf sahipleri ilgi göstermektedirler. Dolayısıyla ikinci el piyasalarına olan ilgi de artmaktadır.

İç borçlanma senetlerinin büyük bir kısmının bankalar tarafından satın alınması, borçların bankalar sistemi içinde parasallaşmasına yol açmaktadır. Bu durumda özel sektöre gidecek kredilerde de azalma meydana gelecektir. Esas itibarıyla bu durum, sermaye piyasasının yeterince gelişmemiş olduğunun bir göstergesi olmaktadır.

Gelişmiş ülkelerde özel emeklilik fonlarının mali sistem içerisinde önemli bir yeri vardır. Bu nedenle sigorta şirketleri ellerinde biriken fonları değerlendirmek amacıyla banka ve finans kuruluşlarına ortak olurken, aynı zamanda devletin ihraç ettiği borç senetlerine de fonlarını yatırmaktadırlar. Türkiye’de ise tam tersi durum söz konu-

su olup, bankalar fon toplayabilmek için bir veya birkaç tane sigorta şirketi kurmuş durumdadır. Yani sigorta şirketleri bankaların değil, bankalar sigorta şirketlerinin sahibidirler (Erol, 1992: 62). Bankaların var olan hâkimiyetini kırmak için iç borç yöneticisinin iç borçlanma senetleri alımlarına olan katılımı arttırması gerekmektedir.

4. İç Borç Stokunun Vade Yapısı

İç borç yönetiminden geleneksel olarak vadelerin değiştirilmesi anlaşılmaktadır (Bağcı, 2001: 169). İç borç yönetiminin asıl amacı, finansman açığının vade ve maliyet bakımından uygun koşullu borçlanma araçlarıyla karşılanmasıdır. Borçlanma araçlarının maliyetini belirleyen temel unsurlarsa yatırımcıların talep ettikleri vade ve faiz oranıdır. İç borçlanma senetlerinin vade yapısının uzun döneme yayılması arzulanmaktadır. Çünkü borçların anapara ve faiz ödemelerinin belli bir döneme yayılacak kadar devlete manevra olanağı sunar. Kısa vadeli borçların yönetimi, uzun vadeli borçlara göre daha zor olduğundan, hazine işlemleri dışındaki borçların uzun vadeli olması tercih edilmektedir.

Kısa vadeli borçların uzun vadeli borçlara göre daha likit olmaları nedeniyle kısa vadeli borçlanma senetlerinin para gibi kullanılmasına ve para arzı üzerinde genişletici etki yaratarak beraberinde enflasyonu şiddetlendirmesine neden olmaktadır. İç borçların vadelerinin kısalığı yanında faiz oranlarının da yüksek olması ve satışların ağırlıklı olarak bankacılık kesimine yapılması iç borçlanmanın enflasyonist etkisini daha da arttırmaktadır.

İç borç yönetiminde etkinliğin sağlanması açısından borçların vadelerinin uzunluğu yanında faiz oranlarının düşüklüğü de çok önemlidir. Ancak belirtmek gerekir ki; istisnai durumlar dışında, yatırımcılar uzun vadeli iç borçlanma senetleri almak için daha yüksek faiz talep ettikleri için, iç borç yöneticileri vadeyi uzatmak için ilave bir faiz ödemek durumunda kalacaklardır. Krizin yaşandığı dönemlerde Hazine Müsteşarlığı, birkaç ay daha uzun vadeli borçlanabilmek için yüksek faiz ödemek zorunda kalmıştır. Türkiye'deki faiz yapısının incelendiği bölümde bu daha net olarak görülecektir.

Yine belirtmek gerekir ki, borçların vadesinin uzatılmasının diğer bir sakıncası daha bulunmaktadır. Borcun vadesi uzadıkça risk artar, likidite derecesi azalır, faiz oranları yükselir ve özellikle enflasyon döneminde uzun vadeli borçlara başvurma,

ekonomideki istikrar bakımından sakınca doğurur, çünkü faiz oranı ile beklentiler yatırım kararlarını olumsuz etkiler.

Tablo 8’den net olarak görüleceği üzere, iç borç stokunun vadesi yıllar itibariyle önemli miktarlarda değişmektedir. Bu değişiklik, vadelere ilişkin devletin bilinçli tercihindен kaynaklanmamakta, piyasaların vadeler konusundaki tavrından kaynaklanmaktadır (Bağcı, 2001: 79).

1989 ve 1990 yılları hariç iç borç stoku içinde bonoların payının tahvillere kıyasla daha fazla olduğu görülmektedir. 1989 yılında tahvil stokunun payı toplam içinde %58,9, 1990 yılında %86,7 olarak gerçekleşmiştir [Bkz. Tablo:8]. Bu yıllarda senetler kuponlu ve iskontolu olarak ihraç edilerek, satışların cazip hale getirilmesi amaçlanmıştır. 1991 yılında Körfez Krizinin olumsuz etkileri nedeniyle harcamalar artmış ve belirsizliğin sebep olduğu enflasyonist beklentiler ve seçimler nedeniyle daha çok kısa vadeli borçlanılmaya başlanmıştır. Aynı şekilde iç borçlanmanın dağılımına bakıldığında durum tahvillerin aleyhine, bono ve KVA’nın lehine olmuştur. KVA’nın payı 18.102 Bin YTL’den 52.244 Bin YTL’ye ve bonoların payı 8.443 Bin YTL’den 34.277 Bin YTL’ye yükselirken tahvillerin payı, 11.510 Bin YTL’ye gerilemiştir [Bkz. Tablo:2].

1992 yılında Hazine Müsteşarlığı’nın kısa vade-yüksek faiz sarmalından kurtulabilmesi için TCMB ve Hazine Müsteşarlığı’nın ortak kararı doğrultusunda bankaların dispoñibilite yükümlülükleri nedeniyle bulundurmamak zorunda oldukları senetlerin en az 210 gün olması yükümlülüğü getirilmiştir. Böylece bankalar uzun vadeli senet alımına yönlendirilmiştir. Diğer taraftan 1 yıldan kısa vadeli iç borçlanma senetlerinin gerek alım-satım kazancından doğan gelirleri üzerinden gerekse faiz gelirleri üzerinden alınan gelir vergisi stopajı %10’dan %15’e yükseltilirken, bu oranlar 1 yıldan uzun vadeli iç borçlanma senetleri için %10 düzeyinde tutulmuştur. Daha sonra yapılan değişiklikle söz konusu oran %12 olarak açıklanmıştır (Gürler, 1998: 144).

Tablo 8. İç Borç Stokunun Vade Yapısı [Milyar TL], 1989 – 1997

	1989		1990		1991		1992		1993		1994		1995		1996		1997	
	Miktar	%	Miktar	%	Miktar	%	Miktar	%	Miktar	%	Miktar	%	Miktar	%	Miktar	%	Miktar	%
GENEL TOPLAM	18.438	100	27.992	100	55.663	100	128.634	100	254.993	100	543.614	100	1.143.067	100	2.777.990	100	5.945.801	100
NAKDEN SATILAN	14.400	78,1	24.270	86,7	42.936	83,1	85.708	66,6	141.461	55,5	352.795	63,7	733.254	64,1	1.952.496	70,3	4.878.264	82,0
TAHVİL	10.863	58,9	18.802	67,2	24.678	47,8	43.462	33,8	76.973	30,2	48.565	7,7	220.955	19,3	631.292	22,7	2.503.274	42,1
1 Yıl	3.691	20,0	2.861	10,2	8.351	16,2	28.680	22,3	62.899	24,7	15.648	2,9	195.043	17,1	249.325	9,0	374.667	6,3
Kırık Vade (1yıl-2yıl)	309	1,7	0	0,0	0	0,0	0	0,0	0	0,0	0	0,0	1.083	0,1	136.591	4,9	747.907	12,6
2 Yıl	3.394	18,4	7.819	27,9	6.203	12,0	3.393	2,6	2.111	0,8	187	0,0	6.375	0,6	7.048	0,3	975.575	16,4
3 Yıl	2.402	13,3	5.094	18,2	5.749	11,1	4.913	3,8	2.373	0,9	1.282	0,2	1.591	0,1	210.927	7,6	365.395	6,1
4 Yıl	552	3,0	1.140	4,1	1.140	2,2	687	0,5	587	0,2	0	0,0	0	0,0	0	0,0	0	0,0
5 Yıl	1	0,0	1.109	4,0	1.927	3,7	3.519	2,7	5.217	2,0	15.675	2,9	257	0,0	220	0,0	220	0,0
Halka S. 1 Yıl	0	0,0	0	0,0	0	0,0	87	0,1	0	0,0	347	0,1	0	0,0	0	0,0	0	0,0
Hesaben	513	2,8	779	3,0	1.308	3,0	2.182	1,7	3.785	1,5	7.520	1,4	13.236	1,2	27.180	1,0	60.801	1,0
Döv. Büfe Hes.	0	0,0	0	0,0	0	0,0	-	-	-	-	1.347	0,2	3.371	0,3	0	0,0	0	0,0
Konsinye S.	0	0,0	0	0,0	0	0,0	-	-	-	-	6.559	1,2	0	0,0	0	0,0	0	0,0
BONO	3.537	19,2	5.469	19,5	18.258	35,3	42.247	32,8	64.488	25,3	304.230	56,0	512.299	44,8	1.321.204	47,6	2.374.990	39,9
3 Ay	421	2,3	1.548	5,5	5.991	11,6	25.882	20,1	864	0,3	171.518	31,6	69.503	6,1	14.908	0,5	0	0,0
6 Ay	1.357	7,4	2.244	8,0	7.431	14,4	7.735	6,0	24.920	9,8	77.981	14,3	0	0,0	207.458	7,5	237.074	4,0
9 Ay	1.759	9,5	1.677	6,0	4.355	8,4	5.238	4,1	18.481	7,2	9.404	1,7	99.867	8,7	104.743	3,8	171.035	2,9
Öz. Bono 4 Ay	0	0,0	0	0,0	240	0,5	0	0,0	0	0,0	0	0,0	0	0,0	0	0,0	0	0,0
Öz. Bono 6 Ay	0	0,0	0	0,0	240	0,5	0	0,0	0	0,0	0	0,0	0	0,0	0	0,0	0	0,0
Halka S. 3 Ay	0	0,0	0	0,0	0	0,0	2.915	2,3	0	0,0	36.201	6,7	28.604	2,5	0	0,0	0	0,0
Halka S. 6 Ay	0	0,0	0	0,0	0	0,0	477	0,4	20.224	7,9	8.893	1,6	8.171	0,7	0	0,0	0	0,0
Halka S. 9 Ay	0	0,0	0	0,0	0	0,0	-	-	-	-	234	0,0	0	0,0	0	0,0	0	0,0
Kırık Vade	0	0,0	0	0,0	0	0,0	0	0,0	0	0,0	0	0,0	306.154	26,8	994.096	35,8	1.966.882	33,1
NAKİT DIŞI SATILAN	0	0,0	0	0,0	0	0,0	42.926	33,4	113.533	44,5	190.819	35,1	409.814	35,9	825.495	29,7	1.067.537	18,0

Tablo 8. İç Borç Stokunun Vade Yapısı (Devamı) (Milyar TL), 1998–2002

	1998		1999		2000		2001		2002	
	Miktar	%	Miktar	%	Miktar	%	Miktar	%	Miktar	%
GENEL TOPLAM	11.612.885	100	22.920.145	100	36.420.620	100	122.157.260	100	149.869.691	100
NAKDEN SATILAN	9.511.785	81,9	20.197.511	88,1	29.422.612	80,8	57.879.907	47,4	89.270.971	59,6
TAHVİL	3.815.843	32,9	16.960.758	74,0	27.373.224	75,2	40.226.736	32,9	52.251.115	34,9
Hesaben	130.314	1,1	0	0,0	0	0,0	0	0,0	0	0,0
1 Yıl	2.447.350	21,1	589.537	2,6	923.547	2,5	7.956.350	6,5	5.079.199	3,4
Kırık Vade Vade (1Yıl- 2Yıl)	95.742	0,8	10.614.780	46,3	18.509.350	50,8	3.628.522	3,0	14.198.051	9,5
2 Yıl	996.770	8,6	1.950.226	8,5	4.134.333	11,4	5.605.056	4,6	14.655.266	9,8
Kırık Vade Vade (2Yıl- 3Yıl)	0	0,0	2.455.346	10,7	2.455.346	6,7	818.382	0,7	0	0,0
3 Yıl	145.447	1,3	1.350.648	5,9	1.350.648	3,7	5.050.403	4,1	3.607.976	2,4
4 Yıl	0	0,0	0	0,0	0	0,0	13.127.355	10,7	9.684.525	6,5
5 Yıl	220	0,0	220	0,0	0	0,0	4.040.669	3,3	5.026.099	3,4
BONO	5.695.942	49,0	3.236.753	14,1	2.049.388	5,6	17.653.172	14,5	37.019.856	24,7
3 Ay	0	0,0	740.000	3,2	789.461	2,2	2.965.348	2,4	3.829.365	2,6
Kırık Vade (3Ay-6Ay)	599.154	5,2	0	0,0	0	0,0	5.848.599	4,8	8.412.364	5,6
6 Ay	1.642.600	14,1	1.320.357	5,8	0	0,0	1.079.347	0,9	0	0,0
Kırık Vade (6Ay-9Ay)	1.113.665	9,6	1.176.397	5,1	146.513	0,4	6.650.272	5,4	10.471.525	7,0
9 Ay	1.711.250	14,7	0	0,0	0	0,0	0	0,0	787.734	0,5
Kırık Vade (9Ay-1Yıl)	629.273	5,4	0	0,0	1.113.414	3,1	1.109.605	0,9	13.518.867	9,0
NAKIT DIŞI SATILAN	2.101.100	18,1	2.722.634	11,9	6.998.008	19,2	64.277.352	52,6	60.598.720	40,4

Tablo 8. İç Borç Stokunun Vade Yapısı (Devamı) [2003 – 2004 Milyar TL, 2005–2007 Bin YTL], 2003–2007

	2003		2004		2005		2006		2007	
	MİKTAR	%	MİKTAR	%	MİKTAR	%	MİKTAR	%	MİKTAR	%
GENEL TOPLAM	194.386.700	100,0	224.482.922	100,0	244.782	100,0	251.470	100,0	255.310	100,0
NAKDEN SATILAN	130.483.974	67,1	165.579.168	73,8	194.153	79,3	208.376	82,9	220.582	86,4
<i>TAHVİL</i>	<i>105.841.900</i>	<i>54,4</i>	<i>135.306.946</i>	<i>60,3</i>	<i>176.335</i>	<i>72,0</i>	<i>198.783</i>	<i>79,0</i>	<i>214.448</i>	<i>84,0</i>
1 Yıl	285.015	0,1	5.342.779	2,4	2.686	1,1	2.529	1,0	3.232	1,3
Kırk Vade (1Yıl- 2Yıl)	58.213.675	29,9	81.324.154	36,2	91.821	37,5	82.703	32,9	75.320	29,5
2 Yıl	16.033.197	8,2	17.362.804	7,7	6.871	2,8	12.781	5,1	14.076	5,5
Kırk Vade (2Yıl- 3Yıl)	0	0,0	2.086.918	0,0	2.086	0,0	2.186	0,9	1.585	0,6
3 Yıl	17.954.412	9,2	18.409.540	8,2	26.121	10,7	27.015	10,7	14.319	5,6
4 Yıl	8.473.391	4,4	4.425.772	2,0	7.259	3,0	6.939	2,8	11.344	4,4
5 Yıl	4.882.209	2,5	5.594.884	2,5	38.766	15,8	63.866	25,4	80.329	31,5
6 Yıl	0	0,0	760.094	0,3	724	0,0	764	0,3	14.244	5,6
<i>BONO</i>	<i>24.642.074</i>	<i>12,7</i>	<i>30.272.223</i>	<i>13,5</i>	<i>17.818</i>	<i>7,3</i>	<i>9.594</i>	<i>3,8</i>	<i>6.134</i>	<i>2,4</i>
1- 3 Ay	4.392.487	2,3	5.569.000	2,5	3.255	1,3	827	0,3	899	0,4
Kırk Vade (3Ay-6Ay)	2.249.382	1,2	0	0,0	0	0,0	0	0,0	0	0,0
6 Ay	1.487.272	0,8	0	0,0	2.116	0,9	6.537	2,6	5.235	2,1
Kırk Vade (6Ay-9Ay)	4.059.357	2,1	12.451.961	5,5	0	0,0	0	0,0	0	0,0
9 Ay	0	0,0	0	0,0	4.958	2,0	0	0,0	0	0,0
Kırk Vade (9Ay-1Yıl)	12.453.575	6,4	12.251.261	5,5	7.488	3,1	2.230	0,9	0	0,0
NAKİT DIŞI SATILAN	63.902.726	32,9	58.903.754	26,2	50.629	20,7	43.094	17,1	34.728	13,6
<i>TAHVİL</i>	<i>63.131.726</i>	<i>32,5</i>	<i>58.903.754</i>	<i>26,2</i>	<i>50.629</i>	<i>20,7</i>	<i>43.094</i>	<i>17,1</i>	<i>34.728</i>	<i>13,6</i>
1 Yıl	1.010.000	0,5	1.010.000	0,4	0	0,0	0	0,0	0	0,0
2 Yıl	1.751.000	0,9	1.751.000	0,8	862	0,4	0	0,0	200	0,1
3 Yıl	7.746.537	4,0	3.214.734	1,4	1.918	0,8	1.007	0,4	152	0,1
4 Yıl	6.190.654	3,2	5.219.453	2,3	1.328	0,5	1.118	0,4	0	0,0
5 Yıl	7.231.383	3,7	8.415.836	3,7	7.751	3,2	2.165	0,9	1.556	0,0
5 Yıl ve üzeri	39.202.152	20,2	39.292.730	17,5	38.769	15,8	38.803	15,4	32.819	12,9
<i>BONO</i>	<i>771.000</i>	<i>0,4</i>	<i>0</i>	<i>0,0</i>	<i>0</i>	<i>0,0</i>	<i>0</i>	<i>0,0</i>	<i>0</i>	<i>0,0</i>

Kaynak: T.C Başbakanlık Hazine Müsteşarlığı web sayfası⁷⁶

1992 yılından 1994 yılına kadar tahvil stokunun payı azalmış ve yerini payı artan bonolara bırakmıştır. Yıllar itibariyle incelenecek olunursa; 1992 yılında tahvil stokunun payı toplam içinde %33,8 oranında ve ağırlık 1 yıl vadelerde olmuştur. Hazine bonusu stokunun payı ise %32,8 ve ağırlıklı vade 3 ay olarak gerçekleşmiştir. 1993 yılında tahvil stokunun payı toplam içinde %30,2 oranında ve yine ağırlık 1 yıl vadelerde olmuştur. Hazine bonusu stokunun payı ise %25,3 ve ağırlıklı vade 6 ay ve 9 ay şeklinde gerçekleşmiştir. Yani Hazine Müsteşarlığı, borçlanmanın ortalama vadesini uzatma

⁷⁶ T.C Başbakanlık Hazine Müsteşarlığı web sayfası, <http://www.hazine.gov.tr/stat/icborcistatistikleri.htm> [13.08.2007]

hedefini korumuştur. 1994 yılında ekonomideki belirsizliklerin etkisiyle en kısa vadeye ulaşılmıştır. Buna göre; toplam içinde tahvil stokunun payı azalarak %7,7 oranına düşmüş, hazine bonusu stokunun payı ise % 56'ya yükselmiş, ağırlık 3 ay vadelerde gerçekleşmiştir [Bkz. Tablo:8].

