

147047

KARADENİZ TEKNİK ÜNİVERSİTESİ * SOSYAL BİLİMLER ENSTİTÜSÜ

MALİYE ANABİLİM DALI

MALİYE PROGRAMI

TÜRKİYE'DE İÇ BORÇLARIN SÜRDÜRÜLEBİLİRLİĞİ

YÜKSEK LİSANS TEZİ

147047

Mehmet CURAL

EYLÜL - 2004

TRABZON

KARADENİZ TEKNİK ÜNİVERSİTESİ * SOSYAL BİLİMLER ENSTİTÜSÜ

MALİYE ANABİLİM DALI

MALİYE PROGRAMI

TÜRKİYE'DE İÇ BORÇLARIN SÜRDÜRÜLEBİLİRLİĞİ

Mehmet CURAL

Karadeniz Teknik Üniversitesi - Sosyal Bilimleri Enstitüsü'nce

Bilim Uzmanı (Maliye)

Unvanı Verilmesi İçin Kabul Edilen Tez'dir.

Tezin Enstitüye Verildiği Tarih : 10. 09. 2004

Tezin Sözlü Savunma Tarihi : 30. 09. 2004

Tezin Danışmanı : Prof. Dr. Ahmet ULUSOY

Jüri Üyesi : Prof. Dr. Osman PEHLİVAN

Jüri Üyesi : Doç. Dr. Harun TERZİ

Enstitü Müdürü : Prof. Dr. Osman PEHLİVAN

Eylül-2004

TRABZON

0. SUNUŞ

00. Önsöz

Borçlanma-büyüme-geri ödeme çevriminde, borçlanma ile sağlanan kaynakların verimli alanlarda kullanılması halinde borçlanmanın bir sınırı olmayabilir. Ancak devlete borç vermiş olanlar fonların geri ödeneceğinden emin olmak isterler. Bu yüzden devlete borç verirken bazı göstergelere ihtiyaç duyarlar. Bu göstergelerden biri bir ülkenin finanse edebileceği borç miktarı ile ilgili bir yargıyı ifade eden sürdürülebilir borçlanma kavramıdır.

Türkiye’de borçlanmanın sürdürülebilirliği sürekli tartışılan konuların başında gelmektedir. Bu düşünceyle maliye literatüründe sürdürülebilirlik göstergeleri olarak dikkate alınan değişkenler ışığında 1980 sonrası dönemi kapsayan bir analiz yapılmıştır.

1990’lı yılların ikinci yarısından itibaren sürdürülebilirlik göstergelerinin bozulduğunu, bazı yıllarda sürdürülemez olduğunu görmekteyiz. Borçların sürdürülemez boyutlara ulaştığı yılların bazılarında ise ekonomik krizlerin çıktığı (1994, 1999, 2001 gibi) görülmektedir. 2003 yılından sonra göstergelerin düzeldiği, geçmiş veriler ışığında yapılan trend tahminlerinde 2004 ve 2005 yılında iç borçların sürdürülebilirliği konusunda önemli sorun yaşanmayacağı tahmin edilmiştir.

Çalışmanın her aşamasında her türlü bilgi ve deneyimini benden esirgemeyen çok değerli danışman hocam Prof. Dr. Ahmet ULUSOY’a, çalışmanın tahmin yönteminin hazırlanmasında emeği geçen sayın hocam Doç. Dr. Harun TERZİ’ye, fikir ve önerileriyle bana yol gösteren Arş. Gör. Birol KARAKURT’a, teşekkürlerimi sunuyorum.

Trabzon, Eylül 2004

Mehmet CURAL

01. İçindekiler

Sayfa Nr.

0 .SUNUŞ.....	III
00. Önsöz	III
01. İçindekiler	IV
02. Özet	VIII
03. Summary	IX
04. Tablolar Listesi.....	X
05. Grafikler listesi.....	XI
GİRİŞ	1-4

BİRİNCİ BÖLÜM

1. BORÇLANMA İLE İLGİLİ GENEL BİLGİLER.....	5-20
10. Devlet Borçlanması.....	5
11. Devletin Borçlanma Yetkisi.....	7
12. Devlet Borçlanmasının Sınırı.....	8
13. Devlet İç ve Dış borç Ayırımı	11
14. Devlet İç Borçlanmasının Nedenleri	12
15. İç Borçlanma Yöntemleri	13
150. İhale Yöntemiyle İhraç Edilen İç Borçlanma Senetleri Borçlanma	14
1500. İskontolu Senetler.....	17
1501. Enflasyona Endeksli Senetler.....	17
1502. Sabit Faizli, Kuponlu Devlet Tahvilleri	18
1503. Değişken Faizli Devlet Tahvilleri	18
151. Sürekli Borçlanma (Tap+Konsinye) Yöntemi	19
143. Halka Arz Yöntemi	20
153. Özel Amaçlı Satışlar	21

İKİNCİ BÖLÜM

2. BORÇLANMANIN SÜRDÜRÜLEBİLİRLİĞİ VE ETKİLERİ	22-36
20. Borçlanmanın Sürdürülebilirliği Kavramı	22
21. Kamu Borcunun Sürdürülebilirliğini Ölçmede Kullanılan Yöntemler	23
210. Statik Analiz.....	23
211. Dinamik Analiz	26
22. Kamu Borcunun Sürdürülebilirliğini Ölçen Çalışmalar	30
23. Sürdürülebilirlik ve Borç Yönetimi	31
24. Sürdürülemez Borçlanmanın Etkileri.....	33
240. Fiyat İstikrarı Üzerindeki Etkisi	34
241. Büyüme Üzerindeki Etkisi	35
242. Sosyal ve Çevresel etkileri	36

