

İç Borç Yönetimi ve Türkiye*

Domestic Debt Management and Turkey

Harun BAL¹

Pınar ÖZDEMİR²

ÖZET

Kamu açıklarının finansmanında başvurulacak kaynaklardan biride iç borçlanmadır. Diğer ekonomik aktiviteler gibi borçlanmanın da belirli bir yapısı ve bu yapıya uygun bir yönetimi vardır. Bu durum, temel amacı risk ve maliyet minimizasyonu olan iç borç yönetimi uygulamalarının profesyonel nitelik kazanmasının önemini de ortaya çıkarmaktadır. Çalışmanın amacı; "iç borçlanma ve iç borçların yönetimi" kavramlarını teorik olarak ele alarak Türkiye de yürütülen borç yönetimi faaliyetlerini kurumsal, hukuki ve fiili boyutlarını incelemektir.

Anahtar Kelimeler: İç borçlanma, iç borç yönetimi, Türkiye’de iç borç yönetimi

ABSTRACT

Domestic public debt is one of the important resources for public deficits. As we see other economic activities, public debt has a private structure and management. As a result of this situation, domestic debt management which is targeted risk and cost minimizations necessitate more professional management. The purpose of this article is; to seek "domestic debt and domestic debt management" concept with theoretical arguments, to examine debt management implementations of Turkey.

Keywords: domestic debt, domestic debt management, domestic debt management in Turkey

* Bu çalışma "Özdemir, P. (2009), İç Borç Yönetimi ve Türkiye," başlıklı Yüksek Lisans tezinden yararlanılarak hazırlanmıştır.

¹ Doç. Dr., Çukurova Üniversitesi, İktisadi ve İdari Bilimler Fakültesi, İktisat Bölümü,
E-mail: harunbal@cu.edu.tr

² Arş. Gör., Çukurova Üniversitesi, İktisadi ve İdari Bilimler Fakültesi, Maliye Bölümü,
E-mail: pozdemir@cu.edu.tr

1. Giriş

Devletin ekonomide aktif rol kazanması, kamu harcamalarının finansmanı problemlerini de beraberinde getirmektedir. Çoğunlukla kamu harcamaları kamunun olağan gelirlerini aşmakta; kamu açıkları ortaya çıkmaktadır. Kamu sektörünün vergi, resim, harç vb. olağan gelir kaynakları ile finanse edilemeyen açıkları Merkez Bankası kaynakları, iç borçlanma, dış borçlanma veya bunların bileşimleri ile finanse edilmektedir. Merkez Bankası'nın açıkları para basarak finanse etmesinin yarattığı enflasyonist etkiler, birçok ülkeyi yasal düzenlemeler yaparak bu kaynağın kullanımını sınırlamaya itmiştir. Diğer yandan gelişmekte olan birçok ülke dış borçlarının geri ödemelerinde zorlanmakta ve dış finansman problemleri yaşamaktadır. Bu durum iç borçlanmanın kamu finansmanındaki rolünü ve önemini daha da arttırmaktadır.

Bu nedenle iç borçların maliyetlerinin minimize edilerek sürekliliğinin sağlanması, risk unsurlarının izlenmesi ve kontrol altına alınması gibi gereksinimler bir borç yönetimi politikası oluşturulmasını da zorunlu kılmaktadır. Bu bağlamda yürütülen iç borç yönetimi faaliyetleri, devlet iç borçlanma senetlerinin çeşitli makro ekonomik hedefler doğrultusunda miktar ve bileşiminin değiştirilmesini kapsamaktadır. Borç yönetimi ile ilgili faaliyetlerin ilk adımı, iyi tanımlanmış yasalar ile oluşturulan kurumsal bir alt yapının meydana getirilmesidir. Böylelikle borç yönetiminin şeffaf bir nitelik kazanması yanında kredi maliyetleri, risk yaratan faktörler ve likidite sıkıntılarını da bertaraf edebilme yeteneğine sahip bir organizasyon yapısı oluşturulması da kolaylaşmaktadır. Bu hedeflere ulaşabilmek ve etkin borç yönetimi yürütmek amacıyla birçok ülkede profesyonel borç yönetimi ofisleri oluşturulmaya başlanmıştır.

İç borçların yönetimi konusunda yürütülen faaliyetler Türkiye örneği üzerinde incelendiğinde ise; 1923-1980 dönemine kadar iç borçlanmanın ender başvurulan bir kaynak olması nedeniyle profesyonel anlamda bir borç yönetiminin tesis edilemediği görülmektedir. Dünya standartlarında profesyonel bir borç yönetim anlayışının yakalanması ise 2002 yılında borç yönetimini yasal çerçevesinin belirlenmesi ve Hazine Müsteşarlığı Kamu Finansmanı Genel Müdürlüğü'nün borç yönetim ofisi olarak düzenlenmesi ile gerçekleşmiştir.

Bu çalışma; bir kamu finansman aracı olan iç borçlanmanın yönetimi ve Türkiye de yürütülen iç borç yönetimi uygulamalarına odaklanmaktadır. Çalışmanın birinci bölümü genel hatlarıyla iç borç yönetimi ile ilgili literatür incelenirken, ikinci bölümde Türkiye bu alanda yürütülen faaliyetleri kurumsal hukuki ve fiili boyutlarıyla küresel kriz sonrası gelişmeleri de dikkate alarak değerlendirilecektir. Son bölümde ise sonuç ve öneriler yer almaktadır.

2. Teorik Çerçeve

Kamu sektörünün gelirlerinden daha fazla harcama yapması kamu gelir gider dengesini bozarak kamu açıklarının oluşmasına neden olmaktadır. Tablo 1 hem gelişmiş hem de gelişmekte olan ülke örnekleri için kamu açıklarının ulaştığı düzeyi göstermektedir.

Tablo1. Seçilmiş Ülke Örneklerinde Kamu Açıkları (GSYİH'nın %'si)

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

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

Kamu açıklarının ortaya çıkması finansman sorununu da beraberinde getirmektedir. Bir ülkede kamu harcamalarının olağan finansman kaynağı, genelde kamu gelirleri özeldir de vergi gelirleridir. Özellikle gelişmekte olan ülkelerde kamu gelirleri, kamu harcamalarının finansmanında yetersiz kalmaktadır. Vergilerinin ekonomik, mali ve politik sınırlarına ulaşıldığı varsayımı altında bütçe açıklarının kapatılmasında vergilere alternatif olabilecek farklı bütçe açığı finansman kaynakları gündeme getirmektedir (Şen vd., 2007, 89). Kamu kesimi açıklarının finansmanında üç temel fon kullanılır. Bunlar merkez bankası kaynakları, iç borçlanma ve dış borçlanmalardır.

Ulusoy (2001) ve İnce (1996), iç borçlanma da kamu kesiminin ülke sınırları içindeki kişi ve kurumlardan milli para cinsinden borçlanması olarak tanımlarken, borçlarda hem borçlanılan kişi ve kurumların, uyruğu hem de borçlanmada esas alınan para cinsini baz almakta fakat Panizza (2008)'e göre iç borçlar ve dış borçlar konusunda getirilen ayırım için borçlanma senetlerinin ihraç edildiği yer ve borç kontratını düzenleyen yasalar borç alan ve borç verenler arasındaki ayırımın daha açık ortaya koyabilmektedir. Devleti iç borçlanmaya iten sebepler; devletin gelir ve giderleri arasında yer ve zaman bakımından uyumsuzluk olması, yeni vergi koymanın veya mevcut vergileri arttırmanın siyasi, ekonomik ve sosyal sebeplerle sınırlandırılması, normal gelir kaynakları ile ödenemeyen iç borçların ödenmesi için yeniden borçlanmaya ihtiyaç duyulması, kamu İktisadi Teşebbüsleri (KİT) ağırlıklı bir yapıya sahip olduğu ekonomilerde bunların açıklarının karşılanabilmesi, beklenmeyen durumların ortaya çıkmasında doğan finansman ihtiyaçlarının karşılanabilmesi, olarak sıralanmaktadır (Akdiş, 2007).