1994 yılında kriz yaşanmış olması nedeniyle iç borç stoku önemli ölçüde artmış, iç borç stokunun yarattığı faiz yükü ekonomiyi olumsuz yönde etkilemiştir [Bkz. Tablo:4]. Hazine Müsteşarlığı'nın iç borçlanmaya ve bilhassa hazine bonolarına ağırlık vermesi dış borç yerine iç borç ikamesinin yüksek reel faiz oranları yoluyla özel yatırımlarda bir azalmaya sebep olmaktadır.

Hazine Müsteşarlığı, güven krizinin yoğun olduğu 1994 yılında borçlanabilmek için önemli oranda reel faiz ödemek zorunda kalmıştır [Bkz. Grafik:4]. Güven krizinin hafiflemesi için ek vergi⁷⁷ konulmuş ve faiz dışı harcamalar azaltılmıştır. Bu durum vadelerde görece olarak bir uzama sağlamıştır (Bağcı, 2001: 79–80). Buna göre, 1995 yılında tahvil stokunun toplam içindeki payı, %19,3'e yükselmiş, ağırlıklı vade 1 yıl şeklinde gerçekleşmiştir. Hazine bonusu stoku payı ise tahvil stokundaki artışla ilgili olarak azalma ile %44,8 oranında ve ağırlıkla kırık vade şeklinde gerçekleşmiştir. Burada dikkati çeken bir husus da 1995 yılı sonrası nakit dışı satılan oranında bir azalma meydana gelmesidir. 1995 yılından sonra daha çok nakden satılan yol tercih edilmiştir. 1992–1995 döneminde genel olarak 1 yıl vadeli tahvil ve 3 ay vadeli bono tercih edilmiştir.

1996 yılının ikinci yarısından itibaren iç borç stokunun artmasına rağmen vadenin de uzamasının arkasında yatan neden Hazine Müsteşarlığı ile TCMB arasındaki uyum ve TCMB'nın piyasa istikrarına yönelik politikalarına olan güven yatmaktadır. Merkez Bankası politikaları konusunda yaratılan saydamlık ve bu dönemde İç Borç Danışma Kurulu vasıtasıyla piyasalarla kurulan diyalog hem iç borç stokunun döndürülebilmesine yani kriz çıkmamasına hem de vadenin uzamasına böylece devletin güvenirliliğinin artmasına neden olmuştur (Seyhan, 2001: 104). Dikkati çeken bir diğer husus da, 1996 yılından itibaren vadeler ağırlıklı olarak kırık vade şeklinde gerçekleşmiştir.

⁷⁷ Ek vergi, 1995 yılında devletin kolaylıkla uygulayabileceği ve olağanüstü durumlarda ilk akla gelen bir kaynak olan iç borçlanma senetleri sahiplerine konulmamış, bu durum piyasalarda rahatlamaya neden olmuştur. Ancak 1999 yılında konulan ek vergi iç borçlanma senetleri sahiplerini de kapsamıştır (Bağcı, 2001: 79).

Fakat 1998 yılının başında yaşanan Asya krizi ve körfez bunalımı iç borçlanmada faizlerin yükselmesine ve vadelerin düşmesine yol açmıştır.

2001 kriz yılına gelindiğinde hazine bonosu ihracında oran olarak 3 kat, tutar olarak ise 10 kata yakın bir artış gerçekleşmiştir. 2000 ve 2002 yılları arasında hazine bonosunun payı nispi olarak artarken devlet tahvilinin payı giderek azalmakta yani iç borçlanma senetlerinin dağılımı kısa vadeye doğru kaymaktadır. Borç vadesindeki kısalmanın nedenleri arasında; artan iç borç faiz ödemelerinin bütçe dengesini bozması, kamu harcamalarındaki artışlar ve kapsamlı bir vergi reformu yapılamamasından dolayı yeterli vergi gelirinin toplanamaması sayılabilir.

2003 yılından itibaren ise iç borç stokunda hazine bonosunun payı nispi olarak azalırken, devlet tahvilinin payı giderek artmaktadır. 2007 yılı sonunda 255.370 Bin YTL olan iç borç stokunun % 97,06'sını tahviller oluştururken, % 2,4'ünü hazine bonoları meydana getirmektedir [Bkz. Tablo:4].

5. İç Borçların Faiz Oranları ve İç Borçlara Ödenen Faiz Tutarları

İç borç faizlerinin normal gelirlerle karşılanabilir seviyede olması gerekmektedir. İç borç faizlerinin bütçe gelirleri ile karşılanabilecek düzeyi aşması durumunda faiz giderleri için de borçlanmak gerekecektir. Bu durum borç kısır döngüsüne yol açar. Faizlerin bütçe içindeki payı makul bir oranı aşmamalıdır.

Faiz oranındaki artış kısa vadede iç borçlanmayla piyasadaki para miktarının azalmasına bağlı olarak ortaya çıkabileceği gibi, uzun vadede iç borçlanmanın sürekli yapılıyor durumuna gelmesi ve diğer finansman kaynaklarının tıkanmasına bağlı olarak da ortaya çıkabilmektedir.

Yüksek miktartlı iç borçlanmalar nedeniyle özel kesimden kamu kesimine net kaynak aktarımı yapılması iç borç yönetimini ilgilendiren bir konudur. Türkiye'de 1980'li yılların ortalarından itibaren artan iç borçlanma ihtiyacına paralel olarak kamu kesimi, yurt içi fon piyasalarının en büyük müşterisi haline gelmiştir. Kamu kesimi, bütçe açıklarının ve vadesi gelen borç stokunun yeniden finansmanı için, özel kesim fon kullanıcıları ile yoğun rekabete girmiş, piyasa ortalamalarının üzerinde yüksek reel faiz ödeyerek fon temin etmeye çalışmıştır.

Devletin kamu açıklarını vergi alamadığı kesimlerden borç alarak ve bu borca yüksek reel faiz ödeyerek karşılaması gelir dağılımının bozulmasına neden olmaktadır. Devlet iç borçlanma senetlerinin faiz oranının gelir dağılımında bozucu etki meydana getirmemesi için reel faiz oranının büyüme hızının üzerine çıkmaması gerekir (Miynat, 1997: 265).

1992–2000 döneminde iç borçlanma reel faiz oranı hep %10'un üzerinde gerçekleşmiştir [Bkz. Grafik:4]. Türkiye'de iç borçlanmanın yüksek reel faiz oranlarından yapılması diğer faiz oranlarının da yükselmesine neden olmaktadır. Finansman ihtiyacının ağırlıklı olarak iç borçlanmayla giderilmesi sonucu, özel kesim tasarrufları kamu kesimine aktarılmaya çalışılmakta bunun sonucunda da nominal faiz oranları ve reel faiz oranları yükselmektedir.

Devlet iç borçlanma senetlerinin ortalama faiz oranı en yüksek değerine 1996 yılında ulaşmıştır. Aynı dönemde ulusal tasarruflarda ise bir önceki döneme göre %2,30'luk bir kayıp yaşanmıştır. Neticede tasarrufların devlet iç borçlanma senedi alınmasına yöneldiği yorumu yapılabilir [Bkz. Tablo:9].

Tablo 9'dan görüleceği üzere, iç borç faiz oranları ortalama olarak mevduat faiz oranlarının üzerinde seyretmektedir. Devlet bir taraftan kendi senetleriyle faiz geliri elde ederken bir taraftan da faiz ödemesi yapmaktadır. Bu süreç borç-faiz kısır döngüsünü ortaya çıkarmaktadır.

İç borçlanma senetlerinin faiz oranlarındaki artış, bu senetlere yapılan yatırımların getirilerini arttırırken, bir taraftan da riskleri azaltmıştır. Bu durum sanayi sektöründe bulunan şirketlerin hatta KİT'lerin bile esas faaliyetlerini bırakıp devlet iç borçlanma senedi almalarına neden olmuştur (Ünsal, 2003: 203). Bu dönemde iç borçlanma senetlerinin en önemli alıcısı konumunda olan bankalar, devleti finanse etmeye yoğunlaştıkları için topladıkları fonları ekonomide asli fonksiyonları olan çeşitli kesimlere kredi olanakları sağlamada kullanmamışlardır. Bu durum kaynakların verimli alanlarda kullanılmasını engellemektedir. Devlet iç borçlanma senetleri faiz oranları 1997 yılından itibaren bir düşüş trendi içine girmiştir.

Tablo 9. İç Borç Faiz Oranları, 1981–2006

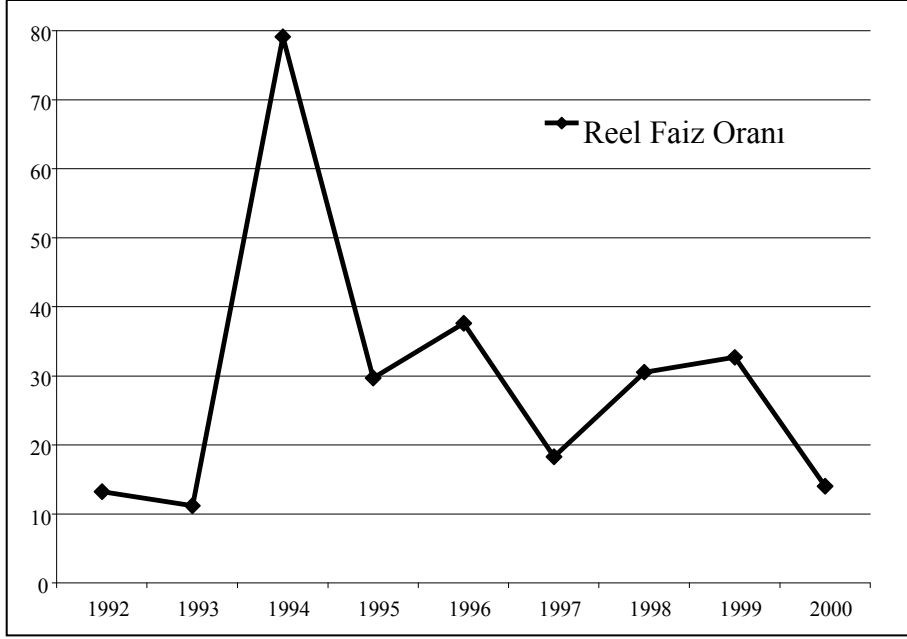
YILLAR	İç Borçlanma Senetlerinin Ortalama Faiz Oranı	Tasarruf Mevduatı Faiz Oranı	Ulusal Tasarruflar/GSMH
1981	34,0	35,00	18,30
1982	32,0	50,00	17,10
1983	31,8	45,00	16,50
1984	40,8	45,00	16,50
1985	50,3	55,00	18,90
1986	46,4	48,00	21,90
1987	47,0	58,00	23,90
1988	62,4	83,90	27,20
1989	59,8	58,80	22,10
1990	54,0	59,40	22,00
1991	80,5	72,70	21,40
1992	87,7	74,20	21,60
1993	87,6	74,80	22,70
1994	164,4	95,56	23,10
1995	121,9	92,32	22,10
1996	135,2	93,77	19,80
1997	127,2	96,60	21,30
1998	122,5	95,50	21,20
1999	109,5	46,70	21,10
2000	38,0	45,60	18,20
2001	96,2	62,50	17,50
2002	63,8	48,19	19,20
2003	45,0	28,59	19,30
2004	25,7	22,10	20,30
2005	16,9	20,38	18,20
2006	18,2	23,72	-

Kaynak: DPT web sayfası⁷⁸

1980 sonrası yüksek faiz oranlarının temel amaçlarından birisi mali kesime derinlik kazandırmak ve mali olmayan tasarrufları mali tasarrufa dönüştürerek faiz oranlarını serbest piyasa koşulları içerisinde aşağı çekmektir. Fakat kamu kesiminin giderek artan borçlanma gereksinimi nedeniyle fon piyasalarındaki artan talep baskısı, faiz oranlarının serbest piyasa arz ve talep koşulları içinde aşağı çekilmesini engelleyerek grafik 4'den de görüleceği üzere yüksek pozitif reel faizlerin devamına yol açmıştır (Sakal, 2003: 179). 1994 yılından sonra reel faizlerdeki artışın nedeni devletin artan dış borçları nedeniyle net dış borç ödeyicisi durumunda olmasıdır. Bu durum yeterince derin olmayan yurt içi piyasalar üzerinde baskı oluşturmuş ve reel faizlerin yüksek seviyede gerçekleşmesine neden olmuş, yüksek ve değişken enflasyon yaşanması nedeniyle de risk

⁷⁸ DPT web sayfası, <http://ekutup.dpt.gov.tr/ekonomi/gosterge/tr/1950-06/esg.htm> [12.09.2007]

priminin artması sonucu reel faiz oranlarının da yüksek seviyede gerçekleşmesine yol açmıştır.



Grafik 4. İç Borç Reel Faiz Oranları, 1992–2000

Kaynak: TCMB web sayfası⁷⁹

Reel faiz oranı, ekonominin içinde bulunduğu duruma ve bu durumda uygulanan ekonomi politikalarına duyulan bir güvenin göstergesidir. Bali ve Çelen'e göre (2003: 18–19), enflasyon oranına bağlı belirsizlik ile reel faiz oranları arasında pozitif bir korelasyon vardır. Türkiye'de yüksek ve değişken enflasyon yaşanması nedeniyle tasarrufların geleceğe yönelik enflasyon beklentisine bağlı risk primi yükselmektedir. Bu çerçevede kamu kesiminin para basma yönündeki tercihleri değiştiğinde, enflasyon beklentisi de buna bağlı olarak değişeceğinden, bu konularda belirsizlik arttığında risk primi artsa bile, tasarrufçu piyasayı terk edebilmektedir. Tasarruf sahipleri enflasyondaki değişkenlik riskini minimize etmek için, vadeyi kısaltıp devlete daha kısa süreli borç verme yoluna gitmektedir. Böylelikle kamu kesiminin davranış değişikliği riskini azaltmaktadır. Bu da reel faiz oranı ile borçlanma vadesi arasında negatif bir ilişki doğurmaktadır.

⁷⁹ TCMB web sayfası, www.tcmb.gov.tr/yeni/duyuru/eko_program/program.doc [13.09.2007]

2001 yılında uygulamaya konulan iç borç takası iç borçlanma senetlerinin faiz oranları üzerindeki risk primini azaltmış ve faizler düşüş eğilimine girmiş, açık pozisyonun önemli bir kısmını Hazine Müsteşarlığı devir alırken, karşılık olarak vade riski üstlenilmiştir.