ÜÇÜNCÜ BÖLÜM

3. GELİŞMEKTE OLAN ÜLKELERDE BORÇLANMANIN SÜRDÜRÜLEBİLİRLİĞİ VE BORÇ AZALTIMI.....	37-54
30. Gelişmekte Olan Ülkelerde İç Borçlanma.....	37
300. Gelir Oranları Düşüktür	40
301. Gelirleri Değişkendir.....	41
302. Faiz Ödemeleri Kamu Harcamalarının Büyük Kısmını Oluşturmaktadır ..	41
31. Gelişmekte Olan Ülkelerde İç Borcun Özellikleri	41
32. Gelişmekte Olan Ülkelerde İç Borcun Sürdürülebilirliği.....	43
33. İç Borç Azaltımı ve Yeni Borçlanma Seçenekleri	44
330. İç Borç Azaltımı	44
3300. Ekonomik Büyüme.....	45
3301. Faiz Dışı Fazla	46
3302. Konsolidasyon	46
3303. Monetizasyon	47

3304. Özelleştirme	47
3305. Vergileri Artırmak.....	48
351. Yeni Borçlanma Seçenekleri.....	49
3510. İç Borç Stokunun Vadesini Yeniden Düzenlemek.....	49
3511. İç Borçların Geri Satın Alınması.....	50
3512. Yabancı Dövizle Değişirme	51
3513. Borç Öz Sermaye Değişimi.....	51
3514. Borç Servisi Azaltımı.....	51
3515. Ulusal Borç Fonları	52
3516. Endeksli Senetler.....	52

DÖRDÜNCÜ BÖLÜM

4. TÜRKİYE’DE İÇ BORÇLARIN GELİŞİMİ SÜRDÜRÜLEBİLİRLİĞİ.....	55-92
40. Türkiye’de İç Borçlanmanın Gelişimi.....	55
41. Kamu Kesimi Genel Dengesindeki Gelişmeler	57
410. Kamu Kesimi Borçlanma Gereği (KKBG)	61
411. İç Borç Stoku.....	63
412. İç Borç stokunun Vade Yapısı	66
4120. İç Borç Stokunun Ortalama Vadesi (Gün)	68
4121. İç Borçlanma Reel Faiz Oranları.....	70
42. Türkiye’de İç Borçların Sürdürülebilirlik Göstergeleri.....	73
420. İç Borç Stoku/GSMH.....	74
421. Faiz Dışı Fazla/GSMH	77
422. Reel Büyüme ve Reel Faiz Oranlarındaki Gelişmeler	78
423. Reel Faiz Ödemeleri ve Reel Kamu Gelirlerindeki Değişme	81
424. İç Borç Servisi/Bütçe Gelirleri	82
425. İç Borç Faiz Ödemeleri/Bütçe Gelirleri	83
426. İç Borç Stoku/Bütçe Gelirleri	85
427. İç Borç Çevirme Oranı	86

43. Türkiye’de İç Borçların Sürdürülebilirlik Tahmini.....	87
430. Faiz Dışı Fazla/GSMH Tahmini	87
431. İç Borç Faiz Ödemeleri/Kamu Gelirleri Tahmini.....	88
432. İç Borç Servisi/Bütçe Gelirleri Tahmini.....	88
433. İç Borç Stoku/Bütçe Gelirleri Tahmini	89
434. İç Borç Stoku/GSMH Tahmini.....	89
435. Faiz Dışı Fazla/GSMH+Reel Büyüme Oranı Tahmini	90
436. Reel Faiz Oranı Tahmini	91
436. Reel Büyüme Oranı Tahmini.....	91
437. Reel Kamu Gelirlerindeki Değişim Tahmini	92
438. Reel Faiz Ödemelerindeki Değişim Tahmini	92
5. SONUÇ VE ÖNERİLER.....	93-103
YARALANILAN KAYNAKLAR.....	104-115
EKLER	
ÖZGEÇMİŞ	

02. Özet

Devlet borçları, günümüzde birçok ülkede büyük miktarlara ulaşarak kamu maliyesi ve genel ekonomi için çok önemli bir sorun haline gelmiştir. Özellikle borcun miktarında meydana gelen olumsuz gelişmeler borçlanma sorununu daha önemli ve karmaşık hale getirmiştir. Bu sorunun aşılamadığı ülkelerde ise borçların sürdürülemezliği konusu tartışılmaya başlanmıştır.

Bu çalışmanın amacı geliştirmekte olan ülkelerde ve Türkiye’de iç borç stokunun sürdürülebilirliği ile ilgili teorik bazda bilgi verilmesi ve Türkiye’de iç borçların sürdürülebilirliğinin literatürde kabul gören temel göstergeler ışığında incelenmesidir. Bu çerçevede, oransal analiz yöntemi kullanılarak iç borçların sürdürülebilirliği incelenmiştir.

Çalışmanın sonuçlarına göre, geliştirmekte olan ülkelerin büyük çoğunluğunun borç/GSMH oranını sabitleyecek kadar faiz dışı fazla veremediği görülmektedir. Yani, geliştirmekte olan ülkelerde borçların sürdürülebilirliği sorun olmaya devam etmektedir.

Türkiye’de ise iç borçların sürdürülebilirliği 1990’lı yılların ortalarından itibaren bozulmaya başlamış, 1996, 2001 ve 2002 yıllarında sürdürülemez düzeylere ulaşmıştır. 2003 yılından itibaren iç borçlar sürdürülebilir seviyelere çekilmiş olmakla birlikte borç dinamikleri, henüz arzu edilen düzeye ulaşmamıştır.

İç borçlanmayla ilgili geçmiş veriler ele alınarak geleceğe yönelik olarak yapılan trend tahmin yöntemi sonuçlarına göre de, beklenmeyen gelişmeler olmadığında, 2004 ve 2005 yıllarında iç borçların sürdürülebilir olacağı öngörülmüştür.

03. Summary

Today, in many countries public debt has been reached to great level so that it becomes a crucial problem for public finance and general economy. Especially due to negative developments regarding the level of debt, problem more complicated and important. The countries where debt problem can not be overcome the problem of unsustainability of debt has been emerged.