Her ekonomik aktivite gibi borçlanmanın da başlı başına bir yapısı ve bunun yanında bir yönetimi mevcuttur (Kalay, 2006, 23). Borç yönetimi, kapsamı bakımından borçlanmadan daha geniş bir kavramdır. Bir başka anlatımla borçlanma, borç

yönetiminin küçük bir parçasını oluşturmaktadır. Bu açıklamalar ışığında borç yönetimi borçlanma ile birlikte borç servisini de kapsadığı söylenebilir (Ulusoy, 2001, 245).

Daha özelden devlet borçlarının yönetimi, kamu sektörünün fonlama sürecinin tamamen sistematikleştirilmesi anlamına gelmektedir. Borç yönetimini temel amacı; ulusal borçları tamamen makul bir finansal maliyet gerçekleştirmekle birlikte finansal piyasalardaki herhangi bir ekonomik dalgalanmanın bütçede gösterilen maliyetler üzerinde sınırlı bir etki yaratmasını sağlamaktır (Klein, 1994'den Akt.:Deniz, 2005;5). İnce (1996)'ye göre, ülkemizde borç yönetimi kavramı dar kapsamıyla anlaşılmaktadır. Birçok gelişmiş ülkede borç yönetimi para ve maliye politikasından bağımsız üçüncü bir politika olarak görülmektedir. Özellikle AngloAmerikan anlayışında borç yönetimi belirli amaçlara ulaşmak için borcun miktar ve bileşimini etkileyebilmekte, makroekonomik hedeflere ulaşabilmek için örneğin ihtiyacı yokken devlet iç borçlanma senetlerini satabilmekte veya vadesinden önce borcu ödeyebilmektedir.

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

Bu çerçevenin birinci koşulu borçların miktarının çok önemli bir belirleyici olarak alınmasıdır. Günümüz ekonomilerinde kamu harcamaları ve vergi gelirleri veri olarak kabul edildiğinde, borçlanma kaçınılmaz bir sonuç olarak ortaya çıkmaktadır. Özellikle ağır borçlu dönemlerde, teorik olarak borç yönetimi kavramı içinde yer alması gereken borçların miktarı üzerinde karar almak, pratik olarak olası görülmemektedir. Bu durumda her yıl kamu açıkları ile giderek büyüyen, kamu borçları veri alınmakta ve bu koşul altında bazı amaçlara yönelik olarak, borçların yapısı üzerinde değişiklik yapılmaya çalışılmaktadır. Diğer bir ifade ile, ağır borçluluk koşulu altında borç yönetimi bir ayağını yitirmekte ve borç bileşimi üzerinde manipilasyona dönüşmektedir (Önder vd.,1995).

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

Borç yönetiminin ana ilkeleri konusunda da farklı yaklaşımlar mevcuttur. Rolph (1957), borç yönetiminin ana ilkesinin verimlilik kuralı olduğunu vurgulamaktadır. Yani farklı borçlanma kombinasyonları aynı faydayı da sağlasa devlete maliyetleri farklı olmaktadır. Dolayısıyla net borcun büyüklüğü ve bileşimi her çeşit borçlanma enstrümanının faydası marjinal maliyeti ile orantılı olduğu zaman optimal olmaktadır. Ferriere (2007)'de iyi bir borç yönetiminin kaynak tahsisini en iyi şekilde sağlaması gerektiğini vurgulamaktadır. Yani kamu harcamalarının artış ve azalış hızına göre borçlanma araçları seçilerek uygun bir vade yapısı ortaya konmalıdır. Barro (1995) ve Barro (1999) 'e göre ise optimal borç yönetimini vergilerin düzleştirilmesi (tax smoothing) yani makro ekonomik hedefler doğrultusunda vergilerin azaltılıp artırılması olarak görmektedir. Çünkü kamu sektörünün harcamalarını finanse etmek için borçlanmaya başvurması daha sonraki dönemler de vergi artışına neden olmaktadır. Kamu sektörünün büyümesi sürekli bir hal aldığına gelecekteki vergi artışları da sürekli bir hal alacaktır. Borç yönetimi bütçe finansmanı üzerinde ekonomideki belirsizlikten kaynaklanacak beklenmeyen maliyetleri minimize etmelidir. Meideros vd. (2005) ise borç yönetiminin ana ilkeleri yanında ülkeden ülkeye değişen bir yapıya sahip olması gerektiğini savunmaktadır. Çünkü kamu gelir giderleri yanında enflasyondaki değişim, vergi sistemi, kamu sektörünün olağan harcamaları ve ekonominin karşılaştığı şoklar ülkeden ülkeye değişmektedir.

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

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

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

Bangura vd (2000) etkin bir borç yönetimi tesis edilirken organizasyon yapısı ve çalışma biçiminin çok büyük önem taşıdığını vurgulamaktadır. Çünkü piyasa verilerinin elde edilmesi, borçların miktar ve bileşimine karar verilmesi, makroekonomik gelişmelerle uyumlu borçlanma stratejisinin geliştirilmesi, geliştirilen stratejilerin kamu

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

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

Başarılı bir borç yönetiminin taşınması gereken unsurlardan üçüncüsü ise riski minimize etme çabasıdır. Meideros vd. (2005), özel sektör portföyleri için alışlageldik bir kavram olan risk ve maliyet minimizasyonunun kamu borçları söz konusu olduğunda daha karmaşık bir hal aldığını ifade etmektedir. Çünkü kamu sektörünün risk ve maliyet minimizasyonu yanında dikkat etmesi gereken başka unsurlarda söz konusudur. Kamu sektörü, borç servisinin nakit akımları ve kamu bütçesi üzerindeki etkisini de göz önünde bulundurmak zorundadır. Bunun temel nedeni ise kamu borçlanmasının ulaştığı büyüklük nedeniyle borçlanma piyasasına giriş ve çıkış yapması halinde fiyatlar üzerine önemli etki yaratmasıdır. Ayrıca kamu borçlanmasını yapan otorite uyguladığı strateji ile kendi risk ve maliyet yapısını etkileyebilme gücüne sahiptir Dolayısıyla iyi bir borç yönetimi kullanacağı borçlanma araçları, vade ve miktar bileşiminin mali piyasalar ve makro değişkenler üzerindeki etkisi göz ardı etmemelidir.