İç borçların geri ödeme kapasitesi oluşturmayacak şekilde kullanılması sonucunda geri ödemelerinin vergi gelirleriyle ya da yeni borçlanma yoluyla karşılanması gerekmektedir. Eğer borçlanmanın getirisi yani büyümeye olan katkı anlamındaki getiri ödenen faizden fazla ise borçlanma yapılabilir. Fakat borçlanmanın büyümeye olan katkısı faiz oranlarının altında ise borçlanma uzun dönemde dinamik anlamda istikrarsızlık getirir (Sayıştay, 2000: 52)⁸⁰. Bu nedenle yapılan borçlanmaların reel maliyetinin büyüme hızının altında olması, kısa vadeli borçlanmaların finansman amacıyla değil nakit dengesini sağlamak amacıyla yapılması, uzun vadeli borçların ise kendini geri ödeme kapasitesi oluşturacak yatırımlara yönlendirilmesi gerekir (Sayıştay, 2000: 52)⁸¹.

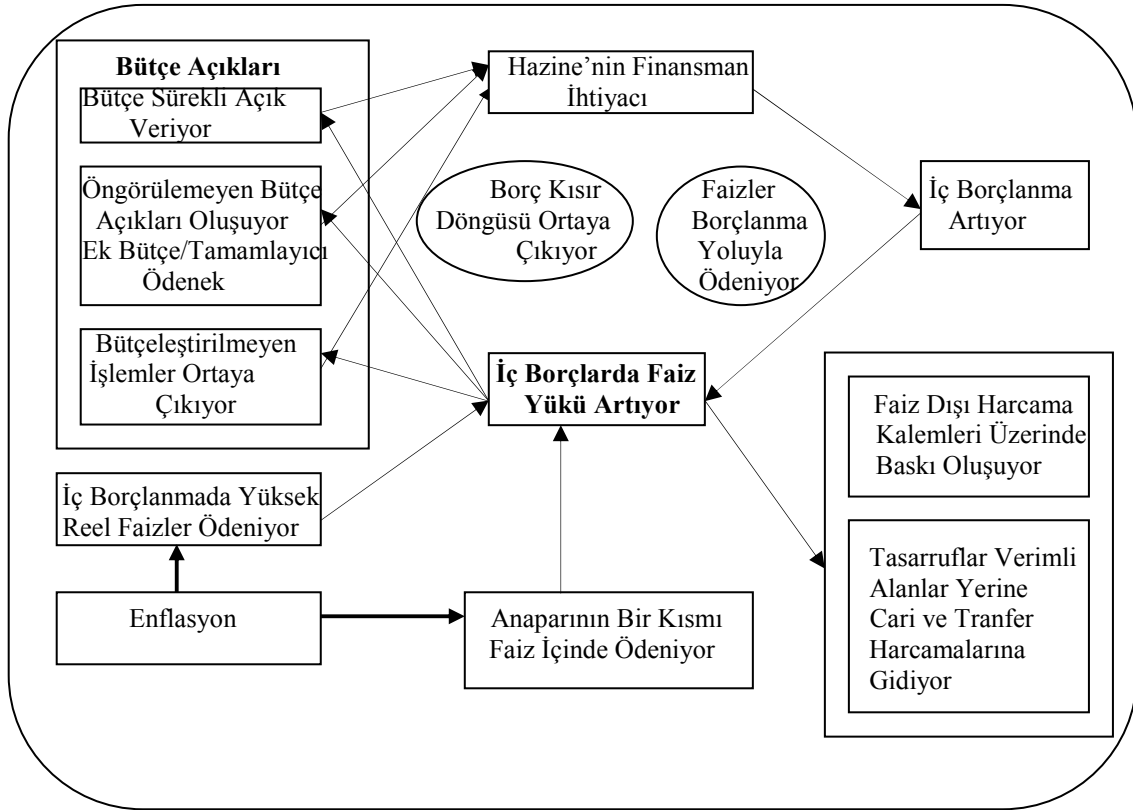
Vergi gelirlerinin yeterli olmaması durumunda yapılan borçlanmalar iç borç stokunun artmasına ve bütçe üzerindeki faiz ödemeleri yükünün ağırlaşmasına neden olmaktadır. Türkiye, 1990 yılından itibaren vergi gelirlerinin giderek artan bölümünü faiz ödemelerine ayırmıştır. Devlet, her bütçe dönemi sonunda faiz ödemelerinin, vergi gelirlerinin daha yüksek bir bölümünü götürdüğünü gözlemlemesine karşın, faiz ödemeleri üzerine herhangi bir kısıtlama getirmemiş, bir sonraki sene toplamayı hedefledikleri vergi gelirlerinin, faiz ödemelerine gitmesine tarafsız kalmıştır.

İç borçlara ödenen faizlerin son derece yüksek olması nedeniyle iç borçlar yurt içinde gelir dağılımının bozulmasına sebep olmakta ve yurt içi tasarrufların yatırım dışı alanlarda kullanılmasına neden olmaktadır.

Bu suretle vergi gelirlerinin önemli bir kısmı iç borç faiz ödemelerine gitmektedir. 1980 yılında konsolide bütçe vergi gelirlerinin %2.9'u faiz ödemelerine giderken, 2001 yılında bu oran %101.8'e kadar yükselmiştir [Bkz. Tablo:3]. Yani 2001 yılında vergi gelirleri iç borç faiz ödemelerini dahi karşılamaya yetmemiştir. Bunun nedeni ise Şubat 2001 krizinin yaşanmasının neden olduğu ekonomideki belirsizliklerin artmasıyla (kurların serbest bırakılması ile birlikte ortaya çıkan belirsizlik süreci) iç borçlanmanın

⁸⁰ T.C Sayıştay Başkanlığı web sayfası, <http://www.sayistay.gov.tr/rapor/diger/2000malirapor.pdf> (10.12.2007).

vade yapısının kısılması ve faiz oranlarının yükselmesidir. Ayrıca TMSF ve kamu bankalarına 2000 yılında verilen devlet iç borçlanma senetlerinin bir kısmının işlemiş faizi ile birlikte yeni senetlerle değiştirilmesinden dolayı oluşan faiz ödemesi iç borç faiz ödemelerinin artması ile sonuçlanmıştır. 2004 yılından itibaren iç borç faiz ödemeleri nominal ve reel anlamda azalsa da sonuç itibariyle yine de devam etmektedir [Bkz. Tablo:3].



Şekil 2. İç Borçların Faiz Yükü

Kaynak: Sayıştay, 2000: 69⁸²

Şekil 5, iç borçların faiz yükünün artma nedenlerini göstermektedir. Buna göre, faiz giderlerinin tamamı bütçede gösterilmemektedir. Bir kısım faiz ödemeleri, karşılığında borçlanma senedi verilmek suretiyle gerçekleştirilmekte, ancak gider olarak kaydedilmemektedir. Dolayısıyla faiz ödemeleri görünenden daha büyüktür. Ayrıca faiz ödemelerinin sürekli artışı nedeniyle öngörülme- yen bütçe açıkları oluşmaktadır. Bu

⁸² T.C Sayıştay Başkanlığı web sayfası, <http://www.sayistay.gov.tr/rapor/diger/2000malirapor.pdf> (10.12.2007).

nedenle bu giderlerin bir kısmının bütçeye kaydedilmeden yapılmasını teşvik etmektedir (Sayıştay, 2000: 67)⁸³.

İç borç stokunun büyüklüğü faiz yükünün fazla olmasının en temel nedenidir. Faizler sonuçta borç yükünün bir oranı olduğundan, faiz yükünün azaltılması için borç yükünün azaltılması gerekecektir. Ayrıca yüksek reel faizler nedeniyle iç borçlar için yüksek bir oranda faiz ödenmekte, diğer yandan bu ödemeler normal gelirlerle karşılanamadığından yeniden borçlanılmaktadır. Bu durum devletin asli kamu hizmetlerine ayırabileceği kaynak miktarının düşmesi anlamına gelmektedir. Faizlerin normal gelirlerle karşılanamayacak duruma gelmesi sonucunda iç borç kısır döngüsüne girilmektedir. Bu durum toplanan vergilerin büyüyen iç borç stoku ve artan iç borç maliyetlerini karşılayamaz duruma geldiğini göstermektedir. Artan iç borç stoku karşısında devletin varlıklarında ve kaynaklarında aynı oranda artış sağlanamayacağı için kamu varlıklarının borç karşısındaki değeri sürekli azalmaktadır.

Vergi gelirlerinin iç borç faiz ödemelerinin altında kalması aynı zamanda vergi ödeyenleri de vergi karşılığı yararlanmaları gereken hizmetlerden mahrum etmekte ve vergiler devlete borç verenlere faiz ödemesi karşılığı aktarılmış olmaktadır. Bu durum gelir dağılımını bozmanın yanında eğitim, sağlık gibi hayati önem taşıyan hizmetlerin kalitesini düşürerek ileriki zamanlarda sosyal sorunlar yaratır ve kısa zamanda telafisi mümkün olmaz.

Ayrıca enflasyon nedeniyle anaparanın bir kısmının reel olarak faiz içinde ödenmesi de faiz ödemelerini arttıran bir faktördür. Borç stokunda enflasyondan dolayı oluşan erime hesaplanarak bu miktar faizlerden düşülüp anapara ödemesi olarak değerlendirildiğinde gerçek faiz ve anapara ödemesi ortaya çıkacaktır (Sayıştay, 2000: 68).

III. İÇ BORÇ YÖNETİMİ VE İÇ BORÇLARIN ASGARİ DÜZEYE İN DİRİLMESİ İÇİN YAPILMASI GEREKENLER

İç borçların bütçe açıkları, para arzı, faiz oranları, toplam tasarruflar ve yatırımlar, para ve sermaye piyasaları, gelir dağılımı, enflasyon ve ekonomik büyüme üzerinde olumsuz etkileri vardır. İç borçların artmasıyla birlikte ortaya çıkan bu etkiler iç borç

⁸³ T.C Sayıştay Başkanlığı web sayfası, <http://www.sayistay.gov.tr/rapor/diger/2000malirapor.pdf> (10.12.2007).

yönetimini güçleştirmektedir. Bu nedenle iç borç sorununun çözülebilmesi için iç borç stokunun eritilmesi ya da iç borçların sürdürülebilirliğinin sağlanması gerekmektedir.

Borçların sürdürülebilir olması, mevcut ekonomik koşullar altında kamu borç stokunun milli gelire oranının uzun dönemde sabit kalması ile mümkün olabilmektedir. Diğer bir ifadeyle kamu borç stokunun milli gelire oranının makul olduğu bir dönemi baz alarak, kamu borcu/milli gelir oranının bu düzeyde kalması gerektiği ve uzun dönemde bu borç düzeyinin korunmasını sağlayacak şekilde devlet borçlanma senedi arz ve talebinin eşit olması gereğidir (Ulusoy ve Cural, 2006: 2).

Türkiye’de iç borçların sürdürülebilir olup olmadığı konusunda çeşitli çalışmalar yapılmıştır. Sakal (2002: 248–252), bu konuyu 1998–2000 dönemini kapsayan ve üç aylık veri seti kullanarak ekonomik yöntemle araştırmış olup, reel borç stoku ve net bugünkü değer yöntemleriyle iskonto edilmiş ve reel iç borç stoku verisi elde etmiştir. Çalışmanın sonucunda iç borç stokunun sürdürülemez olduğu kanısına varmıştır.

Keyder, çeşitli büyüme hızı, reel faiz ve enflasyon oranları kullanarak Faiz Dışı Fazla/GSMH oranını tahmin etmiştir. Bu oran ile hedeflenen oranı karşılaştırarak borçların hangi koşullarda sürdürülebileceğini belirtmiştir. Aynı zamanda kur hareketlerinin de borçların sürdürülebileceğini etkileyen dördüncü bir faktör olduğunu belirtmiştir. Fakat o dönemde reel kurda aşırı dalgalanma beklemediğinden bu dördüncü faktörü modele dahil etmemiştir. Keyder, kamu borç stokunun ağırlıklı ortalama reel faiz oranını 2002 sonu itibarıyla %15 olarak hesaplamış, bu oranın borçlanma ihalelerinde hedef olarak kullanılmasını önermiştir. Bu oranın altında borçlanmaya gidilirse, ortalama ve reel faiz oranının değişmemesi halinde borçların sürdürülebilirliği konusunda bir sorun yaşanmayacağını ileri sürmüştür (Şen vd., 2007a: 238).

Hazine Müsteşarlığı’nın Kamu Borç Yönetim Raporları borçların sürdürülebilirliği açısından önemlidir. 2003 yılı Ağustos ayında reel büyüme oranı, reel faiz, faiz dışı fazla (FDF), senyoraj ve özelleştirme gelirleri arasında bir uyum sağlanarak borç oranının sabit kalması veya azaltılması hedeflenmektedir (Şen vd., 2007a: 240).

İç borç stokunun eritilmesi veya sürdürülebilirliğinin sağlanması yani gelecek dönemlerde de piyasalardan borçlanmanın mümkün olmasının sağlanması için başvurulabilecek yöntemler doğrudan çözümler ve dolaylı çözümler olmak üzere iki gruba ayrılabilir.

A) DOĞRUDAN ÇÖZÜMLER

Doğrudan yöntemler arasında FDF oluşturulması, iç borç çevirme oranının azaltılması, enflasyon ile ülke riskinin azalması, özelleştirme gelirleri, konsolidasyon ve monetizasyon yer almaktadır.

1. Faiz Dışı Bütçe Fazlası

Türkiye’de iç borçların asgari düzeylere çekilebilmesi, iç borç yükünün azaltılabilmesi için yapılması gerekenlerin başında FDF’nin arttırılması gelmektedir. FDF, bütçe gelirleri ile faiz harcamaları dışındaki diğer harcamalar arasındaki fark olarak tanımlanmaktadır. Başka bir ifadeyle FDF verilmesi, faiz ödemeleri dışarıda tutulduğunda bütçenin fazla vermesi anlamına gelir. Yani Türkiye’nin faiz giderleri dışındaki giderlerini kısarak, başta vergi ve özelleştirme gelirleri olmak üzere gelirlerini arttırarak bütçeden fazla vermesidir.

FDF, 1980’li yıllardan sonra borç yönetimi konusunda yapılan çalışmalar sonucu uluslararası mali kuruluşlar tarafından önemli bir gösterge olarak kullanılmaya başlanmıştır. Türkiye’de IMF ile yapılan stand-by anlaşması gereğince FDF bütçe uygulamasına 2000 yılında başlanmıştır. Faiz ödemeleri dışarıda tutulduğunda oluşan gelir fazlası ile tüm giderler karşılandıktan sonra faiz ödemelerini finanse etmek için kullanılabilir bir kaynak olarak görülmüştür.

Bütçe açık verse dahi, bütçe açığı faiz harcamalarından daha düşükse, FDF veriliyor demektir. FDF gerçekleştirildiği takdirde vadesi gelen borçlar için yeniden borçlanabilme kabiliyeti artmaktadır. Borçların faizleri ise, FDF kadar eksik borçlanılarak ödenmektedir.

Cansız’a göre (2006: 73), FDF verilmesiyle birlikte ilgili hükümetin güvenilir olduğu kanıtlanabilecek, Türkiye’nin uluslararası piyasalardaki itibarı artacak, risk primleriyle birlikte faizler de düşecektir. Faiz yükünün azalmasıyla birlikte borçların çevrilebilmesi imkanı oluşabilecektir.

FDF ülkenin borçlarını ödeme gücünü göstermesi açısından önemlidir. Bir ülkenin gelirleri faiz dışı giderlerini bile karşılayamıyorsa, yani bir ülke geçmişte aldığı borçların faizlerini ödemek için bile borçlanıyorsa, o ülkeye bundan böyle kimse borç

vermek istemez. IMF bu yüzden FDF verilmesini arzulamakta, FDF'nin önemi de buradan kaynaklanmaktadır.

Şen'e göre (2007: 262), diğer değişkenler sabitken, ne kadar FDF oluşturulursa o ölçüde vadesi gelen borç faizlerinin yeniden borçlanmadan ödenebilmesi mümkündür. Böylece iç borçların artış hızı azalacaktır.

Şimşek (2007: 54), FDF'nin bir ekonomide uygulanan programın değerlendirilmesi sürecinde iki açıdan önem taşıdığını belirtmektedir. Bunlar:

- Hedeflenen fazlaya ulaşılması ve bu amaçla alınan tedbirlerin uygulanmaya konulma düzeyi uluslar arası finans piyasası ve uluslar arası kuruluşlar açısından hükümetlerin makroekonomik sorumluluk düzeyini göstermesi açısından önem taşımaktadır.
- Yüksek düzeyde borç stoku ve iç borç servisi bulunan ülkelerde FDF verilmesinin temel ekonomik ve mali gerekçesi, borçlanma üzerindeki baskının azaltılması olarak tanımlanmaktadır.

Borçların sürdürülebilirliğini gösteren en temel yaklaşımlardan birisi olan borç/GSMH oranını sabit tutmak için de belirli bir FDF hedefi yakalamak gerekmektedir. Gerçekleşen FDF rakamının hedeflenen rakamdan düşük olması borç/GSMH oranının yükselmesine neden olacağı gibi, hedefi aşan FDF rakamı bu oranın azalmasını sağlayacaktır. Dolayısıyla, hedeften düşük gerçekleşen FDF rakamının borç/GSMH oranının artmasına yol açması, mevcut mali politikanın sürdürülemez olduğu anlamına gelmektedir (Ulusoy ve Cural, 2006: 10).