The main goals of this study are providing theoretical information about the sustainability of domestic debt for developing countries and Turkey, and investigating the sustainability of debt for Turkey with the guidance of the basic indicators existing in literature. In this point of view ratio analysis method has been used in order to investigate sustainability of domestic debt.

According to the results of the study, many of the developing countries can not provide primary surpluses to fix the ratio of debt/GNP. In other words, for the developing countries the sustainability of debt is continuing to be a problem.

In Turkey sustainability of domestic debt from the mid 1990's has been deteriorated. For the years 1996, 2001 and 2002 domestic debt has reached unsustainable level. Since 2003, domestic debt has been reduced to a sustainable level however, debt dynamics can not reached to desired level.

According to the results of trend estimation method performing for future prediction by using past data related with domestic debt, it has been found out that unless unexpected events occur, for the year 2004 and 2005 the domestic debt will be sustainable.

04. Tablolar Listesi

<u>Tablo Nr.</u>	<u>Tablonun Adı</u>	<u>Sayfa Nr.</u>
1	Kamu Borçları Sürdürülebilirliği Analizlerinde Kullanılan Rasyolar	21
2	Devlet İç Borçlanma Faizleri (Ağırlıklı Yıllık Ortalama Faiz).....	59
3	İç Borç Stokunun Döviz/Faiz Yapısı	60
4	KKBG'nin Türlerine Göre Dağılımı (GSMH'ya Oran Olarak).....	62
5	İç Borç Stoku	64
6	İç Borç Stokunun Vade Yapısı (Stokun Yüzdesi Olarak)	66

05. Grafikler Listesi

<u>Grafik Nr.</u>	<u>Grafiğin Adı</u>	<u>Sayfa Nr</u>
1	Gelişmiş ve Gelişmekte Olan Ülkelerde Toplam Borç/GSMH Oranı	38
2	Gelişmekte Olan Ülkelerde Borçlanma Durumu	39
3	İç Borçlanmanın Vade (Gün) Yapısı.....	68
4	İç Borç Reel Faiz Oranları	70
5	İç Borç Stoku/GSMH.....	75
6	Faiz Dışı Fazla Yaklaşımı.....	76
7	Faiz Dışı Fazla/GSMH	78
8	Reel Büyüme ve Faiz Oranlarındaki Değişmeler	80
9	Reel Kamu Gelirleri ve Faiz Ödemelerindeki Değişmeler	81
10	İç Borç Servisi/Konsolide Bütçe Gelirleri	82
11	İç Borç Faiz Ödemeleri/Konsolide Bütçe Gelirleri.....	84
12	İç Borç Stoku/Konsolide Bütçe Gelirleri	85
13	Faiz Dışı Fazla/GSMH Tahmini	88
14	İç Borç Faiz Ödemeleri/Bütçe Gelirleri Tahmini	88
15	İç Borç Servisi/Bütçe Gelirleri Tahmini	89
16	İç Borç Stoku/Bütçe Gelirleri Tahmini	89
17	İç Borç Stoku/GSMH Tahmini	90
18	Faiz Dışı Fazla/GSMH+Reel Büyüme Oranı Tahmini	90
19	Reel Faiz Oranı Tahmini.....	91
20	Reel Büyüme Oranı Tahmini	91
21	Reel Kamu Gelirlerindeki Değişim Tahmini.....	92
22	Reel Faiz Ödemelerindeki Değişim Tahmini	92

06. Kısaltmalar Listesi

ÇFIY	: Çoklu Fiyat İhale Yöntemi
DİBS	: Devlet İç Borçlanma Senedi
HIPC	: Heavily Indebted Poor Countries
GSMH	: Gayri Safi Milli Hasıla
GSYİH	: Gayri Safi Yurtiçi Hasıla
KİT	: Kamu İktisadi Teşebbüsü
KKBG	: Kamu Kesimi Borçlanma Gereği
IMF	: International Monetary Fund
OECD	: Organisation for Economic Co-operation and Development
ÖTBS	: Özel Tertip Borçlanma Senedi
TCMB	: Türkiye Cumhuriyeti Merkez Bankası
TFİY	: Tekli Fiyat İhale Yöntemi
TMSF	: Tasarruf Mevduatı Sigorta Fonu
TÜFE	: Toptan Eşya Fiyat Endeksi
vb	: ve benzeri, ve benzerleri

GİRİŞ

Devletler harcamalarının finansmanını sağlamak gibi mali bir amaç yanında bütçe sermaye ve mali piyasaların gelişimini sağlamak, para politikası uygulamak ve makroekonomik değişkenleri etkilemek gibi ekonomik amaçlarla kendi siyasi sınırları içerisindeki kişi ve kuruluşlardan borçlanmaktadır.

Devlet borçlarının bir ayrıma tabi tutulmasında çeşitli kriterler kullanılmakla beraber, bunlar arasında en çok kullanılan alacaklının milliyeti ve borcun sağlandığı piyasanın uyruğudur. Alacaklının milliyetine göre yapılan ayırmada; borçlanma kağıtları ülke vatandaşlarına satıldığında iç borç, yabancı ülke vatandaşlarına satıldığında ise dış borçlanmadan söz edilmektedir. Borç ayırımında kullanılan ikinci kriter borcun sağlandığı piyasanın uyruğudur. Bu kritere göre; milli piyasadan sağlanan borçlar iç borç, yabancı piyasadan sağlananlar ise dış borç sayılmaktadır.

Hazine borçlanma yetkisine dayanarak finansman ihtiyacını karşılamak için farklı yöntemlerle borçlanabilmektedir. Bunlar; ihale yöntemi, sürekli borçlanma, doğrudan satış ve halka arz yöntemleridir.