Piyasa yapısı başarılı bir borç yönetiminin dikkat etmesi gereken bir diğer unsurdur. Kamu borçlanmasının mali piyasalar üzerinde olumsuz etki yaratmaması ve borçlarını daha kolaylıkla çevirebilmesi daha fazla yatırımcıya ulaşması ile mümkündür. Çünkü ancak yatırımcı tabanın genişletilmesi ile daha fazla tasarrufa ulaşılması ve borçlanmanın daha düşük maliyetle gerçekleştirilmesi mümkün olacaktır. Bu da kamu

borçlanmasının birincil piyasaları yanında ikincil piyasalarının gelişmesi ile mümkündür. Ahmad ve Steely (2008), İngiltere üzerinde yaptıkları ampirik analizde yapılan ihalenin borçlanan taraf açısından başarı olasılığının ikincil piyasalarda ihale sırasında ihraç edilen borçlanma senetlerinin miktarına ve aşırı talebe bağlı olarak arttığını görmüşlerdir. Dolayısıyla ikincil piyasaların gelişmesi, mali piyasaların derinleştirilmesi için önemli bir unsurdur.

Başarılı bir borç yönetimi para ve maliye politikası ile de uyumlu olmalıdır. Para politikası fiyat istikrarını hedeflerken maliye politikası kamu gelir ve harcama dengesini gözetmek durumundadır. Her iki politikanın piyasa üzerinde etkisini göstermesi de farklı zamanlar da gerçekleşmektedir. Para politikası araçlarının etkisi piyasaya hemen yansırken maliye politikası için bu söz konusu olmamaktadır. Dolayısıyla uygulanan ekonomi politikalarının hedeflerinin ve kullanılan araçların birbiri ile çelişmemesi ancak politika koordinasyonu ile gerçekleşebilir Aksi bir durumda makro ekonomik değişkenlerin kontrol edilmesi mümkün olmayacaktır. Örneğin enflasyonu düşürmek için sıkı para politikası kullanılırken kamu harcamalarının artırılarak toplam talebin genişlemesi birbiri ile çelişen durumlar olacaktır. Aynı şekilde toplam talebi azaltma için faizlerin artırılması ağır borç yüküne sahip bir ülke için yüksek borçlanma maliyeti anlamına gelecektir .Bu şekil de para ve maliye politikası otoritesinin hedeflerini tutturamaması kredibilite probleminde de neden olmaktadır. Guidotti ve Kumar (1991) tarafından yapılan yüksek borca sahip ülkeler üzerinde yapılan çalışma da borç yönetimi ve ekonomi politikası koordinasyonun önemli olduğu sonucuna varmışlardır. Yaptıkları çalışma da nominal borç, ekonomi politikasının kredibilitesi ve enflasyon arasında önemli bir ilişki olduğunu saptamışlardır. Bu bağ özellikle yüksek borcu olan ülkeler de daha da sıkıdır ve mutlaka hesaba katılmalıdır. Dahası borçlanma programları düzenlenirken kamu bütçesi üzerinde farklı faiz oranlarının etkisi göz önünde bulundurulmalıdır. Aksi takdirde borç yönetimi için hem risk hem de maliyet unsurunu kontrol etmek mümkün olmayacaktır.

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

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

yapılan analizlere bağlı olarak kamu borç yöneticileri birçok problemle karşılaşmaktadır. Borçların izlenmesi için gerekli olan bilgi akışı borç yönetiminin ihtiyaçlarını karşılayacak güvenilirlikte olmamaktadır. Tam doğru veri setlerine ulaşamaması borçların doğru analiz edilmesini ve borç yönetimi stratejilerinin geliştirilmesini engellemektedir. Finansal piyasalarda ki işlem hacminin yönetimi resmi kaynaklarla ilgilenmesine kıyasla daha farklı nitelikleri de gerektirmektedir. İç borç piyasasının geliştirilmesi için borç yöneticileri birinci piyasaları da nasıl etkileyeceklerini bilmek zorundadır. Örneğin devlet iç borçlanma senetlerinin ihraç teknikleri konusunda etkili olabilmek gibi. Aynı zaman da artan operasyonel riskler de daha dikkatli bir yönetimi gerektirmektedir. Özellikle iç borç piyasasında kamu sektörünün hakim olduğu ülkeler de faiz politikaları kullanılmalı veya gözden geçirilmelidir. Sonuç olarak iyi koordine edilmiş bir iç borç yönetimi için şu gereksinimlerin de yerine getirilmesi gerekmektedir: türev piyasalarında işlem yapabilme imkanının sağlanması, fayda ve risk analizlerinin daha iyi modellenmesi, ileri bilgi sistemleri, operasyonel risklerin üstesinden gelinmesi, bu konuda nitelikli elemanların bulunması.

3. Türkiye’de İç Borç Yönetimi

Teorik çerçevesi çizilen borç yönetiminin, Türkiye uygulaması kurumsal, hukuki ve fiili boyutları ile ele alınacaktır. Kurumsal ve hukuki çerçeve başlığı altında gerek Anayasal düzenlemeler gerekse ilgili kanun maddelerinde yapılan değişiklikler irdelenecektir. İç borçlanmanın fiili boyutları ile uygulamaya konan değişikliklerin temel iç borçlanma büyüklükleri üzerine etkisi incelenecektir.

3.1. Türkiye’de İç Borç Yönetiminin Kurumsal ve Hukuki Çerçevesi

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

Profesyonel anlam borç yönetiminin hukuki alt yapısının oluşturulması kısa bir geçmişe sahip olmakla birlikte borçlanma yetkisinin düzenlenmesi Cumhuriyetin kurulduğu yıllara kadar uzanmaktadır. Karakoç (2003)’e göre borçlanma yetkisinin yasal gelişim süreci şu şekilde olmuştur: devletin borçlanması 1924 ve 1961 Anayasası’na göre bir kanuna dayanmak zorundadır. 1982 Anayasası ise borçlanmanın kanun konusu olacağını olağan görmüş ve bu konuda herhangi bir hüküm koymaya gerek görmemiştir. Borçlanma konusunda birincil yetkilinin yasama organıdır. Yasama kanun veya kanunlarla hükümete ve bakanlığa borçlanma yetkisi vermektedir. Yapılacak borçlanma bütçe görüşmelerinde ele alınmaktadır. Devlet iç borçlanma senetlerinin özellikleri de yasama organınca belirlenmektedir. Borç senetlerinin vergi istisnası, erken itfası, devlet ihalelerinde teminat olarak kullanılabilmesi vb. özellikler de borçlanma yetkisi veren kanunlarda belirtilmektedir. Fakat 1984 sonrasında başlayarak iç borçlanmanın kamu maliyesinde alternatif bir finansman kaynağı haline gelmesi Cumhuriyet Anayasalarının

meclise verdiği Bütçe Yetkisinin yasal zorunluluğa rağmen yürütmeye devrine ve sorumsuz bir kamu harcamasına yol açmıştır. Bugünde kamu ekonomisi içinde konsolide bütçenin harcama yetkisi yasama organına aittir. Buna karşılık bütün kamu ekonomisinin finansmanından Hazine sorumlu kılınmıştır. Kamu finansmanının Hazine tarafından yürütülmesi ise bütçeye harcama yükü olarak yansımıştır. Bunun anlamı yasama organının yetki vermediği bir harcama yükümlülüğünün yürütme tarafından Anayasa'ya aykırı bir şekilde kullanılması ve borç harcamalarının bütçeye kayıt edilmesidir. 1985 yılından itibaren kamu açığı kadar borçlanılmasına izin veren kanun değiştirilmiş ve kamu açığının iki katına kadar borçlanma yetkisi getirilmiştir. Borçlanmanın para ve sermaye piyasasından yapılmasına izin verilmiştir. Ayrıca Maliye Bakanlığı ve Hazine ayrılmış ve kamu borç idaresi Hazine'ye devredilmiştir.