FDF genellikle şöyle bir formülle hesaplanır:

$$\text{Gelirler} - \text{Faiz Dışı Giderler} = \text{FDF} / \text{GSMH}.$$

Türkiye için IMF tarafından 2002 yılında FDF'nin %6,5 olacağı yönünde hedef konmuştur. Ancak bu oran % 4,5 olarak, hatta IMF tanımına göre Merkez Bankası karları hesaba katılmadığı için % 3,5 olarak gerçekleşmiştir. Bunun iki sakıncası vardır. Birincisi 2002 hedefi tutturulamamıştır. İkincisi ise 2003 yılındaki % 5,5'lik hedefin tutturulmasını zorlaştırmasıdır. Bu durum ise 2003 yılında yeni vergileri ya da gider kısıntılarını gündeme getirmektedir (Eğilmez, 2003).

FDF hedefi hedeflenen düzeyde tutturulamasa bile yinede 2001 dönemi gerçekleşmesi açısından %5'in aşılması nedeniyle belli bir düzeye çıkıldığı söylenebilir. Ama sorun öncelikle bu düzeyin sürdürülebilir olması sorunudur. Çünkü devlet iç borçlanma senetlerinin sürdürülebilirliği ve yabancı yatırımcıların ülkeye geri dönmeleri FDF hedefinin tutturulmasına bağlıdır.

Borç yükü yüksek bir ekonomide reel faizler reel büyüme oranının üzerindeyse FDF vermekten başka çare yoktur. FDF'nin oranı borç yükünün oranı çerçevesinde reel faiz büyüme oranına göre belirlenir. FDF geçici bir çözümdür. Önemli olan faizinde dahil olduğu toplam bütçe açığının kapatılmasıdır. Bunun yolu da FDF'yi mümkün olduğunca yüksek tutmaktan geçer. Ayrıca borçların eritilmesi için FDF'nin en az faiz giderleri kadar olması gerekmektedir.

FDF'nin yüksek olması iyi bir şeydir, ama kolay değildir. Bütçe dışı fazlaların oluşabilmesi hem gelir arttırıcı tedbirlerin yürürlüğe konulması hem de gider azaltıcı düzenlemelerin yapılmasına bağlıdır. Ancak her iki uygulamada da çeşitli zorluklarla karşılaşılması muhtemeldir.

Türkiye'de kamu gelirlerinin en önemli kalemi olan vergi gelirlerinin arttırılması için kayıt dışı ekonomi kayıt altına alınmalı ve vergi tabanı genişletilmelidir. Ancak Türkiye'de her vergi düzenlemesinde bu amaçlar yer almasına rağmen bu güne kadar bu konuda bir başarı sağlanamamıştır.

FDF, iç borç yükünün düşürülmesi amacıyla önemli bir kriter olmakla birlikte, yaşanan krizler nedeniyle bu oranın % 3,7'lerden %6,5'lara yükseltilmesi, yükseltilen bu hedeflere ulaşılması konusunda hem düzey hem de nitelik olarak problemler yaşanmaya başlamasına neden olmaktadır. Çünkü iç borç faiz ödemelerinin vergi gelirlerinin %20'sinden fazlasını götürdüğü bir ortamda sürdürülmesi planlanan FDF hedefi ancak sağlık, eğitim ve kamu yatırımlarında olağanüstü kısıntılar sonucu sağlanabilecektir [Bkz. Tablo:3].

Türkiye'de 2000'li yıllardan itibaren uygulanan program çerçevesinde, devletin faiz dışı harcamalarına, özellikle kamu yatırımları, sağlık ve eğitim gibi sosyal hizmet harcamalarına büyük çaplı kısıtlamalar getirilmiştir. Dolayısıyla, 2000'li yıllara girerken Türkiye ekonomisinin büyüme olanakları önemli bir kaynaktan yoksun bırakılmaktadır. Yeldan ve Voyvoda (2002: 5), servetler üzerine getirilecek yeni bir vergilendirme

ile devletin eğitim yatırımlarına öncelik veren bir harcama reformu yardımıyla büyümenin canlandırılabilceğini önermektedir.

Yılmaz (2005:179-199)⁸⁴, 2000-2004 yılları arasında uygulanan programları ve bu kapsamda faiz dışı fazla hedefine ulaşmak için alınan tedbirlerin ne şekilde yerine getirildiğini incelemiştir. 2000 yılında FDF hedefine ulaşmak için GSMH'ya oran olarak %3,4 düzeyinde tedbir paketi hazırlanmıştır. Öngörülen tedbir paketi; gelirlerin artırılması için ek vergiler (faiz vergisi, özel işlem vergisi, özel iletişim vergisi) ile yeni vergisel düzenlemelere ağırlık vermiş, ayrıca gelir vergisinde vergi dilimlerinin ücret dışı kazançlar için yeniden yükseltilmesi ve katma değer vergisi oranlarının arttırılması düşünülmüştür. Harcamalarda kısıntı için ise emeklilerde vergi iadesinin kaldırılması, Milli Savunma Bakanlığı ödeneklerinin ileri yıllara ertelenmesi tedbirleri alınmıştır. Alınan bu tedbirler bütçe açığının 14,1 Katrilyon TL yerine 13 katrilyon TL gerçekleşmesini sağlamış, yani Hazine Müsteşarlığı bu aradaki miktar kadar piyasalardan daha az borçlanmıştır (Yılmaz, 2005: 182).

2001 yılında ise FDF hedefine ulaşmak için GSMH'ya oran olarak %3,8 düzeyinde tedbir paketi hazırlanmıştır. Vergi tedbirleri olarak; telefon hizmetlerindeki ve doğalgazdaki katma değer vergisi oranlarının arttırılması, peşin kurular vergisi oranının %20'den %25'e çıkarılması, motorlu taşıtlar üzerindeki vergi oranlarının ve düzeylerinin arttırılması örnek olarak verilebilir. Fakat alınan vergisel tedbirlere rağmen bütçe gelirlerinde %25 artış sağlanmıştır. GSMH'ya oran olarak %3,4 oranında planlanan bütçe açığı ise %17,5 oranında gerçekleşmiştir. Aradaki farkın çok yüksek olması, faizlerin yükselmesiyle sonuçlanmış, Hazine Müsteşarlığı yaklaşık olarak ilave 18 Katrilyon TL borçlanmak zorunda kalmıştır (Yılmaz, 2005: 182-184).

2002 yılında GSMH'nın %3,6 düzeyinde tedbir paketi öngörülmüştür. Vergisel tedbirler olarak, katma değer vergisi ve özel işlem vergisi başta olmak üzere vergi oranlarının arttırılması suretiyle vergi hasılatını artırıcı ilave düzenlemeler getirilmiştir. Fakat vergi gelirleri hedeflenenin altında kalmış, Sosyal Güvenlik Kurumları bütçe ödenekleri başta olmak üzere harcamalarda sapma yaşanmıştır. 2002 bütçesi hedeflenen faiz dışı fazlanın (%5,4) çok altında %2,4 oranında gerçekleşmiştir (Yılmaz, 2005: 185-187).

⁸⁴ Bu konuyla ilgili ayrıntılı bilgi için Bkz. (Yılmaz, 2005).

2003 yılı %6,5 düzeyindeki FDF'ya ulaşılması amacıyla öngörülen harcama kısıcıcı tedbirler; Konsolide Bütçe kapsamındaki kuruluşları, Sosyal Güvenlik Kurumları'nı, KİT'leri ve diğer ilgili kamu kurumlarını kapsamaktadır. Vergi tedbirleri arasında 2003 yılında uygulamasına son verilecek olan özel işlem ve özel iletişim vergilerinin uygulama sürelerinin uzatılması yer almıştır. FDF %6,2 gerçekleşmiş, yani bu sonuç alınan tedbirlerin yaklaşık %80'inin yaşama geçmesi sonucunda elde edilmiştir (Yılmaz, 2005: 187-191).

2004 yılı bütçesi hükümetin aldığı Sosyal Güvenlik Kurumları'na ve asgari ücrette ilişkin politik kararlar nedeniyle uygulanabilir olmaktan çıkmış, IMF bütçenin yeniden hazırlanması konusunda baskı kurmuş, bu nedenle bütçe yeniden hazırlanmıştır. Ek bütçe kanunu ile Sosyal Sigortalar Kurumu'nun başlangıç ödeneği %109, Bağ-Kur'un ödeneği % 8,6 oranında arttırılmış, ödeneklerdeki artışı finanse etmek için bazı harcama kalemlerinde %13 kesinti yapılmıştır. İlave gelir tedbirleri olarak başta alkollü içkiler ve sigara üzerindeki Özel Tüketim Vergisi ve özel gelirlerin ertesi yıla devredilecek tutarlarının devredilmemesi uygulamaya sokulmuştur. FDF hedeflenenin (%6,5) üzerinde %6,6 oranında gerçekleşmiştir. Bütçe açığı başlangıçta öngörülen açığın 15,5 Katrilyon TL altında gerçekleşmiştir (Yılmaz, 2005: 192-194).

Bunlara ek olarak, DPT tarafından AB'ye verilmesi için hazırlıkları sürdürülen Katılım Öncesi Program Çalışmalarında FDF'nın, 2008'de %6,1 ve 2009'da %5,5 olarak hedeflendiğini de belirtmek gerekir.

Şen'e göre (2007: 262), iç borçların eritilmesi için FDF tek başına yeterli bir yöntem değildir. FDF yanında reel faiz, ekonominin büyüme hızı ve iç borç yükü arasında da sağlıklı bir ilişki kurulması gerekmektedir. Bu ilişki aşağıdaki gibi olmalıdır:

$$\frac{\text{İç Borç}}{\text{GSMH}} \leq \frac{\text{FDF}}{(r - g)}$$

Eşitsizlikteki r , reel faiz oranını, g ise reel büyüme oranını göstermektedir. FDF vermenin yanında bu kriterin de sağlanması gerekmektedir. Yoksa yüksek reel faiz ödediği durumlarda FDF verilmesi iç borç yükünün azaldığını göstermez. Tam tersine böyle bir durumda iç borç yükü ağırlaşmaya devam eder (Şen vd., 2007a: 263).

Bütçeleştirilmeyen giderler içinde bir kısım faiz ödemelerinin de yer alıyor olması, FDF hesaplarında hata yapılmasına yol açan diğer bir unsurdur (Sayıştay, 2000: 44).

2002 yılında 149.869.691 Bin YTL olan iç borç stoku, 2003 yılında 194.386.700 bin YTL, 2005 yılında 244.781.857 bin YTL ve 2006 yılında 251.470.054 Bin YTL' ye ulaşmıştır [Bkz. Tablo:4]. Dolayısıyla FDF'da görülen artışlar, iç borç stokunun artışını engelleyememiştir. Yani Türkiye ekonomisinin FDF vererek borç sorununu halledemediği anlaşılmaktadır. Bu nedenle FDF vermenin yanında aynı zamanda kamu harcamalarının kompozisyonuna da dikkat etmek gerekir.

2. İç Borçların Çevrilebilirliğinin Sağlanması

Alınan yeni borcun ödenen iç borç servisine oranına iç borçların çevrilebilirliği denilmektedir. Yani iç borç çevirme oranı, iç borç geri ödemelerinin ne ölçüde yeni borçlanmaya bağlı olduğunu göstermektedir. Sahip olunan borç stoku her yıl ortalama iki kez çevrilmek zorundadır. Burada iç borçları çevirebilir kılmaktan kast elden şey, iç borçların kendisinden daha büyük bir ekonomik ve sosyal maliyet çıkarmadan borçlanılmasıdır.

Borçların çevrilmesinin gerekli olması, piyasalarda sürekli olarak kriz beklentisinin doğmasına neden olmakta, bu da devletin uygun oranlarda borçlanmasını engellemektedir (Bağcı, 2001: 80). İç borç çevirme oranının düşürülebildiği ölçüde iç borçların sürdürülebilirliği ve iç borç stokunun azaltılabilmesi mümkün olabilmektedir. Ayrıca reel faiz yükünün düşürülebilmesi için de iç borç çevirme oranının düşürülmesi gereklidir.

Tablo 10'da iç borç çevirme oranları gösterilmiştir. Buna göre, 1998 yılında 100 liralık borcu ödemek için 98,4 lira, 2000 yılında 86.48 lira, 2001 yılında 127,5 lira, 2003 yılında 95.1 lira, 2005 yılında 89 lira, 2007 yılı sonunda da 79,7 lira yeniden borçlanma yapılmıştır.

Tablo 10. İç Borç Çevirme Oranları (%), 1998–2006

Yıllar	İç Borçlanma	İç Borç Servisi	İç Borç Çevirme Oranı (%)
1998	14.254.324	14.471.510	98.4
1999	26.886.405	25.477.768	105.5
2000	32.468.545	37.577.493	86.4
2001	209.613.234	164.360.842	127.5
2002	125.303.125	141.059.233	88.8
2003	158.238.383	166.357.352	95.1
2004	163.596.496	183.533.146	88.4
2005	155.520.456	174.491.083	89.1
2006	125.581.080	157.551.600	79.7
2007	118.033.116	155.732.867	75,7

İç Borç Çevirme Oranı=İç Borçlanma / İç Borç Servisi*100

Kaynak: Tablo 3'den yararlanarak düzenlenmiştir.

Anlaşılabacağı üzere 2001 yılında 100'ün üzerinde gerçekleşen iç borç çevirme oranı 2002 yılından itibaren (2005 yılı hariç) 80'ler seviyesine, 2006 yılından itibaren de 70'ler seviyesine inmiştir. Bu durum ekonomi açısından olumlu bir gelişmedir. 2007 yılında iç borç çevirme oranının %75,7 olarak gerçekleşmesinin anlamı, Hazine Müsteşarlığı içeriye 100 lira ödemiş yerine 75,7 lira borçlanarak geri kalan 24,3 lira kaynak piyasaya kalmıştır. Yani Hazine Müsteşarlığı ödediğinden daha az borçlanmıştır.

2000 yılında iç borç çevirme oranının düşmesi, reel faiz oranının da düşmesini sağlamıştır. Reel faiz oranı, 1999 yılı sonunda %33 seviyesinden, 2000 yılı sonunda %14 seviyesine kadar düşmüştür [Bkz. Grafik.4]. Fakat gelişmiş ülkelere nazaran bu oran çok yüksektir. Çünkü gelişmiş ülkelerde reel faizler % 1–3 arasında değişmektedir. Bu nedenle Türkiye'ye sürekli yurtdışından döviz gelip YTL' ye dönüştürülmekte, söz konusu gelir devlet iç borçlanma senetlerine yatırılarak faiz geliri yani sıcak para elde edilmektedir. Bu döviz girişi ise ulusal paranın değerlenmesine ve cari açıkların ortaya çıkmasına neden olmaktadır.

Belirtmek gerekir ki, iç borç çevirme oranlarında düşüş gerçekleşmiş olsa da oranlar yine de yüksek seviyededir. Çünkü 2007 yılı gerçekleşen iç borç çevirme oranı olan 75.7 liraya faizi eklendiğinde borç stokunun eski düzeyini geçeceği (100 lirayı) açıktır. O halde iç borç stokunu azaltmak için mutlaka iç borçların çevrilme oranını düşürmek gerekmektedir. Bunu sağlamanın yolu vadesi gelen borç anapara ve faizler için yeni kaynak bulmaktan geçmektedir.

3. Konsolidasyon

İç borçların çevrilebilirliğinin sağlanması için iç borçların konsolidasyonu önerilmektedir. Ancak konsolidasyon ister isteğe bağlı olsun isterse zorunlu olsun sorunu ertelemekten [uzun vadeye yaymaktan] öte bir anlam taşımamaktadır (Şen vd., 2007b: 264). Bu nedenle iç borçların konsolidasyonu önerisinin geçerli bir tedbir olarak görülmemesi gerekmektedir. Çünkü böyle bir uygulama para ve sermaye piyasalarında güvensizlik oluşturarak reel faiz oranlarının yükselmesine neden olmaktadır. Bu durum devletin ertelenen borç yükünü daha da ağırlaştıracaktır (Akdiş, 2003: 73).

Türkiye’de önceleri, kamu kredisini düzenlemek, borçların itfa süresini uzatarak bütçe ve iktisadi devlet teşekküllerinin normal gelir kaynaklarının daha başka alanlarda kullanılmasını sağlamak gibi amaçlarla konsolidasyona gidilirken, son yıllarda kısa vadeli borçların baskısından kurtulmak amacıyla konsolidasyona gidilmektedir (Gürler, 1998: 97). Çünkü enflasyon oranının yüksek olması ve devletin aşırı fon talebi borçlanmada vadeyi kısaltmakta ve faizleri yükseltmektedir.

Tahkim kanunlarıyla ilgili işlemlerin yapılabilmesi için Bütçe Kanunlarında hükümler yer almaktadır. Türkiye’de 1960’lı yıllarda gerçekleştirilmiş en önemli konsolidasyon işlemi, 6 Aralık 1960 tarih ve 154 sayılı kanunla yapılmış olanıdır. Söz konusu kanun ekonomik istikrarın sağlanması amacıyla kabul edilen ve 4 Ağustos 1958 yılında yürürlüğe giren istikrar programı esaslarına uygun olarak kamu sektörüne ait borçların tasfiyesi için çıkarılmıştır. Bu şekilde 154 sayılı kanunla Hazine’nin ve İktisadi Devlet Teşekküllerinin Merkez Bankası’na olan borçları Hazine tarafından 100 yıl vadeli, %0,5 faizli tahvil verilerek; Amortisman ve Kredi Sandığı’na, Emekli Sandığı’na, İşçi Sigortaları Kurumu’na olan borçları da 25 yıl vadeli, %6 faizli tahvil verilerek uzun vadeli bir borç haline getirilmiştir. Merkez Bankası tarafından açılan KVA’lar ilk defa bu kanunla konsolidasyon kapsamına alınmıştır (Gürler, 1998: 370).