İç borç stokunun artışı sürdürülebilirlik tartışmalarını ortaya çıkarmıştır. Sürdürülebilirlik hakkında çeşitli tanımlamalar olmakla birlikte en basit haliyle kamu borç stokunun milli gelire oranının sabit kalmasıdır. Borç/GSMH oranını sabit tutmak için belirli miktarda faiz dışı fazla vermek gerekmektedir. Ancak, uygulamada faiz dışı fazla yaklaşımının riskleri vardır bunların da dikkate alınması gerekmektedir.

Borç miktarının artması borçların yönetimi konusunda hükümetlerin daha dikkatli olmalarını gerektirmektedir. Zira, sağlam makroekonomik politikalar borçlanmanın sürdürülebilirliği için ön şarttır. Hükümetin sorumluluğu, en düşük riski temin edecek şekilde optimal borçlanma yapısına ulaşmak ve piyasanın likitidesini arttıracak

uygulamaları yürütmektir. İç borç yönetiminin amacı, piyasa koşullarına göre finansman maliyetini minimize ederek finansman ihtiyacını karşılamak ve ekonomik şoklara karşı önlemler almaktır.

Borç stoku yüksek seviyelerde olan ülkelerde, makroekonomik istikrarın borçlanma dinamikleri ile yakın ilişkide olduğu, borçlanmanın sürdürülebilirliğine ilişkin beklentilerin ekonomik dengeler üzerinde belirleyici hale geldiği genel kabul görmektedir. Sürdürülemez borçlanma, fiyat istikrarını bozmakta, ekonomik büyümeyi engellemekte ve uzun dönemli makroekonomik politikaların uygulanmasını zorlaştırmaktadır.

Az gelişmiş ve gelişmekte olan ülkelerde kamu gelirlerinin düşük ve değişken olması, kamu harcamalarının büyük kısmının faiz ödemelerinden oluşması bu ülkelerin aşırı borçlanmalarında etkili olan unsurlardır. 1990'lı yılların ortalarından itibaren gelişmiş ülkelerin kamu borcu azalırken, gelişmekte olan ülkelerde kamu borcu hızla artmış, gelişmiş ülkelerin ortalama borç oranlarının üzerine çıkmıştır. Gelişmekte olan ülkelerin büyük çoğunluğunun son dönemde borç/GSMH oranını sabitleyecek kadar faiz dışı fazla veremediği görülmektedir. Yalnızca birkaç gelişmekte olan ülkede gerçekleşen faiz dışı fazla dengesi borç seviyesini, yani borç/GSMH oranını, sabitlediği görülmektedir.

Yüksek borç stokunu azaltmak için hükümetlerin elinde birkaç alternatif vardır. Bunların bazıları iç borç azaltımı ve yeni borçlanma seçenekleridir. Borç azaltımı, özellikle kısa vadeli sürdürülebilirliği sağlamak için gereklidir. Borç azaltımı; iç borçlanma baskısını azaltır, yeni borçlanma imkanlarını artırır, iç finansman maliyetlerini azaltarak ekonomik büyümeyi teşvik eder. Borç azaltımı, uzun dönemde gerekli olmayabilir. Bunun yerine ülkenin sürdürülebilir bir borçlanma yapısına sahip olabilmesi için borcun yapılandırılması yeterli olabilir.

Türkiye ekonomisi 1990'lı yıllarda giderek ağırlaşan bir iç borç sorunun etkisinde kalmıştır. Kamu iç borç stokunun büyüklüğü özel sektör kredilerini ve dolayısıyla yatırımları dışlamakta (crowding out), yüksek enflasyon ve gelir dağılımı dengesizliği başta olmak üzere bir çok ekonomik sorunun oluşumu üzerinde etkili olmaktadır. İç borç stokunun sürekli olarak ve hızlı şekilde büyümesi, reel faizlerin yüksek olması ve vadelerin

kısa olması sürdürülebilirlik tartışmalarını ortaya çıkarmıştır. Bu süreç özellikle 2001 yılındaki finansal krizden sonra hız kazanmıştır.

Borç stokunun çok yükselmesi ve hükümetlerin borçlarını ödeyemez duruma düşmeleri mümkündür. Ancak bu duruma düşmeden önce hükümetler mevcut politikalarda değişiklik yapmaktadırlar. Bununla birlikte, Türkiye’de borçlanma politikalarında 1998 yılına kadar herhangi bir değişiklik yapılmamıştır. Borçlanma politikalarında ilk değişiklik, 1998 yılında hükümetin borçlanma yetkisinin bütçe gelir-gider farkının %15’le sınırlandırılmasıdır. Borçlanma politikalarında ikinci değişiklik olarak, birinci politika değişikliği yanına “faiz dışı fazla” aracı eklenmiştir. Türkiye, ancak 1999 yılından itibaren aktif olarak iç borçlanma politikasını değiştirmeyi ve borçlanmayı bir finansman aracı olmaktan çıkarmayı hedeflemiştir

Türkiye’de iç borç stokunun sürekli artmasındaki temel unsurlar; etkin bir vergi sisteminin olmayışı, kamu harcamalarının yeterli bir disiplin altında yapılmaması, kayıt dışı ekonominin büyüklüğü, ekonominin her kesimindeki sermaye birikimi ve verimliliğin düşüklüğüdür. Ayrıca, konsolide bütçe dışındaki kuruluşların finansman açıkları da iç borç stokunun artmasında etkili olmaktadır.

Türkiye’de iç borç stokunun sürdürülemez seviyede olmasının en büyük nedenlerinden biri reel faiz oranlarının çok yüksek düzeylerde gerçekleşmesi ve vade yapısının kısa olmasıdır. Nitekim, borç yükü Türkiye’den daha yüksek olan Belçika, İtalya ve Yunanistan gibi AB ülkelerinde borç stokunun vadesi uzun ve faizleri düşük olduğu için hiçbir mali sıkıntı yaşanmamaktadır.