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

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

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

a-Dağılık yasal düzenlemeler tek bir yasa altında toplanmıştır.

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

1994 yılında Hazine Müsteşarlığının kurulmasına imkân veren 4059 sayılı Kanun ile Kamu Finansmanı Genel Müdürlüğüne yürütülen KİT yönetimine ilişkin fonksiyonlar ayrı bir Genel Müdürlük olarak yapılandırılmış, buna karşılık bütçe içi ve bütçe dışı fonların yönetimi görevi Kamu Finansmanı Genel Müdürlüğüne verilmiştir. 2002 yılında ise 4059 sayılı Kanunda yapılan değişiklikle borçlanma stratejilerinin belirlenmesi ve risk yönetimi fonksiyonları KAF görevleri arasına eklenmiştir (Hazine Müsteşarlığı, 2008). Diğer taraftan 4059 sayılı Hazine Müsteşarlığı Teşkilat ve Görevleri Hakkında Kanun uyarınca Hazine Müsteşarlığı Kamu Finansmanı Genel Müdürlüğü Hazine işlemlerini yürütmek devlet giderlerinin gerektirdiği nakdi sağlamak nakit yönetimini ile de görevlendirilmiştir (Bozkurt, 2007; 36). 2002 yılında kabul edilen 4749 sayılı kanunla birlikte Kamu Finansmanı Genel Müdürlüğü (KAF) ulular arası uygulamalara paralel olarak borç ofisi şeklinde yeniden yapılandırılmıştır. Borç yönetim ofisi temelde üç birimden oluşup bunlar; ön ofis, orta ofis ve arka ofis olarak sıralanmaktadır. İç Borç ve Nakit Yönetimi ile Program Proje Finansmanı birimi ön ofis, Risk Yönetimi orta ofis, Alacak ve Borç İşlemleri birimi ise arka ofis olarak düzenlenmiştir. Ayrıca 2010 yılında yapılan bir düzenleme ile Hazine Müsteşarlığı Hazine Kontrolörleri Kurulu'nun görev ve yetki alanları genişletilerek borç yönetim uygulamalarının denetiminde daha etkin rol almaları sağlanmıştır.

Cangöz (2004), bu birimlerin faaliyet alanlarını şöyle sıralamaktadır; ön ofis, fonlama, finansman sağlama ve piyasa da alım satım yapmakla, orta ofis; borçlanma stratejilerinin ve risk limitlerinin belirlenmesi, borçlanmanın belirlenen strateji ve risk limitlerine uygun olarak gerçekleştirilip gerçekleştirilmediğinin izlenmesi, sürdürülebilirlik vb. analizlerinin yapılması fonksiyonlarını yürütür Arka ofis; istatistik ve muhasebe kayıtlarının tutulmasından, bilgi sistemleri yönetiminden, ödemelerin yapılmasından sorumludur. Bu kapsam da, kamu borç yöneticileri borçlanma politikalarını belirlerken maliyet ve risk değerlerinin karşılaştırılmasına imkan tanıyan modelleme yaklaşımları kullanılmakta ve borç yönetiminin genel risk ve maliyet hedefleri çerçevesinde borçlanıcı durumlara birimlere yol gösterici olmak üzere geleceğe yönelik borç yönetimi politikalarını kapsayan stratejik ölçütler belirlenmektedir (Hazine Müsteşarlığı, 2009). Risk maliyet hedefleri kapsamındaki stratejik ölçütler vade yapısı, TL\döviz kompozisyonu ve borçlanma senetlerinin sabit/değişken faiz yapısıdır.

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

3.2. Türkiye de İç Borç Yönetiminin Fıili Boyutları

Türkiye de iç borç yönetimi uygulamalarının fıili etkileri incelenirken iç borçlanmanın miktar ve bileşimini oluşturan unsurlar ele alınacaktır. Bu kapsamda iç borç stoku, iç borç servisi, vade yapısı, faiz, kullanılan enstrümanlar ve alıcıları incelenmektedir.

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

Tablo 2. 1990-2011 Dönemi İç Borç Stoku ve İç Borç Yüğü

Yıllar	İç Borç Stoku	İç Borç/GSYİH	Yıllar	İç Borç Stoku	İç Borç/GSYİH
1990	57.2	10.8	2001	122.157.3	50.9
1991	97.6	11.5	2002	149.869.7	42.8
1992	194.2	13.2	2003	194.386.7	42.7
1993	357.3	13.4	2004	224.482.9	40.2
1994	799.3	15.4	2005	244.781.9	37.7
1995	1.361.0	13	2006	251.470.1	33.1
1996	3.149.0	15.9	2007	251.470.1	29.8
1997	6.283.4	16.2	2008	274.827.	29
1998	11.612.9	16.5	2009	330.005	34.6
1999	22.920.1	21.9	2010	352.841	32
2000	36.420.1	21.9	2011	368.778	

Kaynak: Hazine Müsteşarlığı, 2011

Tablo 2’de görüldüğü gibi 1991 yılından itibaren iç borç stoku nominal değeri ve GSYİH’ya oranı itibariyle ivme kazanmıştır. Tokucu (2008), 1991 yılından itibaren yaşanan bu artışın temel nedenleri olarak vergi gelirlerinin kamu harcamalarını karşılayamaması birlikte 3836 sayılı Tahkim kanunu görmekte. Bu kanuna göre; Ziraat Bankası, Halk Bankası ve Merkez Bankasının 1991 ve 1992 yıllarında özel tertip iç borçlanma senetleri ihraç etmişlerdir. 1994 yılındaki krizden dolayı senetler yeniden yapılandırılmıştır. Fakat bu senetlere ait borçlar ödenememiş ve yeniden senet ihraç edilmiştir. Sönmez (2003) ise bu artışın temel nedeni 1989 yılındaki finansal serbestleşmeyle gelen ve yüksek faizlerden faydalanmak isteyen kısa vadeli sıcak para hareketleridir.

Tablo 2’den 2001 yılında iç borç yükünün %51’e ulaştığı görülmektedir. İç borç yükündeki bu artış bu dönem de yaşanan ekonomik krizin yarattığı birçok nedene bağlanmaktadır. Ulusoy ve Cural (2006) ise 2001 yılından itibaren iç borç stokunun hızlı artışının nedeni "ekonomik faaliyet düzeyinin daralmasına bağlı olarak vergi gelirlerinin azalması" olarak görmekte. Bu dönem de kamu bankalarının görev zararları yanında TMSF’ye devredilen bankalardan kaynaklanan maliyet ise bir diğer önemli neden olarak ifade edilmektedir. Diğer bir neden ise 2001 krizi ile birlikte iç

borçlanma senetlerinin birincil alıcıları pozisyonundaki bankaların likidite sıkıntısı içerisine girmesidir. Bankaların likidite sıkıntısı faiz oranlarına yükselme yönünde baskı yapmıştır. Dolayısıyla borçlanmanın maliyeti de artmıştır.