154 sayılı Konsolidasyon kanunu, bütün kamu kesimi kısa vadeli borçlarının konsolidasyon işleminde yetersiz kaldığı için, 12 Haziran 1963 yılında 250 sayılı kanunla yeni bir konsolidasyon işlemine girilmiştir. Bu kanunla Milli Savunma Bakanlığı’nın, 154 sayılı kanunda yer almayan daire ve kuruluşlara olan borçlarının, Türkiye Kömür İşletmeleri Kurumu’nun bilanço zararlarının, Etibank’ın ve buna bağlı kuruluşların zararlarıyla Hazine’den olan alacaklarının ve Tarım Satış Kooperatiflerinin Ziraat

Bankası'na olan borçlarının tahkim edilmesi öngörülmüş bulunmaktadır (İnce, 2001: 370).

16 Temmuz 1965 tarih ve 691 sayılı kanunla, belediyeler ve belediyelere bağlı kuruluş ve işletmelerin borçları konsolide edilerek Hazine iç borçları hesabına alınmıştır. Bu şekilde belediyelerin borç yükü hafifletilmiştir (Gürler, 1998: 100).

2 Temmuz 1992 tarih ve 3836 sayılı kanunla kamu kurum ve kuruluşlarının birbirlerine olan borçları konsolidasyon kapsamına alınmıştır. Kamu kurum ve kuruluşlarının birbirlerine, Merkez Bankası'na ve Ziraat Bankası'na olan borçları geniş kapsamlı bir konsolidasyon işlemi gerekli kılmıştır. Söz konusu kanunla KİT'lerin birbirlerine olan anapara, faiz ve gecikmeye ilişkin cezalar dahil, vergi, hazine, devirli dış kredi, SSK borçları ve görev zararı alacakları konsolide edilmiştir. Yasada belirtilen kuruluşların söz konusu borçları Hazine'ye devredilerek Merkez Bankası bilançosunda aktifleştirilmiştir (Gürler, 1998: 101; İnce, 2001: 371-372).

2000'li yıllarda borçlanmaların çoğunluğu süresi gelenlerin yeniden borçlanılarak süresinin uzatılması şeklinde olmaktadır. Bu da bir çeşit konsolidasyon işlemidir.

2001 yılında yine konsolidasyona başvurulmuştur. 15 Haziran'da bankalarla yapılan anlaşma gereği, yaklaşık 85 katrilyon liralık iç borç stokunun 9.8 katrilyonluk kısmı 1\$=1.160.000 TL üzerinden yıllık %14.45–14.89 faizli tahvillerle ABD dolarına çevrilmiştir. Yapılan iç borç takas işlemi ile ortalama vadesi 6 ay olan 9.8 katrilyon TL tutarındaki senet, ortalama vadesi 37.5 ay olan tahvillerle değiştirilmiştir (Hazine web sayfası)⁸⁵.

Görüleceği üzere Türkiye, konsolidasyon işlemine çok sık başvurmuştur. Genellikle, çıkarılan konsolidasyon kanunları ile kamu kurum ve kuruluşlarının kaynak yetersizliği nedeniyle ödeyemedikleri borçların konsolide edilmesi amaçlanmıştır. Yani borç yönetimi anlamında değil, Hazine'ye kaynak bulmak için yapılmıştır. Bu durum kısa süreli sorunları çözmekte, uzun süreli yapısal sorunlara bir çözüm getirememektedir. Ayrıca, konsolidasyon kanunları dolayısıyla borçların eninde sonunda Hazine tarafından devralınacağı beklentisinde olan kamu kurum ve kuruluşları, borçlarını ödeme yükümlülüklerini yerine getirme konusunda yavaş davranmaktadırlar. Yine konsolidasyon

⁸⁵ T.C Başbakanlık Hazine Müsteşarlığı web sayfası, http://www.hazine.gov.tr/duyuru/basin/takas_fiyat.htm (11.04.2008).

kapsamına alına kuruluşların borçları affedilmekte, yani başarısız kurumlar ödüllendirilmekte, başarılı kurumlar bir nevi cezalandırılmaktadır (Gürler, 1998: 101; İnce, 2001: 371–372).

4. Özelleştirme Gelirleri

Özelleştirme ve özelleştirme sonucu elde gelirler iç borç stokunun asgariye indirilmesinde bir araç olarak kullanılabilir. Ancak özelleştirme gelirlerinin geçici özellik taşıyan bir gelir olduğu unutulmamalıdır.

Nitekim dünyadaki uygulamalara bakıldığında, özelleştirme gelirleri bütçe açıklarının kapatılmasında önemli bir gelir olarak görülmüştür. Özellikle Latin Amerika ülkeleri özelleştirme gelirleri ile borçlarının önemli bir kısmını ödemiştir. Brady planı çerçevesinde gündeme getirilen borç azaltma teknikleri içinde, özelleştirme yolu ile kamu hisselerinin ve arazilerinin alacaklı sermayedarlara devredilmesi önemli bir rol oynamıştır (Eker-Meriç, 2000;11–112). Meksika, 21 milyar dolarlık özelleştirme geliri-nin önemli bir bölümünü iç borcun azaltılmasında kullanarak, bütçe açıklarını ortadan kaldırmada önemli ilerlemeler kaydetmiştir (Meriç, 2003: 27).

Türkiye’de başlangıçta kamu kesimini küçültmenin bir aracı olarak görülen özelleştirme, 1990’larda kamuya gelir sağlamanın bir aracı olarak görülmeye başlanmıştır. Ne var ki, özelleştirme uygulamalarının 17 yıllık bilançosuna göre, özelleştirme gelirleri ancak özelleştirme harcamalarını karşılayabilmiş, gelir elde etmek bir yana, değerli kamu işletmeleri yok pahasına elden çıkarılmıştır. Buna rağmen yapısal reformlar sonucunda 2003 yılına gelindiğinde artık yalnızca Türk Telekom, Petkim, THY, Tekel vb. stratejik kuruluşların değil ormanlar, kıyılar, limanlar dahil tüm kamu varlıklarının satışı yoluyla gelir elde etmek devletin başlıca hedefleri arasına girmiştir (İyidiker & Özüğurlu, 2003: 5). 2005 yılından itibaren özelleştirmeden elde edilen gelirler önemli miktara ulaşmıştır.

Ayrıca devlet iç borçlanmasının yüksek faizler ile gerçekleştirilmesi sonucunda, tasarruflular dışlama etkisi nedeniyle, yatırımlarını kamu kesimine kanalize etmektedirler. Yurtiçi tasarrufların büyük kısmının kamu tarafından kullanılması nedeniyle, yurtiçi sermayenin özelleştirmede rol alması zorlaşmaktadır. Yeterince gelişmemiş olan yurtiçi sermaye ancak bazı yabancı sermaye ortaklıkları ile bu işlemlere girebilmektedir.

Yabancı sermayenin Türkiye'ye gelmesinin ise en başta siyasi sonra ekonomik istikrarın teminine bağlı olması nedeniyle istenilen seviyelerde gerçekleşmemektedir (Meriç, 2003: 28–29).

Taşınmaz malların satılması ve kiraya verilmesi de özelleştirme kapsamında değerlendirilmektedir. Genellikle kamu taşınmaz mal satışları savaş, büyük bayındırlık yatırımları veya borç ödemek gibi bütçe üzerinde olağanüstü baskıların olduğu dönemlerde yapılmaktadır. Türkiye'de devletin bir çok taşınmaz önemli rant sağlayıcı alanlar içinde kalmıştır. Çok yüksek fiyatlarla alıcı bulunabilme özelliklerinin olmasına karşın, özellikle bürokratların buralardan çıkmak istememeleri nedeniyle uygulamada bu gelir gerçekleştirilememiştir (Meriç, 2003: 29).

5. Monetizasyon

İç borç yönetiminde, borçların para basarak finanse edilmesi alternatifi bulunmaktadır. Monetizasyon, iç borçların tamamının veya belli bir kısmının para basılarak finanse edilmesidir. Genellikle monetizasyon, para basmakla aynı anlamda kullanılmaktadır.

İç borçların para basarak finanse edilmesi durumunda, emisyon hacminin çok ciddi ölçülerde arttırılması gerekmektedir. Mevcut iç borç tutarının GSMH'nin %20 olduğu varsayıldığında, borçların tümünün ödenmesi için emisyon hacminin bu tutar kadar arttırılması gerekmektedir (Bağcı, 2001: 200).

İç borçların ağır yükü uzmanlar ve çeşitli toplum kesimleri arasında tartışma konusu olmuş, bazı yazarlar monetizasyona gidilerek iç borçların tasfiyesini öngörürken, bazı yazarlarda monetizasyonun çeşitli sorunları da beraberinde getireceğini savunmuşlardır.

Mishkin, iç borçların kapatılmasında para basmanın çıkar yol olabileceğini savunan yazarlardan birisidir. Mishkin'e göre, kamu harcamaları arttırıldığında vergilerin arttırılması ekonomik ve yapısal nedenlerle mümkün olamamaktadır. Bu nedenle iç borçları kapatmanın yolu para basmaktır (Acartürk, 1999: 8).

Kazgan, dış borçları ödemek için dövizin gerekli olduğunu, bunun için hem Türk Lirası hem de ihracat yoluyla yaratılan döviz kaynağının gerekli olduğunu fakat iç borçları ödemek için dövizin gereksiz olduğunu, iç borçların para basılarak ödenebileceğini

ve Türkiye'nin bu süreçten çıkmasının ancak para basmak yoluyla mümkün olabileceğini savunur (Acartürk, 1999: 8).

İç borçları ödemek için monetizasyona başvurmanın sakıncalı olduğunu savunan yazarlardan birisi Miras'tır. Geçmişte bunun örneklerini dile getiren Miras'a göre, bazı Latin Amerika ülkeleri monetizasyona başvurmanın sonucunda hiperenflasyonla karşılaşmış ve ekonomide büyük tahribatlara neden olmuştur. Türkiye'de 1993 yılının ikinci yarısında kısmi monetizasyona gitmiş, bunun sonucunda da 1994 ekonomik bunalımı ortaya çıkmıştır (Acartürk, 1999: 9).

Ersel ve Öztürk ise, monetizasyon aşırı parasal genişlemeye neden olursa bu durumun enflasyona neden olacağını savunmuştur. Bu durumda daha yüksek toplam talep, reel faiz oranının yükselmesine neden olacaktır (Acartürk, 1999: 9).

Bu konuda Şen ise (2007: 263); piyasalarda likidite sıkıntısının yaşandığı dönemlerde monetizasyona başvurmanın enflasyonist etkisinin sınırlı olabileceğini ileri sürmüş, ancak iç borçların yüksekliği dikkate alındığı zaman piyasalarda ciddi sarsılmaların yaşanabileceğini dile getirmiştir. Ayrıca devlet borçlanmasının süreklilik arz eden bir durum olduğu göz önüne alınırsa, monetizasyona başvurmanın sonucunda devlete duyulan güvenin sarsılacağı bunun sonucunda da devlet kredibilite kaybına uğrayacağı için ileride devletin borçlanmasının zorlaşacağını ve devletin borçlanma maliyetinin yükseleceğini vurgulamıştır. Monetizasyona ancak, borçların çevrilmesinin imkansız hale geldiği ve dış borçlanma imkanının kalmadığı zamanlarda son bir çare olarak başvurulabilir.

B) DOLAYLI ÇÖZÜMLER

Dolaylı çözümler arasında toplam bütçe açığının yapısal ve konjonktürel ayrımı, iç borca neden olan diğer kamu kurumlarında reform, enflasyon ve ülke riskindeki azalmalar ile vergilemede etkinlik yer almaktadır.

1. Bütçe Açığının Yapısal ve Konjonktürel Ayrımı

Türkiye, “Orta Vadeli Mali Çerçeve” (OVMÇ) ile birlikte FDF yerine diğer bir analitik bütçe dengesi ölçüm yöntemi olan yapısal açık (dönemsellikten arındırılmış açık) ve konjonktürel açık yöntemine doğru kaymaya başlamıştır. OVMÇ adlı belge, 3 Mayıs 2008 tarihinde ekonomiden sorumlu bakanlar tarafından açıklanmıştır.

OVMÇ belgesi, FDF’ya alternatif maliye politikası yaklaşımıdır. Yani harcama genişletici politikalara izin verilerek bunun borç dinamiklerini olumsuz etkilemeyeceği öngörülmektedir. Kamu maliyesinin performansının ölçülmesi açısından FDF denge göstergesi yerine toplam bütçe açığı esas alınmaktadır.

OVMÇ belgesinde merkezi yönetim bütçesi FDF’sının 2008-2012 yılları arasında Gayri Safi Yurtiçi Hasıla (GSYH)’ya oranı %2,7’den kademeli olarak %1,7’ye düşürülmekte, buna karşılık Avrupa Birliği tanımlı brüt borç stoku %37’den %30’a indirilmektedir (TEPAV, 2008: 25)⁸⁶. Görüleceği üzere bu belge, borç azaltımına ilişkin söz konusu hedef ile tutarlı faiz dışı fazla ve faiz dışı harcamaları politikaları içermektedir. Söz konusu yıllar arasında FDF’nin 1 puanlık düşüşüne karşılık, borç stokunda 7 puanlık bir düşüş olmasından yola çıkarak borçların sürdürülebilirliği açısından FDF’nin gerekli ancak şart olmadığı sonucuna varılabilir. Borçların sürdürülebilirliği reel büyümeden, reel faizlerden ve kurlardaki değişimlerden de etkilenmektedir. Borç stokunun aşırı yönde artış göstermemesi için söz konusu değişkenlerin olumlu bir yönde gerçekleşmesi gerekmektedir.

FDF yerine yapısal açık yönteminin esas alınması, dönemsel özelliklerden kaynaklanan örneğin ekonominin canlanma dönemlerinde vergi gelirlerinin artması, durgunluk dönemlerinde vergi gelirlerinin azalmasından kaynaklanan gelir artış ve azalışları ile yine dönemsel özelliklerden kaynaklanan örneğin ekonominin durgunluk dönemlerinde işsizlik ödemelerinin artması, yatırım harcamalarının azalmasından kaynaklanan harcama artış ve azalışları gibi otomatik stabilizatörlerin etkisinden arındırıldıktan sonra ortaya çıkan bütçe açığı ya da fazlası, yapısal olarak hükümetin bütçe dengesini ne ölçüde sağlayabildiğinin göstergesidir (TEPAV, 2008: 36–37)⁸⁷. Bu gösterge, alınan bazı

⁸⁶ TEPAV web sayfası, <http://www.tepav.org.tr/tur/index.php?type=downloadfile&cid=803> (14.06.2008).

⁸⁷ TEPAV web sayfası, <http://www.tepav.org.tr/tur/index.php?type=downloadfile&cid=803> (14.06.2008).

maliye politikası kararlarının ileride yapısal bir sorun yaratıp yaratmayacağı konusunda bir öngörü olanağı sağlamaktadır.

Yılmaz'a göre (1997: 16)⁸⁸ bu hesaplamalarda yatan mantık;

Ekonominin dönsel dalgalanmalar yaşadığı anlarda otomatik stabilizatörlerin yardımı ile kamu açığı verebileceği hatta hükümetlerin buna ek olarak buna ek olarak harcamalarını arttırarak tam istihdama ulaşana kadar açık bütçe politikası uygulayabilecekleri varsayımı üzerine kuruludur. Buna karşılık tam istihdama ulaşılınca bütçe fazlası verilerek açık verilen dönemdeki borç yükünün hafifletilmesi gerekir.

OVMÇ'de takip edilecek açığın klasik bütçe açığı olacağı ve FDF'da azalmaya gidilmesinin konjonktürel maliye politikasına dayandırıldığı belirtilmektedir. Yani ekonominin daralma dönemlerinde açık vererek ekonomi canlandırılmaya çalışılmaktadır. Bunu sağlamak için genelde harcama arttırıcı önlemler yerine kısa vadede ekonomide talep yaratan, hane halkının kullanılabilir gelirini arttırmaya yönelik önlemler alınmaktadır (TEPAV, 2008: 27)⁸⁹.

2. İç Borca Neden Olan Diğer Kamu Kurumlarında Reform

a) Kamu Bankaları

Kamu bankaları kamusal görevlerin yerine getirilmesi amacıyla önemli kaynak sağlayan kurumlardır. Geçmiş dönemlerde kamu bankalarının bu uygulamaları sonucunda görev zararları birikmiştir. Görev zararından kast edilen şey, devletin kamu bankalarına piyasa koşulları dışında kredi açması ve böylece kamu bankalarına zarar etmeleri görevi verildiği halde, bu zararın yetersiz bütçe imkanları nedeniyle devlet bütçesinden ödenememesidir. Kamu bankaları bu nedenle bu alacakları borçlanma ile finanse etmek durumunda kalmışlardır.