Çalışma çerçevesinde Türkiye’de iç borçları sürdürülebilirliği oransal analiz yöntemiyle incelenmiştir. Buna göre, Türkiye’de iç borçların sürdürülebilirliğinin 1990’lı yılların ortalarından itibaren bozulmaya başladığı ancak bu yıllarda sürdürülebilir olduğu gözlenmiştir. Bununla birlikte, 1994 yılından itibaren tehlike altına giren iç borçlanma 1996, 2001, 2002 yıllarında sürdürülemez düzeylere ulaşmıştır. 2003 yılından itibaren iç borçlar sürdürülebilir seviyelerde bulunmaktadır. Uygulanmakta olan program ile iç borç stokunun milli gelire oranında ve faiz oranlarında gerçekleşen azalma ve vade yapısında

sağlanan gelişmeler iç borçların sürdürülebilirliğini sağlamakla birlikte borç dinamikleri henüz arzu edilen düzeye ulaşmamıştır.

Geleceğe yönelik olarak yapılan trend tahmin yöntemi sonuçlarına göre de çalışmada kullanılan veriler ışığında ve bugünkü şartlar altında 2004 ve 2005 yıllarında iç borçların sürdürülebilir olacağı öngörülmüştür.

Bu çalışmanın amacı yukarıda da kısaca değinildiği üzere giderek önemi artan iç borçların sürdürülebilirliği hakkında teorik bilgi vermek ve bu bilgiler ışığında Türkiye açısından bir sürdürülebilirlik analizi yapmaktır.

İlk bölümde, iç borçlanma ile ilgili genel bilgiler başlığı altında iç borçların sürdürülebilirliğini doğrudan ve dolaylı olarak etkileyen iç borçlanma yetkisi, sınırları ve iç borçlanma yöntemleri ele alınmıştır.

İkinci bölümde, borçlanmanın sürdürülebilirliği kavramı açıklanmış, iç borçların sürdürülebilirliğini ölçmede kullanılan yöntemler, sürdürülebilir borçlanmanın nasıl sağlanacağı ve sürdürülemez borçlanmanın etkileri incelenmiştir.

Üçüncü bölümde, gelişmekte olan ülkelerde iç borçların özellikleri ve sürdürülebilirliği ve aşırı borç yükünü hafifletebilmeleri için iç borç azaltımı ve yeni borçlanma seçenekleri irdelenmiştir.

Dördüncü bölümde, Türkiye’de iç borçlanma alanında meydana gelen gelişmeler ele alınmış ve ekonomik literatürde kabul gören göstergeler ışığında iç borçların sürdürülebilirliği incelenmiştir. Bu bölümde, ayrıca trend tahmin yöntemi kullanılarak Türkiye’de iç borçların sürdürülebilirliği incelenmiştir.

BİRİNCİ BÖLÜM

1. BORÇLANMA İLE İLGİLİ GENEL BİLGİLER

10. Devlet Borçlanması

Yönetim şekline bağlı olmaksızın, bütün devletler kendisine yüklenen fonksiyonları gerçekleştirebilmek için harcama yaparlar. Ulus devletlerin ortaya çıkışından beri kamu maliyesi alanında yapılan gözlemler, kamu harcamalarının gittikçe arttığını ortaya koymaktadır. Devletin, bu harcamaları karşılaması için kamu geliri elde etmesi kaçınılmazdır.

Kamu gelirlerinin başlıcaları; vergi, resim, harç, mülk ve teşebbüs gelirleri, vergi ve para cezaları gibi gelirlerdir. Eğer kamu harcamaları, kamu gelirleri ile karşılanamıyorsa devlet başka kaynaklarla bu açığı kapatmaya çalışacaktır. Bazen, olağanüstü nedenlerle ortaya çıkan kamu harcamaları devleti iç ve dış piyasalardan borç bulmaya yöneltir.

Borç, kelime olarak, ödünç alınmış herhangi bir şey karşılığında yerine getirilmesi gereken yükümlülüktür. Borçlanma ise, belirli bir süre sonra geri ödenmek üzere para ve benzeri değerlerin ödünç alınması işlemidir.

Devlet borçlanması, devletin belirlenen bir takvime göre, önceden tayin edilen hakların sahiplerine faiz ve/veya anapara ödemeleri yapmasına ilişkin yasal bir yükümlülüktür. Devlet borçlanması, hükümetin bireyler, kamu ve özel kurumlar, ticari bankalar, sigorta kurumları ve diğer idarelerden borçlanmasından kaynaklanır.

Devlet borçları veya kamu borcu ileride toplanacak vergilerle ödeneceğinden; vergi gelirlerinin bugüne iskonto ettirilmesi olarak da tanımlanabilir. Bu nedenle, borçlanma vergilendirmenin bir alternatifidir ve bu yaklaşım doğrultusunda devlet borçlanması, ileride toplanacak vergilerin belirli bir iskonto oranı üzerinden bugünkü değerine indirgenip satılması anlamına gelmektedir.

İktisat literatüründe “Kamu Kredisi”, “Kamusal Kredi”, “Devlet Borcu”, “Kamu Borcu”, ve “Kamusal Borç” gibi deyimler birbirleriyle aynı anlamda kullanılmaktadır.

Bilimsel olarak ilk defa Charles Davemont tarafından 1710, David Hume tarafından da 1752’de inceleme konusu yapılan devlet borçlanması ile A. Smith, Ricardo, J. B. Say, A. P. Lerner, E. Horris, A. G. Hart, H. G. Moulton vb. iktisatçılar ilgilenmişlerdir.

Klasik maliyeciler, Devlet borçlanmasını asla gerçek bir gelir olarak görmezler. Devletin asıl gelir kaynağının vergi ve vergi benzeri gelirlerin oluşturduğunu ifade etmektedirler. Klasiklere göre, kamu harcamalarını karşılamak için yapılan borçlanma, bugün alınması gereken vergilerin geleceğe ertelenmesidir. Bu açıdan bakıldığında borçlanma iyi bir gelir sayılmaz. Çünkü, borçlanma bütçe açıkları veya daha geniş kavramla kamu sektörünün finansman ihtiyaçlarını karşılamak zorunluluğundan ileri gelmektedir. Bu düşüncenin sonucu olarak, çoğunlukla büyük boyutlu harcamaların borçlanma yoluyla karşılanması gerektiği savunulmuştur.