2002 yılından itibaren iç borç stokunda ve iç borç yükünde düşüş trendi yakalanmıştır. Tabloda 2002 yılında % 42,8 olan iç borç yükünün 2007 yılında % 29,9 düzeyine indiği görülmektedir. Bu düşüş trendinin yakalanmasında IMF destekli Güçlü Ekonomiye Geçiş Programı ve 18. stand-by antlaşmasıyla sağlanan kredinin etkisi de göz ardı edilmemelidir. Program bir dezenflasyon programıdır ve mali disiplinin yakalanmasını hedeflemektedir. Mali disiplin ölçütü olarak faiz dışı fazla hedefi (%6,5) belirlenmiştir. Erdinç (2006); bu dönem içerisinde faiz dışı fazla verilmesinin mali piyasalarda güveni artırarak (2002-2006 döneminde ortalama %5) faiz oranlarının düşmesinde etkili olduğunu söylemektedir. 2002-2006 dönemi özelleştirmelerin de hız kazandığı bir dönem olmuştur. Buna tek parti iktidarının yarattığı olumlu beklentiler ve Acil Eylem Planı ile birlikte mali disiplinin sürdürülmesi de iç borç yükünü hafifletmiştir.

Öte yandan Susam ve Bakkal (2008)'a göre; küresel piyasalardaki genişleme ile birlikte ucuz kredi imkânlarının finans piyasalarından gelişmekte olan ülkelere aktarılması da net sermaye miktarını arttırmış, yüksek reel faizle birlikte Türkiye sermaye akımları için karlı bir ülke haline gelmiştir. Bu durum iç borçlanma piyasasına da yansyarak borçlanmanın çevirme riskini azalmıştır. Fakat 2007 yılından itibaren dünya ekonomisinin içine girdiği durgunluk farklı kanallardan olmakla birlikte diğer ülkeler gibi Türkiye'yi de derinden etkilemiştir. Feldstein ve Gümüş (2009)'a göre bu durgunluğun temeli riskin düşük fiyatlandırılmasıyla ortaya çıkan aşırı kaldıraç etkisidir. Bu durum riskli konut kredisi faizlerin aniden yükselişi karşısında fiyatlamanın düşük kalmasına neden olmuştur. Konut kredileri ve menkul kıymetlerde başlayan düşme, tüketici harcamalarının azalması ile birlikte resesyona dönüşmüştür. Dünya genelinde konjoktüre karşı para politikasının yerine maliye politikasının kullanılması ile birlikte kamu harcamalarında hızlı artışlar ve vergi indirimleri bütçe açıklarında da büyümeye neden olmuştur.

Okonjo (2009)'a göre de küresel kriz Türkiye'yi hem finansal hem de reel sektör kanalıyla etkilemiştir. Finansal kanallar da özel dış sermaye akımlarının düşmesi ve ticari finansmanın azalması burada en önemli rolü oynamaktadır. Yatırım ve kredi akımlar 2008 boyunca düşmeye devam etmiş, 2007 yılının ortasında portföyler negatife dönerken 2008 yılında 5 milyar dolar ülkeyi terk etmiştir. Finansal sektör performansı ve mali açıklarda reel sektörün küçülmesinin geri dönüşüm etkisini de ortaya çıkarmaktadır.

Her ne kadar 2009-2011 Orta Vadeli Mali Plan da mali disiplinin süreceği vurgulansa da, Morgil'in de altını çizdiği gibi Türkiye de ekonomik politikalar konusunda ortaya çıkan en büyük sıkıntı uygulanacağı belirtilen politikalarla fiilen uygulanan politikalar arasında ortaya çıkan farktır. Çünkü uygulamaya konan tedbir paketleriyle birlikte hem kamu harcamalarının artışı hemde vergi indirimleri kamu borçlanma gereği Hazine verilerine göre 2008 yılında 1.2, 2009 yılında 1.6 iken 2010 yılında 6.4 de çıkarmıştır.

Soylu (2009), IMF tahminlerinin Türkiye de brüt kamu borcu stokunun GSYİH'ya oranının 2009 yılında %47,2, 2010 yılında ise %50.4 düzeyinde olmasını öngörmektedir. Bu durum iç borç stoku rakamlarından da izlenebilmektedir. 2007 yılında yüzde 29'a inen iç borç yükü kamu kesimi borçlanma gereğindeki artışa paralel olarak 2009'da 34.6'a çıkmıştır.

İç borç stoku ile ilgili diğer bir tabloda da tahvil, bono ve kısa vadeli avansların GSYİH oranları görülmektedir. İç borçlanma da kullanılan DİBS'nin oransal değeri devletin borçlanmadan doğan yükümlülüklerini ifade etmektedir.

Tablo 3. İç Borç Stoku İle İlgili Diğer Göstergeler

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

Kaynak: TÜİK İstatistik Göstergeler, 2008

Tablodan görüldüğü gibi kriz yılları ile birlikte tahvil ve bonoların GSYİH'ya oranları artış göstermektedir. 1994 yılı ile birlikte artış seyrine giren bu oran 2001 yılında en

yüksek değerine ulaşmıştır. Bu oran (50.9) ile Türkiye GSYİH'sının yarısı kadar devletin borçlanmadan doğan yükümlülüğü olduğu anlamına gelmektedir. Aynı şekilde Merkez Bankası Hazine protokolüne bağlı olarak 1997 yılından itibaren kısa vadeli avans kullanımının da kesildiği görülmektedir. Borç yönetimi için diğer önemli bir gösterge de iç borç servisidir.. İç borç servisi, iç borçların ana para ve faiz ödemelerini gösterir. Tablo 3 de faiz ödemelerinin vergi gelirleri içindeki payı görülmektedir. Borç servisinin her geçen yıl artması, devletin vergi gelirlerinin her yıl daha büyük bir payının borç servisine gitmesi anlamına gelmektedir. Dolayısıyla artan faiz ödemeleriyle birlikte yapılan iç borçlanmalar kamu hizmeti veya yatırım amaçlı değil bütçe açıklarını kapatmak için kullanılır hale gelmiştir. 1994 yılı ile birlikte iç borç faiz ödemelerinin vergi gelirleri içindeki payı ivme kazanmıştır. 2001 krizi ile birlikte hem ekonominin küçülmesi ve vergi gelirlerinin azalması hem de likidite krizinden dolayı iç borçlanmanın maliyetinin artması ile vergi gelirleri faiz harcamalarını karşılayamaz duruma gelmiştir.

Tablo 4. İç Borç Servisi Ana para ve Faiz Ödemeleri(TL)

Yıllar	İç borç servisi	Anapara	Faiz	Yıllar	İç Borç Servisi	Anapara	Faiz
1980	216	195	21	1996	4.911.403	3.585.966	1.325.417
1981	655	614	41	1997	5.264.585	3.267.422	1.977.163
1982	761	727	34	1998	14.471.510	8.844.833	5.626.676
1983	1.819	1.703	116	1999	25.477.788	15.579.146	9.888.623
1984	1.132	976	156	2000	37.577.493	189.688.070	18.609.423
1985	2.578	2.321	257	2001	164.360.842	123.876.596	40.484.246
1986	5.755	5.038	717	2002	141.059.233	97.590.694	43.468.540
1987	10.280	8,604	1,676	2003	166.357.352	113.721.373	52.636.979
1988	14.634	12.146	2.488	2004	183.553.146	133.500.274	50.052.872
1989	26.073	2.270	4.803	2005	174.491.083	136.221.521	39.269.56
1990	42.454	32.418	10.036	2006	157.551.600	118.892.883	38.658.718
1991	91.822	74.908	16.914	2007	155.732.667	114.193.187	41.539.680
1992	221.423	187.366	34.087	2008	135.460.655	94.030.166	44.516..089

1993	523.676	438.460	85.418	2009	134.200.000.	88.100.000	46.200.000
1994	1.092.620	861.585	231.035	2010	180.900.000	138.800.000	42.100.000
1995	1.744.208	1.271.404	472.805	2011	135.000.000	99.300.000	35.800.000

Kaynak Hazine Müsteşarlığı, 2011

Türkiye’de bir yıl ve daha uzun süreli kağıtlar tahvil bir yıldan kısa süreli kağıtlar ise bono olarak tanımlanmaktadır. Kısa vadeli borçlara, bütçe dönemi içinde ortaya çıkan geçici açıkların kapatılması için başvurulurken, uzun vadeli borçlarda amaç yürürlükteki bütçenin gelir bakımından yetersizliğin borçlanma yolu ile gidermektedir (Özsoylu, 2006;146). Aşağıdaki tabloda 1989-2009 iç borçların vade yapıları görülmektedir.