Kamu bankalarının tahsil edemediği görev zararı alacakları nedeniyle aşırı günlük likidite ihtiyaçları da tüm bankacılık sistemini olumsuz etkilemiş, bu durum para piyasalarında yüksek faiz oranlarının oluşmasına neden olmuştur. Bankaların faiz giderleri bu nedenle artmış, bankalar temel asli görevleri olan finansal aracılık fonksiyonunu yerine getiremez hale gelmişlerdir. Ayrıca görev zararları için yapılması gereken öde-

⁸⁸ H.Hakkı Yılmaz'ın Bilkent Üniversitesi Ders Notları

⁸⁹ TEPAV web sayfası, <http://www.tepav.org.tr/tur/index.php?type=downloadfile&cid=803> (14.06.2008).

melerin bizzat bütçe kanunları dışında muhasebeleştirilmesi sonucu, kamu açığının doğru ölçülememesi ve buna uygun politikalar oluşturulamamasına neden olmuştur.

Kamu bankalarında reform kapsamında ilk olarak 25 Kasım 2000 tarihinde yürürlüğe giren 4603 sayılı kanunla bütçeden karşılığı önceden ayrılmaksızın kamu bankalarına yeni görevler verilmesinin önüne geçilmiş, 30 Nisan 2001 tarihli Bakanlar Kurulu kararı ile mevcut görev zararlarına ilişkin kararnameler yürürlükten kaldırılarak nakit ve tahvil verilmek suretiyle kamu bankalarının görev zararları Haziran ayı sonuna kadar tamamen ortadan kaldırılmıştır. 16 Mart 2001 tarihinde 8,5 katrilyon TL olan kamu bankalarının Merkez Bankası dışındaki kısa vadeli yükümlülükleri ise Mayıs 2001 itibarıyla sıfıra indirilmiştir (TCMB Para Politikası Raporu, 2001: 79)⁹⁰.

Yine 4603 sayılı kanunla kamu bankaları, KİT'lere ilişkin 233 sayılı Kanun Hükmünde Kararname dışına çıkarılmıştır. Böylece kamu bankaları diğer bankalar gibi sadece Bankalar Kanunu ve Ticaret Kanunu hükümlerine tabi olmuşlardır (TCMB Para Politikası Raporu, 2001: 79).

Operasyonel anlamda yeniden yapılandırma amacıyla 6 Temmuz 2001 tarihi itibarıyla Emlak Bankası Ziraat Bankası'na devredilmiştir. Kamu bankalarında etkin olmayan şubeler kapatılmıştır⁹¹. Kamu bankalarının bağımsız dış denetimi için bağımsız denetim şirketi ile anlaşma imzalanmıştır. İç denetim ve risk yönetimi için Ziraat Bankasında bir iç mali kontrol birimi kurulmuştur. Tasarruf Mevduatı Sigorta Fonu bünyesindeki bankaların çözümüne yönelik olarak da birleştirme⁹² ve satış yoluna gidilmiştir (TCMB Para Politikası Raporu, 2001: 79–80)⁹³.

b) KİT'ler

Türkiye'de KİT'lerin finansman açıklarının önemli bir kısmı konsolide bütçeden yapılan transferlerle karşılanmaktadır. Yapılan bu transferler merkezi idarenin vereceği açığın çok üzerinde açık vermesine neden olmaktadır. Nitekim devletin bu açıkları üstlenmesi, kendi harcamalarından tasarruf etmesi anlamına gelmektedir. Yani devlet, asıl

⁹⁰ TCMB web sayfası, www.tcmb.gov.tr/yeni/evds/yayin/paraprogram/pp2001/pp12.pdf (11.06.2008).

⁹¹ Türk Ticaret Bankası, 15 Haziran 2001 günü yayımlanan BDDK kararı gereğince 1 Temmuz 2001 tarihinde kapatılmıştır.

⁹² Egebank, Yurtbank, T. Tütüncüler Bankası (Yaşarbank), Bank Kapital ve Ulusal Bank Sümerbank çatısı altında, İnterbank ve Esbank ise Etibank çatısı altında birleştirilmişlerdir.

⁹³ TCMB web sayfası, www.tcmb.gov.tr/yeni/evds/yayin/paraprogram/pp2001/pp12.pdf (11.06.2008).

yapması gereken eğitim, sağlık, adalet ve kültür hizmetlerine daha az pay ayırmaktadır (Emil ve Yılmaz, 2004: 27)⁹⁴.

Aynı zamanda KİT'ler belediyelere su ve gaz borçlarını ödemeyerek belediyelerin mali yapısının bozulmasında da etkilidirler. Bu durumda devlet önlem olarak tahkim kanunları çıkararak bu borçları silip, alacaklı kalan kurumların alacaklarını da Hazine Müsteşarlığı'nın ödemesini sağlar. Yani borçlular bir nevi ödüllendirilmektedir. Bu durum borçluların bir dahaki sefere yine aynı alışkanlığı sürdürmelerine yani borçlarını ödememelerine neden olur. Eğer KİT'ler harcamalarının ölçüsünü bilerek hareket ederlerse Hazine Müsteşarlığı da daha az borçlanmış, elindeki kaynakları daha verimli alanlarda kullanma imkanına kavuşmuş olur (Emil ve Yılmaz, 2004: 24).

Hazine Müsteşarlığı, KİT'lere yapacakları yatırım karşılığında alacakları borçlar için ödeme garantisi vermektedir. Hazine Müsteşarlığı tarafından bu ödemeler alacak olarak takip edilir. Fakat yapılan ödemeler bütçede gözükmemektedir. Çoğu kez KİT'ler Hazine Müsteşarlığı'na olan bu borçlarını ya hiç ödememekte ya da zamanında ödememektedir. Sonuçta Hazine Müsteşarlığı hem garanti verdiği krediler için ödemede bulunurken borçlanma ihtiyacı artar hem de tahsil edemediği paralar nedeni ile borçlanma ihtiyacı artar (Emil ve Yılmaz, 2004: 53).

c) Sosyal Güvenlik Kurumları

Türkiye'de sosyal güvenlik kurumlarının açıkları nedeniyle bu kurumlara sürekli olarak bütçeden transfer yapılmış, her geçen yıl genel bütçe üzerinde artan yük teşkil etmişlerdir. Bu kurumların özerk bir yapıya kavuşturulamamaları, toplanan fonların verimli alanlarda kullanılması yerine daha çok politik tercihler doğrultusunda kullanılması ve kayıt dışı istihdamın yaygınlığı gibi unsurlar bu kurumların finansman dengesinin bozulmasında etkili olmuştur (Şen vd., 2007a: 247).

Bu kurumların açıklarındaki büyüme, kamuoyunda kara delik olarak adlandırılmış, açıkların kontrol altına alınması için sosyal güvenlik reformu uygulamaları yapılmıştır (Şen vd., 2007a: 247).

⁹⁴ Türkiye Ekonomik ve Sosyal Etüdler Vakfı (TESEV) web sayfası, http://www.tesev.org.tr/UD_OBJS/PDF/IYIYNTSM/Kamu%20Borcu.pdf (24.06.2008).

Öyle ki Anayasa Mahkemesi'nin 5510 sayılı Kanuna ilişkin görüşlerini dikkate alan yeni bir sosyal güvenlik reform kanunu TBMM tarafından kabul edilmiş olup, 2008 yılı Ekim ayından itibaren de bütünüyle uygulamaya konulması beklenmektedir. Yeni kanun, sosyal güvenlik prim tahsilatının iyileştirilmesi amacıyla çeşitli önlemler almıştır. Büyük işverenlerin, çalışanlarının maaşlarını banka hesapları aracılığıyla ödemelerini gerekli kılacak yasal çerçeve kabul edilmiştir. Ayrıca, prim tahsilat tekniklerini güçlendirmek üzere Sosyal Güvenlik Kurumu bünyesinde sadece borç tahsilatı ile ilgilenen özel birimler kurulmuştur. Ayrıca Sosyal Güvenlik Kurumu Prim Tahsilat Dairesi bünyesinde büyük işverenlerle ilgilenmek için ayrı bir birim oluşturulması çalışmaları da sürmektedir (TCMB, 2008:6)⁹⁵.

Söz konusu reformun tamamlanmasıyla birlikte sosyal güvenlik kurumlarının açıkları azalacak, böylece bu kurumlara genel bütçeden yapılan kaynak transferi minimuma indirilecek, gelir daha verimli alanlarda kullanılacaktır. Bu şekilde bütçe üzerindeki yük giderilerek, borçlar üzerindeki baskı hafiflemiş olmaktadır.

3. Enflasyon ve Ülke Riskindeki Azalmalar

Enflasyonun sürekli düşme eğiliminde olmasıyla faizlerde bir gerileme sağlanmış olmaktadır. Böylece etkin bir iç borç yönetiminin amaçları arasında yer alan borçlanma maliyetini azaltmaya imkan tanıdığı için bu süreç iç borç stokundaki düşüşü desteklemektedir.

Siyasi istikrarın da etkisiyle risklerde düşüş sağlanması sonucu ülke ekonomisinin daha düşük risk içeren ekonomi kategorisine girmesiyle birlikte risk priminin düşmesi, borçlanma faizlerini aşağıya çekerken, faizlerin düşeceği yolundaki beklenti de vadenin uzamasını sağlayacaktır. Mevcut borç stokunun daha uzun vadeli yeni borçlarla yenilenmesi, stokun çevrilme baskısını azalttığı için borç stokunun düşmesini sağlayacaktır (MÜSİAD, 2007: 36)⁹⁶.

⁹⁵ TCMB web sayfası, <http://www.tcmb.gov.tr/yeni/duyuru/2008/IMFniyetTRnisan08.pdf> (14.06.2008).

⁹⁶ MÜSİAD web sayfası, http://www.musiad.org.tr/img/yayinlarRaporlar/arastirma_raporlari_51.pdf?yayinRapor=235&k=5 (08.10.2007).

4. Vergilemede Etkinlik

Vergiler, kamu harcamalarının finansmanı için başvurulabilecek en sağlıklı gelir kaynağıdır. Ancak politik ve ekonomik nedenlerden dolayı kamu harcamalarının vergilerle finanse edilmesi her zaman mümkün olmamaktadır. Dolayısıyla hükümetler, harcamaya ve gelirlerdeki zamansal farklılıktan ya da bütçe tahminlerindeki yanlışlıklardan dolayı kısa vadeli borçlanmaya başvurmakta, yatırımların finansmanı için de uzun vadeli borçlanmayı tercih etmektedirler (Keskin, 2005: 174).

Anlaşılabileceği üzere bir ülkenin gelir kaynaklarının özellikle de vergi gelirlerinin yetersiz olması kamu finansman açığının büyümesine neden olan faktörlerin başında gelmektedir. Vergi gelirlerinin arttırılabilmesi için de vergi oranlarının düşürülmesi, vergi tabanının genişletilmesi, kayıt dışı ekonomik faaliyetlerin kayıt altına alınması ve böylece vergi kayıp ve kaçaklarının azaltılması gerekmektedir. Bütün bunlar ancak vergilemede etkinliğin sağlanması ile mümkündür.

Vergilemede etkinliğin sağlanabilmesi için öncelikle güçlü bir vergi idaresinin oluşturulması gerekmektedir. Nitekim Türkiye'nin 2008 yılı Nisan ayında IMF'ye sunduğu Niyet Mektubu'nda vergi idaresinin geliştirilmesinin öneminden ve bu konuda yapılan düzenlemelerden bahsedilmiştir. Söz konusu düzenlemeler arasında Büyük Vergi Mükellefleri Birimi'ne tahsis edilen denetçi sayısının 50'ye çıkarıldığı ve uygun kalifiye elemanlar buldukça bu sayının arttırılacağına değinilmiştir. Ayrıca vergi uyumunu arttırmak amacıyla büyük vergi usulsüzlüklerine verilen cezaların yeniden gözden geçirileceğinden ve hapis cezalarının para cezasına çevrilebilme imkanının 2008 yılı sonuna kadar kaldırılacağından ve fatura kesimini denetlemek amacıyla kontrol mahiyetinde alışveriş yapan denetim ekipleri güçlendirileceğinden bahsedilmiştir (TCMB, 2008: 7)⁹⁷.

Sekizinci Beş Yıllık Kalkınma Planı'nda da (DPT, 2000: 52)⁹⁸ vergilemede etkinliğin sağlanmasının ön şartı olarak güçlü bir vergi idaresinin oluşturulmasının gereğinden bahsedilmiştir. Güçlü bir vergi idaresi sayesinde kayıt dışı ekonominin kayda alınması sağlanacak ve kamu harcamalarının gerektirdiği yüklerin paylaşılması daha geniş vergi mükellefi tabanına yayılacaktır.

⁹⁷ TCMB web sayfası, <http://www.tcmb.gov.tr/yeni/duyuru/2008/IMFniyetTRnisan08.pdf> (14.06.2008).

⁹⁸ DPT web sayfası, <http://ekutup.dpt.gov.tr/vergi/oik608.pdf> (14.06.2008).

2007 yılı acil eylem planında da vergilemede etkinlik ve hizmet kalitesinin artırılacağına değinilmiştir. Bunu sağlamak için Vergi İletişim Merkezi Projesi, Elektronik Haciz Projesi ve Mükellef Cari Hesap Projesi hayata geçirilmiştir (DPT, 2007)⁹⁹.

⁹⁹ DPT web sayfası, http://www.dpt.gov.tr/kamuyat/2007/2007_ep_faaliyet.doc (15.06.2008).

SONUÇ VE ÖNERİLER

Bu çalışmada iç borçlanmanın ve iç borç yönetiminin Türkiye'deki gelişimi, 1980 yılı sonrasında yaşanan gelişmeler açısından ele alınmıştır. Özellikle krizlerin ve ekonomik daralmaların yaşandığı dönemlerde bütçe açıklarının finansmanı amacıyla borçlanma politikası krizler ve ekonomik daralmalar üzerinde belirleyici olmuştur.

1985 yılından itibaren Hazine Müsteşarlığı'nın borçlanma araçlarından biri olan iç borçlar önemli bir finansman kaynağı olarak gündeme gelmiştir. 1985 Mali Yıl Bütçe Kanunu'nda yapılan düzenlemeler ile adeta iç borç kısır döngüsüne zemin hazırlanmıştır. Bu düzenleme ile devlete sınırsız borçlanma yetkisi tanınmıştır.

1990 yılından itibaren iç borç stokunun GSMH'e oranı hızla artmıştır. Hazine Müsteşarlığı'nın artan iç borçlanmasının yanı sıra yüksek faizle borçlanması, iç borç faiz ödemelerinin konsolide bütçe harcamaları içindeki payını arttırmakla kalmamış, iç borçların faiz yükünü ve dolayısıyla bütçe açıklarını daha da arttırmıştır. Ayrıca borçlanma yoluyla sağlanan kaynakların yerinde kullanılmaması sonucu mevcut borçların yeni borçlarla ödenmesi söz konusu olmuştur. Yeniden borçlanma yolu seçildiğinde, borçların bir yıl içerisinde birkaç kez çevrilmesinin gerekli olması, piyasaların kırılganlığının artmasına ve sürekli bir kriz havasının doğmasına neden olmuştur. Bu da doğal olarak iç borçlanmanın maliyetini arttırmıştır.

Bütçenin gelir ve gider kalemleri arasındaki uyumsuzluk nedeniyle ortaya çıkan kamu finansman ihtiyacı, borçlanmayla giderildiği için, bu durum bütçe açığının gerçekçi bir şekilde tahmin edilememesi sorununu da gündeme getirmiştir. İç borçlanma ve ödeme programı oluşturulurken her ne kadar piyasalarda dalgalanmaya yol açmamaya çalışılsa da bütçe açığının tahmin edilen miktarın oldukça üzerine çıkması, Hazine Müsteşarlığı'nın uygulamakta olduğu borçlanma programını sürekli olarak değiştirmesine ve başlangıçta programlananın üzerinde borçlanmaya gitmesine yol açmaktadır. Bu durum Hazine Müsteşarlığı'nın iç borç yönetimi açısından tam ve doğru bir iç borçlanma ve ödeme programı oluşturmasını ve bunu uygulamasını engellemiştir. Yani Hazine

Müsteşarlığı'nın piyasalarda dalgalanmaya yol açmadan borçlanabilme kabiliyeti ortadan kalkmıştır.

Artan finansman ihtiyacının giderilmesi için Hazine Müsteşarlığı, iç borçlanma senetlerinin faizlerini sürekli olarak piyasada oluşan denge faiz oranlarının üzerinde tutmuştur. Devletin daha cazip imkanlar tanınması sonucunda özel kesimin fon kaynakları daralmış ve özel kesim yatırımları azalmıştır. Bunun yanında özel sektörün kendi kaynaklarıyla yatırım yapabilecek kısmı yatırım yapmak yerine devlete borç vermeyi tercih eder konuma gelmesi sonucunda özel kesimden kamu kesimine kaynak aktarımı yapılmıştır. Ayrıca iç borçlanma senetlerinin faiz oranının yüksek olması alternatif yatırım araçlarının da faiz oranlarını yükseltmiş, bu durum üretim maliyetlerinde artışa yol açarak yine enflasyonu olumsuz yönde etkilemiştir.