Ancak, ilerleyen zaman içerisinde, özellikle 1929 yılında ortaya çıkan Büyük İktisat Buhranı’ndan sonra devletin iktisadi olaylara daha aktif bir biçimde katılması gereği ortaya çıkmıştır. Kamu harcamalarının artmasının sonucunda vergi ve benzeri kamu gelirleri yetersiz kalınca, birçok devlet borçlanmak zorunda kalmıştır.

Modern mali görüşe göre ise, devletin borçlanması kamu gelirleri ve kamu giderleri arasında denge ve uyum sağlanamamasından kaynaklanmıştır. Bütçe gelirleri ve giderleri arasında zaman itibariyle denkleştirme sağlayabilmek için zaman zaman kısa vadeli borçlanmak zorunda kalınmış ve kısa vadeli hazine bonoları ihraç edilerek devlet harcamalarına karşılık bulunmuştur. Borçlanma modern maliyeye göre kamu gelirlerinin öne alınmış bir şekli değil, hukuki bir kamu geliri olarak kabul edilmektedir.

Bu gelişim içerisinde, devlet borçları günümüzde ekonomi ve özellikle maliye ilmi içinde gittikçe artan bir önem taşımaktadır. Devlet borçları aynı zamanda, maliye politikasının araçlarından biridir ve genel ekonomi politikası yönünden büyük önem taşımaktadır.

11. Devletin Borçlanma Yetkisi

Türkiye’de borçlanma yetkisi Anayasa’nın 87. maddesi gereği kanunla düzenlenir. Kanunların hazırlanması ve çıkarılması büyük ölçüde hükümetlerin denetimlerinde olduğundan, borçlanma yetkisinin tek sahibi iktidardır.

Devlete borçlanma yetkisi veren maddeler çeşitlidir. Borçlanma yetkisinin birden çok kanunla düzenlenmesi kanunlar arasında karmaşa ve çelişkilere sebep olmaktadır. Üstelik borçlanma yetkisi veren kanunların hiçbirinde borçlanma miktarını belirleyen bir madde yer almamaktadır. Bütçe Kanunu, Merkez Bankası Kanunu, Belediyeler Kanunu, Kamu İktisadi Teşebbüslerinin kuruluş kanunları devlete borçlanma yetkisi veren kanunlardır.

Türkiye’de merkezi devlet örgütünün borçlanma gerçekleştirmek ve borçları yönetmek görevi 1985 yılına kadar Maliye ve Gümrük Bakanlığı tarafından kullanılmaktaydı. 1987 yılında Bütçe Kanununun 37/a maddesinde yapılan değişiklikle bu yetki Hazine ve Dış Ticaret Müsteşarlığınca yürütüleceği belirtilerek, bu yetkinin söz konusu müsteşarlığa devredildiği görülmektedir. 9 aralık 1994 tarih ve 4059 sayılı kanunla iç borçlanma yetkisi Hazine Müsteşarlığına verilmiştir.

Borçlanma ile ilgili işlemler Hazine Müsteşarlığı, Kamu Finansmanı Genel Müdürlüğü İç Borç Birimi tarafından yürütülmektedir. Hazine borçlanma miktarını planlarken mali açık başlangıç noktası olarak alınmaktadır. Yıllık borç servisi ve nakit ihtiyacı tahmin edilmekte ve finansman ihtiyacı buna göre belirlenmektedir. Toplam borçlanma ihtiyacı nakit akımlarının mevsimsel özellikleri de dikkate alınarak aylık olarak tahmin edilmektedir (EMİL-GELBERİ, 1996, s.57).

KİT’lerin iç borçlanmaları kendi kuruluş kanunlarına ve Hazine kefaletine dayanılarak gerçekleştirilmektedir. KİT’lerin borçlanmasında bu kuruluşların yöneticileri yetkilidir. Merkez Bankası Kanunu’nun 50. maddesine göre Merkez Bankası, KİT Bonoları karşılığında KİT’lere avans verebilir.

Yerel yönetimlerde de merkezi idarenin verdiği yetkiler içinde borçlanmalarını gerçekleştirmektedir. Yerel yönetimler iç borçlanmada İller Bankasının kefaletini alarak istediği miktarda borçlanabilir.

Ayrıca Hazine, hazine bonoları çıkartarak banka ve bankerler ile gerçek ve tüzel kişilerden borçlanabilme imkanına Bütçe Kanunları sahiptir. Hazine bonoları satışında Bütçe Kanununun ile süre konulduğu halde miktar yönünden bir sınırlama getirilmemiştir. Ekonomik şartlara göre bono satılmasına imkan vermektedir.

Hazine Müsteşarlığı Bütçe Kanunu'ndan aldığı yetki ile kısa vadeli borçlanmaları Merkez Bankası Kanununa dayanarak gerçekleştirmiştir. Kısa Vadeli Avans (KVA) kullanımı 1995 yılına kadar bütçe giderlerinin %15'i kadar iken 1995 yılında yılı bütçe giderleri ile önceki yıl bütçe giderleri arasındaki farkın %12'si olarak değiştirilmiş, takip eden yıllarda ise bu oran kademeli olarak %10, %6 ve %3'e indirilmiştir. Mayıs 2001 tarihinde yürürlüğe giren 4651 sayılı Merkez Bankası Kanunu'na göre bu tarihten itibaren KVA kullanımına son verilmiştir.

Günümüzde devlet, Bankalar Kanunu ve Sosyal Güvenlik Kuruluşları kanunlarındaki maddelerle zora dayalı borçlanmaya da başvurmakta, bankaları ve sosyal güvenlik kuruluşlarını kendisine borç vermeye zorlayabilmektedir (ÖZGEN, 2001, s.4).