Tablo 5. İç borçların Vade Yapısı

Yıllar	Nakit %		Nakit Dışı%
	Tahvil	Bono	
1990	51.5	34.9	13.6
1991	20.7	61.4	17.9
1992	21.9	50.7	27.4
1993	19.6	51.9	28.5
1994	2.5	74.1	23.4
1995	12.8	68.9	18.3
1996	13.2	70.6	16.2
1997	32.5	47.9	19.5
1998	18.7	64.4	17
1999	63.7	25.5	10.8
2000	60.7	17.8	21.6
2001	18.3	20.5	61.2
2002	27.4	52.9	19.6
2003	55.3	36.2	9.6

2004	58.5	37.6	3.8
2005	73.4	26.4	0.2
2006	84.1	15.9	0
2007	85.5	13.7	0.9
2008	79.9	17.9	2,2
2009	84.4	12.9	2.3
2010	88.8	10.8	0.4

Kaynak: Hazine Müsteşarlığı, 2011

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

1990 yılından başlayarak incelendiğinde 1999 yılına kadar borçların vadelerinin kıaldığı, iç borçlanmada kısa vadeli borçlanma araçları olan bonoların ağırlığının her geçen yıl arttığı görülmektedir. Özellikle 1994 yılında bu oranının %74,1'e çıktığı görülmektedir. 2000-2008 dönemi ise 2001 yılı hariç yine ağırlık kısa vadeli borçlarda olmakla birlikte ay bazında ele alındığında nakit borçlanmaların ve toplam iç borç stokunun vadelerinin uzamaya başladığı görülmektedir. Borç Yönetim Raporu (2010)'a göre yaşanan küresel krizle birlikte uygulanan borçlanma stratejileri gereği 12 ayda faizi yenilenecek senetlerin merkezi yönetim borç stoku içindeki payının azaltılması hedeflenmektedir. Bununla birlikte, merkezi yönetim borç stoku içinde vadesine 12 aydan az kalmış senetlerin payının azaltılarak likidite riskinin düşürülmesi azaltılmıştır.

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

Tablo6. 1990-2011 İç Borçların Nominal ve Reel Faizleri

Yıllar	Nominal İç Borçlanma Faiz	Enflasyon	Reel Faiz	Yıllar	Nominal İç Borçlanma Faizi	Enflasyon	Reel Faiz
1990	54	60,3	1,16	2001	96,2	53,9	21,41
1991	80,5	65,9	16,11	2002	63,8	44,8	9,13
1992	87,7	70,1	15,19	2003	45	29,3	11,91
1993	87,6	66,1	18,24	2004	25,7	10	9,49
1994	164,4	106,3	50,18	2005	16,9	10,7	7,96
1995	121,9	93,6	18,1	2006	18,2	11,2	7,79
1996	135,2	79,4	34,72	2007	18,46	12,1	7,64
1997	127,2	85,0	22,71	2008	21,4	10,6	11,6
1998	122,5	83,6	70,2	2009	9,75	6,53	2,53
1999	109,5	63,5	53,94	2010	8,4	6,40	1,84
2000	38	54,3	-8,87	2011	12,3	10,45	1,86

Kaynak: Süslü, 2001; Devlet Planlama Teşkilatı ve Hazine Müsteşarlığı, 2011

Diğer yandan uygulanan dezenflasyonist politikalar ve düşük reel faiz de çelişkili bir durum yaratmaktadır. Bu duruma rağmen önemli bir risk unsuru olan faizlerin düşüşü iç borçların çevirebilmesini kolaylaştırmaktadır. Fakat Okonjo (2009)'a göre Doni Rodrik'inde vurguladığı gibi birçok ekonomi kriz sonrası dönemde daha az küresel hale gelecektir. Ticari kısıtlamaların politik etkisi olmakla birlikte çoğunlukla riskten kaçınan piyasalar oluşacaktır, sermaye daha az sınırlar arasında dolaşacak, özellikle gelişmekte olan piyasalara daha az yönelecektir. Bu öngörü Türkiye açısından değerlendirildiğinde Merkez Bankası'nın faiz indirimleri ile birlikte düşük seviyede seyreden reel faizlerin, herhangi bir toparlanma aşamasında iç borçların çevrilmesi riskini de olumsuz etkileme olasılığı mevcuttur. Ayrıca enflasyon artışının kamu

otoriterince baz etkinse bağlı olduğu vurgulanmakla birlikte üretimin düşüşü ve arz kısıtları da dikkate alınmalıdır. Çünkü enflasyon hedeflemesine bağlı olarak faiz artırımlarına gidildiği herhangi bir dönemde borçlanma maliyetlerinde de ani sıçramalar gözlemlenmek olasıdır. Bu nedenle iç borçlanma araçlarının kompozisyonu hem vadesi, hem de faiz bileşimi bakımından büyük önem taşımaktadır.

Tablo 6, kullanılmakta olan iç borçlanma araçlarının temel de nakit ve nakit dışı olmak üzere ikiye ayırmaktadır. Nakit ve nakit dışı borçlanmalar da kullanılan araçların sabit getirili ve değişken getirili olarak bileşimi hem YTL hem de döviz bazında ele alınmaktadır. Tablo da görüldüğü üzere yıllar itibarıyla nakit borçlanma araçlarının nakit dışı borçlanmalara göre ağırlığı artmıştır.

Tablo 7. İç Borçlanma Araçlarının Durumu

Yıllar	1998	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010
Nakit Borçlanma	85	89	81	48	60	67	74	79	83	86	90,5	94,4	99,3
Sabit getirili	58	67	53	15	25	35	42	41	44	46	45,8	43,6	48,2
Değişken Faizli	20	17	25	9	12	15	16	24	25	31	36,6	46,1	49,5
Döviz Cinsi Borçlanma	7	5	3	6	11	9	12	13	13	10	8,1	5,2	1,6
Döviz Endeksli	0	0	0	18	12	8	3	2	0	0	0	0	0
Nakit Dışı Borçlanma	15	11	19	52	40	33	26	21	17	14	9,5	5,1	0,7
Sabit getirili	4	2	3	0	0	0	0	0	0	0	0,2	0,3	0
Değişken Faizli	11	9	11	41	31	28	24	19	16	13	9,1	4,8	0,7
Döviz Cinsi Borçlanma	0	0	5	10	8	4	2	1	0	0	0	0	0
Döviz Endeksli	0	0	0	2	1	1	1	1	1	0	0,3	0	0

Kaynak: Hazine Müsteşarlığı, 2011

Nakit yapılan borçlanmalar iskontolu yapılan borçlanmaları içermektedir. Kuponsuz yapılan bu borçlanmalarda anapara ve faiz vade sonunda ödenmektedir. Değişken faizli borçlanmalar ise kuponlu ve kuponsuz yapılabilmektedir. Yatırımcıyı faiz riskinden korumak amacıyla yapılan değişken faizli borçlanmaların toplam iç borçlanma senetleri içinde yüzdesi son yıllarda yükselmektedir. Bu durum yatırımcı için olumlu bir gelişmedir. Faiz oranlarının önceki dönemlere göre düştüğü ve reel faizlerin değişkenliğinin azaldığı da düşünüldüğünde yatırımcı tabanını genişletmek isteyen borç yönetimi içinde makul bir çözümdür.