Genel olarak Türkiye'de acil finansman ihtiyacı nedeniyle yapılan iç borçlanmaların büyük bir kısmının vadesi bir yılın altında bulunmaktadır. Kısa sürede vadesi gelen bu borçlar vergi gelirleriyle karşılanamadığı için TCMB kaynaklarına başvurma yolu tercih edilmekte, bu durum da para arzı artmakta ve parasal genişleme dolayısıyla enflasyon üzerinde baskı oluşturmaktadır.

Kısa vadeli borçların giderek artması nedeniyle reel faiz oranları da yükselmiştir. Bu da bütçedeki faiz giderlerini arttırarak bütçe açığının daha da artmasına neden olmaktadır. Bu nedenle Hazine Müsteşarlığı, en uygun vade ve faiz bileşimiyle borçların maliyetini düşürmeye çalışmalıdır. Borçlanma maliyetinin düşürülebilmesi için ayrıca rekabetçi bir ihale sisteminin oluşturulması gerekir. Bu sistem ile birlikte daha geniş bir yatırımcı kitlesine ulaşılmasını gerekmektedir. Bu da ancak etkin işleyen ve derin bir ikincil piyasanın varlığı ile mümkündür. Yapılan uzun vadeli borçlanmaların ise yatırım amaçlı kullanılması gerekmektedir. Çünkü ileride bu yatırımlardan elde edilen gelirler borçların ödenmesi aşamasındaki kaynağı oluşturacaktır.

Hazine Müsteşarlığı, 4059 sayılı Kanun gereği sadece borçlanma ile ilgili değil bunun yanında nakit yönetimi, KİT'ler, Sosyal Güvenlik Kuruluşları, yabancı sermaye, yatırımları teşvik gibi daha pek çok konuda da görev üstlenmiştir. 4749 sayılı Kamu Finansmanı ve Borç Yönetiminin Düzenlenmesi Hakkında Kanun'la borçlanmaya ilişkin işlemlerin diğer faaliyet alanlarından ayrılarak bir nevi borç yönetim ofisine doğru bir yapılanmaya adım atılmıştır. Böylece Hazine Müsteşarlığı içinde mevcut görev dağı-

lımı, borç ofisi sistemine uygun hale getirilmeye çalışılmıştır. Nitekim Müsteşarlık içinde borçlanmada görev alan Kamu Finansmanı Genel Müdürlüğü ile Dış Ekonomik İlişkiler Genel Müdürlüğü içinde borç yönetim ofisine uygun bir görev dağılımı benimsenmiştir.

Gelişmiş ülkelerde iç borç yönetimi, tıpkı para ve maliye politikası gibi istikrarın sağlanması amacıyla kullanılan ayrı bir politikadır. Ekonomik dengeye ancak bu üç politikanın uyumlu bir şekilde uygulanmasıyla ulaşılabilmektedir. Türkiye’de ise iç borç yönetimi sadece anapara ve faiz ödemelerinin zamanında yapılmasından ibaret görülmektedir. Oysa iyi bir iç borç yönetiminin, sadece faiz ve anapara ödemelerini yapmaktan daha fazla amacı ve işlevi olmalıdır. Nitekim 4749 sayılı Kanun, borç yönetim idaresinin görev ve sorumluluklarını, oluşan bu yeni anlayış çerçevesinde belirlemiştir. Buna göre, borç yönetim idaresi, ekonomi politikalarının işleyişine yardımcı olmak, ekonomideki dengelerin korunması amacıyla kamu borçlarının miktarında ve bileşiminde değişiklikler yapmak, ikincil piyasaların geliştirilmesini sağlamak, risk yönetimi çerçevesinde borçların yapılandırılmasını sağlamak gibi bazı görevler üstlenmişlerdir.

İç borç yönetiminin istenilen düzeyde etkin çalışabilmesi için öncelikle hukuki altyapısının oluşturulması gereklidir. Kanunların temel dayanağını oluşturan 1982 Anayasasında, borçlanmanın kanunla yapılacağı genel kabul gördüğünden bu konuya ilişkin herhangi bir hükme yer verilmemiştir. Kanun çıkarma yetkisi yasama organına aittir. Yasama organının, çıkardığı kanunlarla borçlanma yetkisini kullanacak kurumu açıkça belirlemesi gerekmektedir. Nitekim 2002 yılı Nisan ayında çıkarılan 4749 sayılı Kanun ile bu yetki belirlenmiş, borç yönetiminden sorumlu birimler ile diğer ilgili kurumlar arasında görev çatışmasının yaşanması önlenmiştir. Böylece mali disiplin ve şeffaflık ilkeleri çerçevesinde etkin borç ve alacak yönetimine ilişkin önemli adım atılmıştır.

2006 yılında üç yıllık bütçe uygulamasına geçilmesiyle birlikte önemli bir yapısal değişim gerçekleşmiştir. Bütçenin temel dayanağını, KMYK Kanunu oluşturmuştur. KMYK Kanunu ile orta vadeli harcama sistemine geçilmiş ayrıca bu kanun kamu mali sisteminde hesap verme sorumluluğu ve şeffaflık kavramlarını ön plana çıkarmıştır. Böylece kamu kesimi ile kişiler arasında şeffaflığı sağlamak amacıyla bilgi alışverişi yapılmıştır. Kişiler ödediği verginin nasıl harcandığından haberdar olmuş, kamu kesimi

harcamalarında daha verimli ve dikkatli olmaya çalışmıştır. Kamu kaynaklarının verimli alanlarda kullanılmasıyla bütçe açıkları ve dolayısıyla borçlanma ihtiyacı azalmıştır.

Borçlanmanın ve bütçe açıklarının kontrolünün sağlanabilmesi, etkili bir mali disiplinin uygulamasına bağlıdır. Bu suretle vergi gelirleri arttırılarak harcamaları kısıcı tedbirler alınabilir. Vergi gelirlerini arttırmanın yolu ise vergi denetimlerinin attırılarak vergi kayıp ve kaçaklarının azaltılması, vergi bilincinin yerleştirilmesi ve vergilendirilmemiş alanlar ile bazı istisna ve muafiyetlerin yeniden gözden geçirilmesinden geçer. Bu vergisel düzenlemelerin yanı sıra bütçenin harcama kalemleri de kısılmalı ve savurgan harcamalar önlenmelidir. Ayrıca bütçenin finansmanı amacıyla kullanılmayan nakit dışı tahvillerin sınırlandırılması gerekir. Bunun sağlanması için Bütçe Kanunlarındaki borçlanmayla ilgili hükümler yeniden düzenlenmelidir.

Türkiye’de ikincil piyasaların etkin olarak çalışabilmesi için İMKB bünyesinde 1991’de tahvil piyasası kurulmuştur. Bu piyasasının kurulmasıyla birlikte işlemler daha hızlı ve daha düşük maliyetle gerçekleştirilmeye başlanmıştır. Söz konusu piyasada devlet tahvili ve hazine bonosu yanında özel sektör tahvilleri de işlem görmektedir.

Aynı zamanda IMF ve benzeri uluslararası kuruluşların desteğiyle uygulanan ekonomik programlar çerçevesinde bankacılık sektöründe süregelen problemlerin giderilmesi ve yeniden yapılandırılması amacıyla bankaların mali yapıları güçlendirilmiş ve sisteme olan güven artırılmıştır.

Gelişmiş ülkelerin birçoğunda uygulanmakta olan piyasa yapıcılığı sistemi ilk kez Türkiye’de 2000 yılında uygulanmaya başlanmıştır. Piyasa yapıcılığı sistemi çerçevesinde Hazine Müsteşarlığı ile piyasa katılımcıları arasında aktif iletişim ve koordinasyon sağlanmıştır. Böylece etkin ve derin işleyen iç borçlanma senetleri ikincil piyasası ve belli bir satım garantisi sağlayarak borç çevirme riskinin azaltıldığı birincil piyasa elde edilmiştir.

İç borç yönetimi uygulamaları çerçevesinde değişen piyasa koşullarının gereği olarak iç borçlanma senetleri çeşitlendirilmiş, takas operasyonu ve değişim ihaleleri gibi iç borç yönetim teknikleri uygulanmaya başlanmıştır. Mali piyasalarda da şeffaflık konusunda önemli adımlar atılmış olup, tüm borçlanma programları ve iç borçlanmaya ilişkin tüm istatistik veriler ilgili dönemlerde kamuoyuna duyurulmaya başlanmıştır.

İç borçlanma politikasının bu şekilde bilinçli uygulanmasıyla, iç borçların ekonomi üzerindeki olumsuz etkileri de söz konusu olmaz. Burada dikkat edilmesi gereken nokta borçlanmanın amacı ve borçlanmayla elde edilen kaynağın kullanım alanıdır. Elde edilen kaynak verimli yatırım alanlarında kullanıldığında, ileride bu borcun ödenmesi aşamasında kolaylık sağlayacaktır.

İç borçlanma senetlerinin hangi kesime satıldığı iç borç yönetiminin başarısında ve ekonomik etkilerinde son derece önemlidir. Türkiye’de iç borçlanma senetlerinin en önemli alıcısı bankalardır. Hazine bonosu ve devlet tahvilinin getirilerinin alternatif yatırım araçlarına göre yüksek olması, geri ödeme risklerinin olmaması, ihalelerde teminat olarak kullanılabilmeleri ve ikincil piyasada yoğun talep görmeleri nedeniyle bankalar bu senetlere gönüllü olarak yatırım yapmışlardır.

Bankaların iç borçlanma senetlerinin en önemli alıcısı durumunda olmaları nedeniyle, özel sektöre gidecek kredilerde de bir azalma meydana gelmiştir. Bu nedenle bankaların var olan hâkimiyetini kırmanın yolu, iyi işleyen ikincil piyasa sisteminin oluşturulması ve iç borçlanma senetleri alımlarına olan katılımı arttırmakla mümkündür. Çünkü iyi işleyen bir ikincil piyasa, ancak yatırımcı tabanının geliştirilmesiyle mümkün olmaktadır.

İç borç yönetiminde, borçların maliyetinin minimize edilmesi amacıyla “borç/milli gelir” oranının gelecekte nasıl bir seyir izleyeceğine dair piyasa tahminleri önemli bir konudur. Borçların disiplinsiz bir şekilde artmasını sağlayacak siyasi yapının varlığı halinde, borçların ileride daha çok artacağı ve bu durum konsolidasyon gibi olağanüstü iç borç yönetimi işlemlerine başvurulacağı fikri gündeme gelecektir. Bu da borçlanma sırasında talep edilen risk priminin ve borçlanma maliyetlerinin yükselmesine neden olacaktır. Bu nedenle yeni iç borçlanmalarda kısa vadeli borçlanma tercih edilmemelidir. Eğer kısa vadeli borçlanma yapıldıysa konsolidasyona gidilmemelidir. Çünkü piyasada güven kaybına neden olur. Bu nedenle orta ve uzun vadeli borçlanma tercih edilerek iç borçların artmasının önüne geçilmelidir. Ayrıca dış borçlanmaya gidilerek iç borçlanma üzerindeki baskı azaltılmalıdır.

İç borç yönetim idaresinin, siyasi baskılardan uzak, teknik alt yapısının sağlam ve çalışanlarının konusunda uzman kişilerden oluşması gerekmektedir. Yöneticilerin başarılı olması alt kadronun iyi seçilmiş elemanlardan oluşması ile mümkün olacaktır.

Özellikle borç yönetimi gibi bir alanda çalışacak personelin, teknik analiz yapabilen, piyasalardaki son gelişmeleri takip edebilecek ve buna göre ülkenin borçlanma gereksinimlerini belirleyecek, analitik düşünebilme yeteneğine sahip, konusunda uzman kişilerden oluşması gerekir. Türkiye’de ise iç borç yönetiminden sorumlu kurum olan Hazine Müsteşarlığı’nın nitelikli araştırma yapan ayrı bir ünitesi bulunmamaktadır.

Bütçe açıkları ve borçlanma sorunlarına karşı Avrupa ülkelerinde uygulanmakta olan hükümetten bağımsız fakat demokratik hesap verme sorumluluğu olan Ulusal Borçlanma Kurulu’nun veya ona benzer birimin oluşturularak, borç stokunda meydana gelecek değişime bir üst sınır konulması borçlanmanın kontrol altına alınmasına katkı sağlayabilecektir.

İç borç yönetiminde etkinliğin sağlanabilmesi için finansal krizlerin önceden belirlenebilmesini sağlayan erken uyarı sistemi Hazine Müsteşarlığı bünyesi içinde kurulabilir. Böylece borç yönetiminde risk minimize edilmiş olur. Öte yandan yine iç borç yönetimini verimli kılabilmek için danışman niteliğinde çalışacak, belli dönemlerde parlamentoya ve politika belirleyicilerine borçlanma hususunda önemli bilgiler aktaracak bir komisyonun kurulması gerekir. Böylece borç yönetim faaliyetleri daha etkin bir şekilde yerine getirilmiş olur.

Çalışmanın sonucunda 4749 sayılı Kamu Finansmanı ve Borç Yönetiminin Düzenlenmesi Hakkında Kanun çıkıncaya kadar Hazine Müsteşarlığı bünyesinde etkin bir iç borç yönetimi sisteminin olmadığı görülmüştür. Çünkü iç borç stoku ve Hazine Müsteşarlığı tarafından ödenen reel faizler yüksek seviyede gerçekleşmiştir. İç borç stoku ve yüksek faizlerin makul seviyeye çekilebilmesi ancak etkin bir iç yönetim uygulamasını gerektirmektedir. Yani iç borç yönetimi uygulamasının en temel amacı olan kamu finansman ihtiyacı optimum vade ve faiz ile en düşük maliyetle karşılanamamıştır. Borçlanmalar daha çok acil finansman ihtiyacını karşılamak için kısa süreli rahatlama düşünülerek yapılmıştır.

Bununla birlikte borçlanma sistemi son 5 yıl içerisinde büyük gelişmeler göstermiş, elde edilen deneyimler sonucu iç borç yönetimi açısından politikaların daha iyi belirlenmesine katkı sağlamıştır. Öyle ki yapılan net iç borçlanma tutarında (2003 yılı hariç) 2002 yılından itibaren önemli oranda düşüş gerçekleşmiştir.

KAYNAKÇA

- Acartürk, E., Türkiye’de İç Borç Kısır Döngüsü Kırılabilir Mi?, Celal Bayar Üniversitesi Yönetim ve Ekonomi Dergisi, (5), s.1-11.
- Akdiş, M., 2003, Türkiye’nin Borç Gelişimi: Sorunlar ve Öneriler, Active Bankacılık ve Finans Dergisi, (30), s.62-76.
- Akdoğan, A. 2006, Kamu Maliyesi, Gazi Kitabevi, Ankara.
- Ateş, G. 2002, Borç Yönetim Ofisi ve Türkiye Uygulaması Üzerine Bir Çalışma, Ekonomik Araştırmalar Genel Müdürlüğü,
www.hmd.gov.tr/arastirma_inceleme/ar_inc31.pdf (08.08.2007).
- Bağcı, H. 2001, Kamu Borçları Yönetimi ve Türkiye İçin Bir Değerlendirme, SPK (Sermaye Piyasası Kurulu)Yayını, Ankara.
- Bali, B., & Çelen, M., 2003, Finansal Piyasalar ile Borçlanma Maliyeti İlişkisi: AB Ülkeleri İle Bir Karşılaştırma, XVIII. Türkiye Maliye Sempozyumu, Kıbrıs, s.1-32.
- Bor, G., 2003, Cumhuriyet Döneminde İç Borçlanma Alanındaki Gelişmeler, Hazine Dergisi, Cumhuriyetin 80.Yıl Özel Sayısı, s.43-56.
- Bülbül, D., 2003, Devlet Borçlanmasının Sosyal ve Ekonomik Etkileri, Ekonomik Yaklaşım Dergisi, 14 (44-46), s.121-140.
- BÜMKO (Bütçe ve Mali Kontrol Genel Müdürlüğü) web sayfası,
http://www.bumko.gov.tr/upload/ButceBulteni%5C2005%5CNisan%5CBolum4%5CTIV32.pdf [10.12.2007]
- Cansız, H., 2006, Türkiye’de Devlet Bütçelerinin Değişen Hedefi: Faiz Dışı Fazla Kavramı, Afyon Kocatepe Üniversitesi İ.İ.B.F Dergisi, 8 (1), s.67-87.
- Çakır, S., 1994, İç Borç Yönetimi ve Borçlanma Teknikleri, HDTM Uzmanlık Tezi, Başbakanlık Hazine Müsteşarlığı, Ankara.
- Çolakoğlu, B., 2003, T.C. Merkez Bankası Para Politikasının Güvenilirliği, Finans-Politik ve Ekonomik Yorumlar Dergisi, s. 63-73.
- Demir, Ş., 2000, Hazinenin İç Borçlanması, Vergi Sorunları, (137), s.9-14.
- Derdiyok, T., 2002, Türkiye’de 1980 Sonrası Mali Politikalar, Celal Bayar Üniversitesi, XVI. Türkiye Maliye Sempozyumu, Antalya, s.307-316.