12. Devlet Borçlanmasının Sınırı

Devlet borçlarının sınırı, borçların sürekli artışının ortaya koyduğu bir sorundur. Klasik iktisatçılar bilindiği gibi devletin çok ender durumlarda borçlanabileceği görüşünde idiler. Günümüzde ise bazı iktisatçıların devlet borçlanması için hiçbir sınır tanımamak gerektiği şeklinde düşüncelerine karşılık yine bazı modern iktisatçı ve maliyecilerin devletin borçlanırken belirli bir sınırı olması ve bunu aşmaması gerektiğini ileri sürdüklerini görmekteyiz.

Kimi iktisatçılar, devlet borçlarının devamlı arttırılabileceğini ve borçlar için bir sınır söz konusu olmaması gerektiğini ileri sürerler. Bu görüş, esas olarak gelişmiş ekonomilerde beliren devamlı durgunluğun giderilmesi için tam istihdam sağlanıncaya

kadar borçların arttırılmasını savunan Telafi Edici Maliye Politikası¹ görüşüdür. Bu noktada tam istihdamın sağlanması, yine de devletin borçlanması bir sınırı olduğunu ifade etmektedir. Doğal olarak, tam istihdam sağlandıktan sonra devletin borçlarının aynı hızla artmaya devam etmesi ekonomik dengesizliğin ortaya çıkmasına neden olacaktır (ERDEM, 1996, s.17).

Sınırlamayı savunanlardan Alvin Hansen'e göre "borç güvenilir sınırlar içinde oldukça, hiçbir sıkıntıya yol açmayacaktır". Bu görüşten yana olanlara göre devlet sonsuz olarak borçlanamaz. Belirli bir düzeyi aşan borç, milli ekonominin kaldıramayacağı ekonomik dengeyi bozucu etkilere yol açar. O halde genel olarak devlet borçlanmasının sınırını belirleyen unsurlar; ekonominin içinde bulunduğu koşullar ve makroekonomik değişkenlerdir. Devletin borçlanabilmesi mali gücüne bağlıdır. Eğer ülkenin güçlü bir mali yapısı var ve diğer ülkelere nazaran ekonomik olarak güçlü ise, daha fazla borçlanma imkanına sahiptir. Buna göre devlet borçlanmasının sınırını belirleyen faktörler; milli gelir düzeyi, vergilendirilebilir kaynaklar, finansal piyasaların derinliği, kamu harcamaları ve faiz haddidir (ULUSOY, 2001, s. 35).

Devlet borçlanmasını miktarı ve milli gelire oranı artıkça, söz konusu borçlar için ödenen faizler milli gelirin önemli bir kısmını yok edecektir. Artan anapara ve faiz ödemeleri nedeniyle devlet bütçesi de ağır bir yük altına girecektir. Bu durumda devlet, borcun anapara ve faiz ve diğer giderlerini ödeyebilmek için ya toplam harcamalarını kısmak yada gelirlerini dolayısıyla vergileri artırma zorunda kalacaktır. Ancak, devletin yapmak zorunda olduğu harcamalar bakımından bir sınır olduğu gibi vergilendirme bakımından vergilenebilir kaynaklar veya vergi kapasitesi gibi bir üst sınır vardır. Öte yandan borçlanmanın sınırını belirleyen bir faktör de faiz haddidir. Borca ödenen faiz haddi ne kadar düşük ise bütçeden ayrılan aynı miktardaki para ile daha fazla borcun faizi ödenebileceğinden, toplam borçların miktarı daha fazla artırılabilir (ERDEM, 1996, s.17).

Ödünç verilebilir fon arz düzeyi de borçlanmanın sınırının belirlenmesinde önemli bir unsurdur. Ödünç verilebilir fon arzının düşük düzeylerde olması durumunda borçlanmanın

¹ Telafi Edici Maliye politika, depresyon devrelerinde özel harcamalardaki yetersizlikleri giderme ve efektif talep seviyesini yükseltmek amacıyla kamu harcamalarının artırılmasını önermektedir.

enflasyonist olmaması için milli gelir artışı kadar borçlanmak gerekmektedir. Ayrıca, sosyal hasıla oranı ile borç seviyesi arasındaki oran da sınırın belirlenmesine yardımcı olabilir. Zira, borç servisini finanse etmek için vergilemenin zorunlu olması durumunda borç miktarı ne kadar yüksekse verginin de o derece yüksek olması gerekir. Tüm vergi sistemleri için bir sınır söz konusu olduğundan, borçlanma da vergilerle sınırlı olmalıdır. Bu sınırın aşılması ekonomik faaliyetlerde bir daralmaya yol açacaktır (ULUSOY, 2001, s. 35).

Türkiye’de borçlanmanın sınırı konusunda uygulanan yasal sınırlamalara baktığımızda; 1979 yılına kadar Bütçe kanunlarımızın 3. maddesinde gelir ve gider arasındaki açığın miktarı kadar iç borçlanma imkanın verilirken, 1978 Mali Yılı Bütçe Kanunu’ndan itibaren bu miktarın sınırını bir katına kadar artırabilme imkanı verilmiştir. 1 Ocak 2004 tarihinde yürürlüğe giren 4749 sayılı Kamu Finansmanı ve Borç Yönetiminin Düzenlenmesi Hakkındaki Yasa ile de bazı kısıtlamalar getirilmiştir. Yasa’ya göre; ilgili kamu kurum ve kuruluşları, belli ilkeler çerçevesinde o yıl ki bütçe kanununda belirtilen başlangıç ödenekleri toplamı ile tahmin edilen gelirler arasındaki fark miktarı kadar net borç kullanılabilecek. Bu limit, borç yönetiminin ihtiyaçları ve gelişimi dikkate alınarak en fazla %5 oranında artırılabilir.