Bununla birlikte küresel krizin etkisiyle ortaya çıkabilecek bir piyasa riskinden kaçınmak amacıyla nakit borçlanmaların ağırlığı artırılarak TL cinsi borçlanma tercih edilmiş, döviz cinsi borçlanma azaltılmıştır.

İç borçlanma senetleri, alıcılarının kompozisyonu mali piyasalar üzerinde yarattığı etkiler bakımından önem taşımaktadır. İç borçlanma piyasası derinleşmemiş ülkelerde yatırımcı tabanı geniş değildir. Bu nedenle iç borçlanma senetlerinin birincil alıcıları bankalardır. Bankaların iç borçlanma senetlerinin birincil alıcısı olması özel sektörün borçlanma imkanını kısıtlamaktadır. Çünkü piyasanın likiditesi azalmakta ve reel faizler artmaktadır. Böylelikle özel sektörün yatırım maliyetleri de yükselmektedir. Ülkemizde de aynı durum gözlenmektedir ve aşağıdaki tablolardan da görülmektedir. İç borçlanmaların alıcılarını ülkemizde yaşanan ekonomik gelişmelere paralel olarak değiştirdiği Tablo 8'den izlenebilir. 2001 krizinin hemen ertesi döneminde kamu piyasadan daha çok iç borçlanma senedi almıştır. Keyder (2008), bu durumun nedenini şöyle açıklamaktadır: kriz sonrası görev zararları ve banka rehabilitasyonu nedeniyle kamu bankalarının büyük miktarlarda DİBS verilmiş ve bu uygulama toplam iç borç içinde kamunun payı düzelmiştir. Bu durum düzeldikçe bu oran tedricen düşmüştür (Keyder, 2004; 23). Aynı dönemler içerisinde ağırlık Merkez Bankası ve kamu bankalarında. Bu yıllardan 2009 dönemine gelen süreçte TMSF kaynaklarının toplam içerisinde payı da azalmaktadır. 2003 yılında itibaren ise kamunun ağırlığı azalmakta ve iç borçlanma da piyasaya kaynaklarına başvurulmaktadır. Fakat piyasa da başvurulan kesim hane halkı değil bankacılık sektörüdür. 2009 verilerinde de bankacılık kesiminin kamu finansmanında ağırlığını koruduğu görülmektedir.

Tablo 8. İç Borçların Alıcılara Göre Dağılımı

Yıllar	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010
Kamu	66.0	52.8	47.7	37.1	30.8	28.4	26.2	23.9	23.7	14.6
Merkez Bankaları	26.6	18.8	13.8	9.9	7.5	7.1	6.3	4.7	4.7	0
Kamu Bankaları	18.6	16.2	14.0	12.2	10.2	7.9	6.2	3.7	3.6	0
TMSF	12.3	7.4	7.7	3.7	1.8	1,8	1,5	1,1	1,1	0,7
Diğer Kamu	8.4	10.5	12.1	11,3	11,2	11,6	12,3	14,4	14,3	13,9
Piyasa	34.0	47.2	52,3	62,9	69,2	71,6	73,8	76,1	76,3	85,4

Kaynak: Hazine Müsteşarlığı, 2011

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

Tablo 9. İç Borçların Alıcı Yapısı

	1990	1991	1992	1993	1994	1995	1996	1997	1998	1999
Bankalar	85,9	92,8	79,1	77,8	71,8	81,8	84,6	89,9	86,8	85,4
Resmi Kurumlar	12,9	3,2	14	6,1	9,8	8,8	9,9	7,2	8	11,2
Özel sektör	1,1	4,1	4	2,7	2,7	3,6	2,9	3,3	3,8	2,1
Tasarruf Sahipleri	0	0	3	13,4	16	6	2,9	0,1	1,3	1,3
	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009

Bankalar	75,9	74,8	79,8	75,5	85,8	88,3	88,5	84,6	79,5	87,5
Resmi Kurumalar	20,3	22,1	14,9	21,8	11,1	9,3	10,5	16,1	17,0	12,0
Özel sektör	3,8	0,1	4,3	2,7	3,2	2,4	1	1,9	3,5	0,6
Tasarruf Sahipleri	0	1,9	1	0,1	0	0	0	0	0,0	0,0

Kaynak: Hazine Müsteşarlığı, 2011

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

- Kamu kağıtlarının likiditesinin yüksek olması,
- Vergiden muaf tutulması veya vergi oranının çok düşük olması,
- Riskinin sıfır olması,
- Karşılık ayrılmaması yüzünden toplam karşılık giderlerinin düşmesi ve bunun kara olumlu yansımaları ,
- Kamu kuruluşlarının ihale ve sözleşmelerinde teminat olarak kullanılabilmesi,
- Sermaye yeterliliği standart rasyosunun hesaplanmasında, kamu kağıtlarının risk ağırlığı sıfır olan varlıklar içinde yer alması (Aydın, 2002) olarak görülmektedir.

3. Sonuç

Dünya ekonomisinin 2007 yılından buyana içine girdiği reseyondan çıkması için maliye politikası araçlarına ağırlık verilmektedir. Birçok ülke hükümeti, küresel krizle mücadele etmek için önlem paketleri uygulamaya koymuş, gerek kamu harcamalarının yükseltilmesi gerek vergi indirimleri ile toplam talebi artırıcı politikaları kullanmıştır. Türkiye ekonomisi de içine düştüğü durgunluktan benzer yöntemlerle çıkmaya çalışmaktadır. Artan kamu açıkları ile birlikte borçlanma ve borç yönetim stratejileri de büyük önem kazanmıştır.

Türkiye profesyonel borç yönetiminin kurumsal ve hukuki altyapısını tesis etmekte gecikmiş olmakla birlikte hızla yol almaktadır. 2002 yılında 4749 sayılı kanunla birlikte Kamu Finansmanı Müdürlüğü borç yönetim ofisine dönüştürülmüştür. Yapılan uygulamalar ile borçların piyasa, kullanılan enstrümanların çeşitliği itibarıyla likidite ve borçların çevrilmesi riskinin minimize edilmesi sağlanmıştır.

Fakat borç çevirme riskinin azaltılmasında uygulanan stratejiler kadar konjonktürün de etkisi olduğu göz ardı edilmemelidir. 2002-2007 dönemi içerisinde mali disiplinin sağlanması yanında kısa vadeli sermaye akımlarının sağladığı avantaj, aynı dönemde elde edilen özelleştirme gelirleri ile birlikte faiz ve kurun yaratacağı piyasa riski yanında borçların çevrilememe riskini de azaltmıştır. Küresel krizle birlikte ülkemizden önemli

bir sermaye çıkışı yaşanmasına rağmen Merkez Bankasının borçlanma faizini düşürmesi ile iç borçlanmanın temel finansörü olan bankalar olması maliyet ve risk minimizasyonun sağlanmasındaki önemli unsurlar olmuşlardır.