- Doğan, S., 2007, 1990 ve Sonrasında Türkiye’de Kamu Kesimi Açıkları ve Finansmanı, Ed.: A. Ay, Türkiye Ekonomisi Makroekonomik Sorunlar ve Çözüm Önerileri, Konya, s.169-200.
- Dönek, E., 2000, Türkiye’de İç Borçlanma Araçlarının Yapısal Analizi, İnceleme-Araştırma, (172), s.53-68.
- DPT (Başbakanlık Devlet Planlama Teşkilatı), Ekonomik ve Sosyal Göstergeler (1950–2006), DPT Web Sayfası, <http://ekutup.dpt.gov.tr/ekonomi/gosterge/tr/1950-06/esg.htm> (30.05.2007).
- DPT Özel İhtisas Komisyonu Raporu, 2001, Borçlanma İç ve Dış Borç Yönetimi, Başbakanlık Devlet Planlama Teşkilatı: Ankara.
- DPT Web Sayfası, http://www.dpt.gov.tr/kamuyat/2007/2007_ep_faaliyet.doc (15.06.2008).
- DPT, 2000, Sekizinci Beş Yıllık Kalkınma Planı, DPT Web Sayfası, <http://ekutup.dpt.gov.tr/plan/viii/plan8str.pdf> (14.06.2008).
- Eğilmez, M. 2004, Hazine, Remzi Kitabevi, İstanbul.
- Eğilmez, M., & Kumcu, E., 2006, Ekonomi Politikası Teori ve Türkiye Uygulaması, Remzi Kitabevi, İstanbul.
- Emil, F., & Gelberi, A. İ., 1996, Borç Yönetimi ve Para Politikalarının Koordinasyonu, Hazine Dergisi, s.51-70.
- Emil, F., & Yılmaz, H.H., 2003, Kamu Borçlanması, İstikrar Programları ve Uygulanan Maliye Politikalarının Kalitesi: Genel Sorunlar ve Türkiye Üzerine Gözlemler, Economic Researc Center, METU (Middle East Technical Universty) Web Sayfası, <http://www.erc.metu.edu.tr/menu/series03/0307.pdf> (10.10.2007).
- Emil, F., & Yılmaz, H.H., 2004, Kamu Borcu Nasıl Oluşturdu? Bu Noktaya Nasıl Gelindi? TESEV Web Sayfası, http://www.tesev.org.tr/UD_OBJS/PDF/IYIYNTSM/Kamu%20Borcu.pdf (24.06.2008).
- Erkan, B., Türkiye’de 1980 Sonrası Merkez Bankası Politikaları, 1-25, http://paribus.tr.googlepages.com/b_erkandoc_ (14.08.2007).
- Eroğlu, N., 2003, Türkiye’de İktisat Politikalarının Gelişimi, T.C Marmara Üniversitesi Atatürk İlkeleri ve İnkılap Tarihi Araştırma ve Uygulama Merkezi, 80. Yılında

- Türkiye Cumhuriyeti Sempozyumu, İstanbul.
<http://www.genbilim.com/content/view/5014/190/> (18.05.2007).
- Erol, A., 1992, Ekonomik Etkileri Açısından Türkiye’de Devlet Borçları (1981-1990), Maliye ve Gümrük Bakanlığı Araştırma, Planlama ve Koordinasyon Kurulu Başkanlığı, Yayın No:1992/324, Ankara: Maliye ve Gümrük Bakanlığı.
- Gökbunar, R., & Miynat, M., 2005, Türkiye’de Finansal Liberizasyon Sürecinde İç Borçlanma Politikalarının Bankacılık Sektörüne Etkileri, İktisat İşletme ve Finans, (231), s.68-87.
- Güloğlu, Bülent., 2001, İstikrar Programından İstikrarsızlığa (Kasım 2000 ve Şubat 2001 Krizleri), Yeni Türkiye Dergisi, (1), s.1-10.
- Güneş, İ., 2005, Türkiye’de Bütçe Açıkları ve Finansman Yöntemleri, Çukurova Üniversitesi Web Sayfası, <http://idari.cu.edu.tr/igunes/butce/yontem.doc> (07.08.2006).
- Gürler, S., 1998, Devlet İç Borç Yönetimi OECD Ülkeleri ve Türkiye Uygulaması, DPT Uzmanlık Tezi, DPT Yıllık Programlar ve Konjonktür Değerlendirme Genel Müdürlüğü, Ankara.
- International Monetary Fund, 1999, IMF Approves US\$ Billion Stand-By Credit for Turkey, Washington, IMF Web Sayfası, <http://www.imf.org/external/np/sec/pr/1999/pr9966.htm> (10.10.2006).
- İnan, Altuğ., 2003, Kamu Borç Yönetiminde Koşullu Yükümlülüklerin Rolü, Sayıştay Dergisi, (107), s.107-121.
- İnce, M. 2001, Devlet Borçları ve Türkiye, Gazi Kitabevi, Ankara.
- İstanbul Üniversitesi Bankacılık ve Araştırma Merkezi Web Sayfası, <http://www.iubam.org/HAZ%C4%B0NE%20VE%20BOR%C3%87%20Y%C3%96NET%C4%B0M%C4%B0.ppt> (25.04.2007).
- İyidiker, H., Özügurlu, Y., 2003, Türkiye’de Kamu İç Borçlanmasının Reel Kesim Üzerindeki Etkileri, XVIII. Türkiye Maliye Sempozyumu, Kıbrıs, s.1-15.

- Kalay Kaya, B. 2006, Avrupa Birliği ve Türkiye'nin Borç Yönetimi Politikası Üzerine Etkileri, SPK (Sermaye Piyasası Kurulu)Yayını, Ankara.
- Kamu Borç Yönetim Raporu, 2003, Hazine Müsteşarlığı Web Sayfası, http://www.treasury.gov.tr/duyuru/basin/KBYR_190803.pdf (23.04.2007).
- Karabay, A., 1992, Türkiye'de İç Kamu Borçlarının Gelişimi (1980-1990), HDTM Uzmanlık Tezi, Başbakanlık Hazine Müsteşarlığı, Ankara.
- Karakoç, Y., 2003, Kamu Kesimi İç Borçlanma İşlemlerinin Hukuki Niteliği İçinde Türkiye Kamu Borçlanması (Ekonomik ve Sosyal Etkileri, Beklentiler), XVIII. Türkiye Maliye Sempozyumu, Kıbrıs.
- Kaya, N., 1997, Türkiye'de İç Borç Sistemi ve Uygulamadaki Son Gelişmeler, Kamu Finansmanı Genel Müdürlüğü Uzmanlık Tezi, Başbakanlık Hazine Müsteşarlığı, Ankara.
- Keskin, A., 2005, Türkiye'de Kamu Açıklarının Finansmanı ve Makroekonomik Etkileri (1980-2004), Doktora tezi, Afyon Kocatepe Üniversitesi, Afyonkarahisar.
- Meriç, M., 2003, Borçlanmanın Konsolide Bütçe Kaynak Yapısı Üzerindeki Etkisi, XVIII. Türkiye Maliye Sempozyumu, Kıbrıs, s.1-36.
- Miynat, M., 1997, Türkiye'de 1987-1997 Döneminde İç Borçların Gelişimi ve Gelir Dağılımına Etkisi, Celal Bayar Üniversitesi İ.İ.B.F Dergisi Yönetim ve Ekonomi, (3), 259-274.
- MÜSİAD (Müstakil Sanayici ve İşadamları Derneği), 2007, Türkiye Ekonomisi 2007, MÜSİAD Web Sayfası, http://www.musiad.org.tr/img/yayinlarRaporlar/arastirma_raporlari_51.pdf?yayinRapor=235&k=5 (08.10.2007).
- Oğuz, F., & Bayar, F., 2003, 1923-2003 Türkiye Ekonomisi, Hazine Dergisi Cumhuriyetin 80. Yıl Özel Sayısı, Aralık, s. 3-40.
- Oskay, C., 2004, Türkiye'de İç Borçlanmanın Ekonomi Üzerine Etkileri, Konya Ticaret Odası Web Sayfası, <http://www.kto.org.tr/tr/dergi/dergiyazioku.asp?yno=145&ano=39> (16.10.2007).
- Oskay, C., 2007, Piyasa Yapıcılığı Sistemi ve Türkiye Uygulaması, Konya Ticaret Odası Web Sayfası,

- <http://www.kto.org.tr/tr/dergi/dergiyazioku.asp?yno=1010&ano=72> (16.10.2007).
- Özgen, F. B., 1999, Türkiye’de İç Borç Sorunu ve İç Borçların Sınırlandırılması, Yeni Türkiye Dergisi, (27), s.353-375.
- Pehlivan, N., 2003, Risk Analizine Dayalı Kamu Borç Yönetimi, XVIII. Türkiye Maliye Sempozyumu, Girne, s. 384-417.
- Pınar, A. 2006, Maliye Politikası, Naturel Yayınevi, Ankara.
- Sakal, M. 2003, Türkiye’de Mali Disiplin Sorunu: Kamu Açıkları ve Borçlanmanın Sürdürülebilirliği (1988–2000 Dönem Analizi), Gazi Kitabevi, Ankara.
- Saraçoğlu, F., 2002, 1980-2001 Yılları Arasındaki Türkiye’de İç Borçların Yapısal Gelişimi ve Değerlendirilmesi, Ekonomik Yaklaşım, 13 (45), s.55-81.
- Seviğ, V., 2003, IMF İle Yapılan Borçlanma Hesaplamaları, XVIII. Türkiye Maliye Sempozyumu, Kıbrıs, s. 163-172.
- Seyhan, F., 2001, 1980 Sonrası Türkiye’nin İç Borç Yönetimi, Yüksek Lisans Tezi, Marmara Üniversitesi, İstanbul.
- Şen vd., 2007a, Bütçe Açıkları ve Açık Finansman Politikası Teori ve Türkiye Uygulaması, Orion Yayınevi, Ankara.
- Şen vd., 2007b, Türkiye’de İç Borçların Gelişimi ve Yönetimi, Ed.: A. Ay, Türkiye Ekonomisi Makroekonomik Sorunlar ve Çözüm Önerileri, Konya, s.227-268.
- Şen, H. 2003, Teori ve Uygulamada Senyoraj, Ekin Kitabevi, Bursa.
- Şen, H., 2004, Hükümlerlik Hakkının Kötüye Kullanımına Bir Örnek: Hazine’ye Kısa Vadeli Avans, Finans-Politik ve Ekonomik Yorumlar Dergisi, (481), s.60-69.
- Şimşek, A. H., 2007, Türkiye’de 2000 Sonrasında Uygulanan İstikrar Programlarının Kamu Maliyesine Etkileri, Finans, Politik & Ekonomik Yorumlar Dergisi, 44 (512), s. 52-68.
- T.C. Başbakanlık Hazine Müsteşarlığı, 2005, 2004 Yılı Faaliyet Raporu, T.C. Başbakanlık Hazine Müsteşarlığı Web Sayfası,
http://www.hazine.gov.tr/duyuru/rapor/faaliyet_raporu_2004.pdf (19.01.2007).
- T.C. Başbakanlık Hazine Müsteşarlığı Web Sayfası,
<http://www.hazine.gov.tr/hmtarihce.htm> (25.04.2007).
- T.C Başbakanlık Hazine Müsteşarlığı Web Sayfası,
http://www.hazine.gov.tr/guncelduyuru/KAF_20071218_2008_FinansmanProg.pdf (25.04.2007).

- T.C Başbakanlık Hazine Müsteşarlığı Web Sayfası,
<http://www.hazine.gov.tr/stat/icborcistatistikleri.htm> [28.05.2007]
- T.C Başbakanlık Hazine Müsteşarlığı Web Sayfası,
http://www.hazine.gov.tr/stat/YILLIK_VERILER.xls#yillik_stok_GNP!R1C1
 [10.12.2007]
- T.C Sayıştay Başkanlığı, 2000, 2000 Yılı Mali Raporu, T.C Sayıştay Başkanlığı Web Sayfası, <http://www.sayistay.gov.tr/rapor/rapor3.asp?id=20> (10.12.2007).
- T.C Sayıştay Başkanlığı, 2004, 2003 Yılı Hazine İşlemleri Raporu, T.C Sayıştay Başkanlığı Web Sayfası,
http://www.sayistay.gov.tr/rapor/hazine/islemler/2003/2003_Hazine_Islemleri_Raporu.doc (7.10.2007).
- T.C Sayıştay Başkanlığı, 2006, 2005 Yılı Hazine İşlemleri Raporu, T.C Sayıştay Başkanlığı Web Sayfası,
http://www.sayistay.gov.tr/rapor/hazine/islemler/2005/2005_Hazine_Islemleri_Raporu.doc (19.02.2007).
- TCMB Web Sayfası, www.tcmb.gov.tr/yeni/duyuru/eko_program/program.doc
 (13.09.2007)
- TCMB, 2001, Para Politikası Raporu, TCMB Web Sayfası,
www.tcmb.gov.tr/yeni/evds/yayin/paraprog/pp2001/pp12.pdf (11.06.2008).
- TCMB, 2008, IMFye Niyet Mektubu, TCMB Web Sayfası,
<http://www.tcmb.gov.tr/yeni/duyuru/2008/IMFnietTRnisan08.pdf> (14.06.2008).
- TEPAV (Türkiye Ekonomi Politikaları Araştırma Vakfı), 2008, Mali İzleme Raporu, TEPAV Web Sayfası,
<http://www.tepav.org.tr/tur/index.php?type=downloadfile&cid=803> (14.06.2008).
- Türk, İ. 2005, Kamu Maliyesi, Turhan Kitabevi, Ankara.
- TÜSİAD (Türk Sanayicileri ve İş Adamları Derneği), 2005, 2006 Yılına Girerken Türkiye Ekonomisi: İstikrardan Sürdürülebilir Büyümeye, Yayın No: TÜSİAD-T/2005-12-414, İstanbul.
- Ulusoy, A. 2001, Devlet Borçlanması, Derya Kitabevi, Trabzon.
- Ulusoy, A., & Cural, M., 2006, Türkiye’de 1980 Sonrası Dönemde İç Borçların Sürdürülebilirliği, Zonguldak Karaelmas Üniversitesi, Sosyal Bilimler Dergisi, 2 (4), s. 1-21.

- Ünsal, H., 2003, Türkiye’de Finansal Serbestleşme Sürecinde İç Borçlanma ve Sermaye Piyasası Üzerindeki Etkisi, Gazi Üniversitesi İ.İ.B.F Dergisi, 5 (3), s.191-205.
- Vardar, E., 2007, Türkiye’de İç Borçlanmanın Gelişimi, Uzmanlık Yeterlilik Tezi, Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası Piyasalar Genel Müdürlüğü, Ankara.
- Voyvoda, E., & Yeldan, E., 2002, Türkiye Ekonomisi İçin Kriz Sonrası Alternatif Uyum Stratejileri, 1-10, Bilkent Üniversitesi Web Sayfası, <http://www.bilkent.edu.tr/~yeldane/V&Y-ERC2002Turkçe.pdf> (14.12.2006).
- Vurucu-Demir, M., 2004, 4749 Sayılı Kamu Finansmanı ve Borç Yönetiminin Düzenlenmesi Hakkında Kanunun Getirdiği Yenilikler Önceki Mevzuat ile Karşılaştırılması, Maliye Bakanlığı Bütçe ve Mali Kontrol Genel Müdürlüğü Web Sayfası, <http://www.bumko.gov.tr/TR//Tempdosyalar/Mdemir.pdf> (05.05.2007).
- Yaşa, M. 1981, Devlet Borçları, Has Kurtulmuş Matbaası, İstanbul.
- Yazıcı, R., 2004, Türkiye’de Faiz Dışı Fazlayı Artırmak ve Kamunun Finansman Açığını Azaltmak İçin Borçlanmanın İzlenmesi ve Vergi Kaçağının Önlenmesi Hususunda Alınması Gereken Önlemler, Afyon Kocatepe Üniversitesi İ.İ.B.F Dergisi, 6 (1), s.145-165.
- Yılmaz, A., 1997, Kamu İç Borçlanması ve İç Borç Yönetimi, Yüksek Lisans Tezi, Gazi Üniversitesi, Ankara.
- Yılmaz, H.H., 2005, Türkiye’de 2000 Sonrası Dönemde Uygulanan İstikrar Programlarında Mali Uyumda Kalite Sorunu, Doktora Tezi, Hacettepe Üniversitesi, Ankara.
- Yılmaz, H.H., 1997, Ders Notları, Bilkent Üniversitesi, Ankara.
- Yılmazcan, D., 2003, Türkiye’de Dış Borç Yönetiminin Koordinasyonu ve Türkiye Uygulamaları, XVIII. Türkiye Maliye Sempozyumu, Kıbrıs, s.1-12.
- 1985 Mali Yılı Bütçe Kanunu, 1984, Resmi Gazete, Sayı: 18622, s.1-26.
- 2002, Resmi Gazete, Sayı: 24721, T.C Başbakanlık Hazine Müsteşarlığı Web Sayfası, 4749 Sayılı Kamu Finansmanı ve Borç Yönetiminin Düzenlenmesi Hakkında Kanun, http://www.treasury.gov.tr/mevzuat/kaf_mevzuat/borc_yonetimi.htm (11.10.2006).