Bu nedenler ardı ardına sıralandığında ekonominin toparlanmaya başlamasıyla birlikte olası bir faiz artırımının borçlanma maliyetleri üzerinde önemli artışlara neden olabileceği de olasılığı da mevcuttur. Bu nedenle para ve maliye politikasının koordinasyonun sağlanması, her iki politikanın gerek iç gerek dış gecikmeleri arasındaki farkın dikkate alınarak uygulanan stratejiler ile ulaşılmak istenen hedeflerin uyumunun sağlanması büyük önem arz etmektedir. Ayrıca kamu harcamaları yoluyla yürütülen maliye politikalarında harcamaların etkinliği dikkatle incelenmeli, özel yatırımların artmasını sağlayacak altyapı çalışmalarına öncelik verilmedi. Aksi takdirde ileriki dönemlerde artan kamu açığına rağmen küçülen bir ekonomi halihazırda düşük olan iç tasarrufların azalması ve sermaye çıkışları ile birlikte borç yönetiminin risk veya maliyet minimizasyonu hedefi önünde bir engel teşkil edebilecektir.

KAYNAKÇA

Aydın, F.(2002), "Türkiye’de Kamu Kesimi İç Borçlanmasının Bankacılık Sektörüne Bilançolarına ve Risklerine Olan Etkileri", *TCMB Araştırma Genel Müdürlüğü Tebliği*, No:13

Ateş, G. (2002), "Borç Yönetim Ofisi Türkiye Uygulaması Üzerine Bir Çalışma", *Hazine Müsteşarlığı Ekonomik Araştırmalar Birimi Araştırma İnceleme Dizisi* No:3

Akdiş, M. (2003), "Türkiye’nin Borç Gelişimi Sorunlar ve Öneriler ", *Active Dergisi*, Sayı 30 Erişim:www.geocities.com/ceteris_tr/m_akdis2.doc

Barro, Robert (1995), "Optimal Debt Management", *NBER Working Papers*, No: 5327.

Barro, Robert(1999),"Notes on Optimal Debt Management", *Journal of Applied Economics*, Vol:2, No:2 .281-289.

Cangöz, C. (2004), "Borç Yönetimi Ve Para Politikası Koordinasyonu", *Mülkiyeliler Birliği Dergisi*, Sayı: 244-4

Bozkurt, F. (2007),"Aktif Nakit Yönetimi Ülke Uygulamaları Ve Türkiye", *Hazine Müsteşarlığı Uzmanlık Tezi*,Ankara

Bangura, S. D. Kitabire ve R. Powell (2000), "External Debt Management in Low Income Countries", *IMF Working Paper*, No: 196.

Deniz, A. (2005), Risk Management of Developing Countries, Boston University Metropallitan College, *Yüksek Lisans Tezi* London

Eğilmez, Mahfi (2006), "İç borçlanmada Değişen Eğilimler", 28 Şubat 2006 Salı, Radikal Gazetesi

Erdoğan, Z. (2006), Türkiye de2002-2005 Yılları Arasında Uygulanan Dezenflasyon Programını Değerlendirilmesi, Erişim: <http://sbe.dpu.edu.tr/11/53>

- Edizdoğan, Nihat (2007), *Kamu Bütçesi*, Ankara: Ekin Yayınları
- Feldstein M.ve E. Gümüş (2009), "*Maliye Politikasında Yeniden Düşünmek*", Eskişehir Osman Gazi Üniversitesi İİBF Dergisi, Ekim, 4(2), 9-18
- Guidotti, Pablo ve M. Kumar (1991), "Domestic Public Debt of Externally Indebted Countries", *MF Occasional Paper*, No:80, Washington DC., USA
- Hazine Müsteşarlığı (2009), *Kamu Borç Yönetim Raporu*, Ankara
- Hazine Müsteşarlığı (2010), *Kamu Borç Yönetim Raporu*, Ankara
- Kalay, Betül (2006), *Avrupa Birliğinin Borç Yönetimine Etkileri*, SPK Yayınları: Ankara.
- Karlık, Rıdvan (2007), *Cumhuriyet'in İlanından Günümüze Türkiye Ekonomisi'nde Yapısal Dönüşüm*, İstanbul: Beta Yayıncılığı
- Keyder, Nur (2008), "Türkiye'nin Borç Stokuna İlişkin Kavram, Gelişim ve Sürdürülebilirlik Tartışması", *İktisat, İşletme Ve Finans Dergisi*, sayı:267, ss.43-60
- Medeiros, Otavito Ladeira, R.S.V. Cabral, W. Baghdassarian ve M. A. Almedia(2005), "Public Debt Strategic Planning and Benchmark Composition", National Treasury Secretariat, Ministry of Finance, Brazil.
- İnce, Macit (1996), *Devlet Borçlanması*, Ankara: Seçkin Kitabevi.
- Okonjo N. (2009), "*The Global Financial, Crisis and Turkey*", TÜSİAD, High Advisory Council Meeting, Bodrum, Türkiye
- Önder, İzzettin, H. Kirmanoğlu ve Y. Kartallı (1995), *Kamu Açıkları ve Kamu Borçları, Teori ve Türkiye Üzerinde Bazı Gözlemler*, Türk Harb İş Sendikası Yayınları, Ankara
- Özsoylu, Ahmet (2006), *Türkiye' de Kamu Sektörü*, Adana: Nobel Kitabevi
- Panizza, Ugo (2008), "Domestic and External Public Debt in Developing Countries", *UNCTAD Papers*, No:188
- Saatçi, Y. (2007), "Türkiye de Bütçe Açıkları Ve Finansman Şekilleri", *Bütçe Dünyası Dergisi*, Cilt 2, Sayı 26 2007, ss91-101.
- Soylu H.(2009), "Global Krize Karşı Politika Önlemleri ve Türkiye", *Maliye Dergisi(Temmuz-Aralık)*, Sayı 137, syf.254-265
- Şen, Hüseyin, İ. Sağbaş ve A. Keskin (2007); *Bütçe Açıkları Ve Açık Finansman Politikası: Teori Ve Türkiye Uygulamaları*, Ankara, Orion Yayınları
- Sönmez, Mustafa (2003), *İşte Eseriniz. Kuruluşta Çöküşe 100 Göstergede Türkiye Ekonomisi*, İstanbul:İletişim Yayınlar
- Susam N.ve U. Bakkal (2008), "Kriz Süreci Makro Değişkenleri ve 2009 Bütçe Büyüklüklerini Nasıl Etkileyecek?", *Maliye Dergisi (Temmuz-Aralık)*, syf .72-88
- Ulusoy, Ahmet ve M. Cural (2006), "Türkiye de İç Borçların Sürdürülebilirliği", *ZKÜ Sosyal Bilimler Dergisi*, Cilt 2, Sayı:4
- Tokucu, Erhan (2008), "1980 Sonrası Türkiye'de İktisat Politikaları: Para ve Maliye Politikaları", *Türkiye'nin Ekonomi Politiği*, Orion Yayınları, İstanbul, ss.169-208
- Ulusoy, Ahmet (2001), *Devlet Borçlanmaları*, Trabzon:Üç Yol Basımevi.Ulusoy,

Thomas, Bill, Clay Shaw ve Pete Domineci (2001), "Insight and Tools From Selected Nations", United States General Accounting Office, Washington DC.SDO (Sweden Debt Management Office),³
<http://ddp.ex.worldbank.org.Report> (Erişim:01.03.2009)