Bu miktarın yeterli olmadığı durumlarda, ilave %5’lik tutar, Hazine Müsteşarlığının görüşü ve ilgili Bakanın teklifiyle Bakanlar Kurulunca artırılabilir. Bütçenin denk olması durumunda da borçlanma, anapara ödemesinin en fazla %5’i kadar yükseltilebilir. Borçlanma limiti değiştirilmeyecektir. Vadesinde nakden ödenenler hariç, çeşitli kanunlara dayanılarak ikrazen ihraç olunan özel tertip devlet iç borçlanma senetleri bu limitin hesaplanmasında dikkate alınmayacaktır (KAMU BORÇ YÖNETİM RAPORU, 2003, s.102).

Bununla birlikte, hazine bonosu satışlarında Bütçe Kanununda süre sınırlaması vardır ancak miktar sınırlaması yoktur. 1986 yılında başlatılan Hazine’ye Özel Tertip Devlet Tahvili (ÖTDT) satma yetkisi verilmesi uygulamasının 1989 yılından itibaren kapsamı genişletilmiş, ÖTDT’ler Bütçe Kanunlarında belirtilen borçlanma limitleri dışına alınmıştır. Devletin iç borçlanmada uyguladığı genel yöntem olan ihale yöntemi dışında kamu kuruluşlarının finansman ihtiyacını karşılamak için çıkarılan bu tahvillerle Devlet

uzun vadeli borçlar içinde sınırsız borçlanma imkanı elde etmiştir. ÖTDT uygulaması ile bütçe kanunlarındaki borçlanma sınırının anlamı kalmamıştır.

13. İç ve Dış Borç Ayırımı

Devlet borçlarının bir ayrıma tabi tutulmasında çeşitli kriterler kullanılmakla beraber, bunlar arasında en çok kullanılan alacaklının milliyeti ve borcun sağlandığı piyasanın uyruğudur.

Alacaklının milliyetine göre yapılan ayırmada; borçlanma kağıtları ülke vatandaşlarına satıldığında iç borç, yabancı ülke vatandaşlarına satıldığında ise dış borçlanmadan söz edilmektedir.

Buna göre satışa çıkarılan tahvilleri Türkiye’de oturan yabancı ülke vatandaşlarının satın alması halinde dış borçlanmadan bahsedilirken; buna karşılık Türkiye’nin dış piyasalarda satışa çıkardığı tahvillerin yabancı ülkede oturan Türk vatandaşları satın aldığı ise iç borçlanmadan bahsedilmektedir. Birinci durumda, milli ekonomiler arasında herhangi bir ilişki söz konusu değilken, ikinci durumda ülke içi kaynaklarda bir artış olacağından ve borçlanma dış ödeme bilançosunu da etkileyeceğinden alacaklının uyruğu borç ayırımında yeterli bir kriter olmayacaktır.

Borç ayırımında kullanılan ikinci kriter borcun sağlandığı piyasanın uyruğudur. Bu kritere göre; milli piyasadaki sağlanan borçlar iç borç, yabancı piyasadaki sağlananlar ise dış borç sayılmaktadır (ULUSOY, 2001, s.55). İç piyasadaki sağlanan borçlar milli para ile karşılanırken, dış piyasadaki sağlanan borçlar yabancı para ile sağlanır.

Nitelik açısından, iç borçlar satınalma gücünün özel ve kamu kesimi arasında el değiştirmesidir. İç borçlanmada ülkenin kullanabileceği kaynaklara ek bir kaynak yoktur. Borçlanma yoluyla kaynakların dağılımı değiştirilir.

14. İç Borçlanma Nedenleri

Devletler, gerek harcamaların gelirlerden daha fazla olması durumunda harcamaların finansmanını sağlamak gibi mali bir amaçla gerekse ekonomi üzerinde bir takım etkiler yaratmak gibi çeşitli ekonomik amaçlarla kendi siyasi sınırları içerisindeki kişi ve kuruluşlara başvurarak borçlanabilir. Ayrıca, sermaye ve mali piyasaların gelişmesini ve derinleşmesini sağlamak, bütçe açıklarını finanse etmek, para politikası uygulamak amacıyla iç borçlanmaya başvurabilir (JONSON, 2001, s.8).

Devleti iç borçlanmaya iten nedenler genel olarak aşağıdaki gibi özetlenebilir (MEFMI STUDY, 2001, s.9);

- Mevcut vergi oranlarının artırılması veya yeni vergiler konmasının ekonomik, teknik veya siyasi bakımdan zorluğundan dolayı iç borçlanmaya başvurabilir.
- Devlet, vadesi gelen bir iç borcu ödeme olanaklarından yoksun ise eski borcunu ödemek amacıyla yeniden borçlanmak amacıyla iç borçlanmaya başvurabilir.
- Dış borç krizleri; büyük miktarda dış borç servisini karşılamak için iç borçlanmaya başvurulmaktadır.
- Finansal piyasaların liberizasyonu faiz oranlarının yükselmesine neden olmaktadır. Bu nedenle, borç servisini karşılamak problemlidir. Bu da borç servisini karşılamak için iç borç piyasasının oluşmasına neden olmaktadır.
- Geniş kamu sektörünün ve özellikle kamu kuruluşlarının finansman ihtiyaçlarını karşılamak amacıyla devlet iç borçlanmaya başvurabilir.
- Özellikle gelir ve tasarrufları etkileyen dış ve iç şoklar nedeniyle ortaya çıkan finansman ihtiyacı borçlanmayı zorunlu kılabilir.
- Sınırlı vergi sisteminin varlığından dolayı kamu gelirlerinin yetersizliği iç borçların artmasına neden olmaktadır.

Bunlarla birlikte iç borçlanma gelişmiş ekonomilerde genellikle bir “toplam talep yönetimi” aracı olarak kullanılmaktadır. Hükümetler toplam talep fazlasının yaşandığı dönemlerde bütçe fazlası yoluyla talebi kontrol etmek için iç borçlanma yoluna gitmektedirler. Bunun yanında hükümetler üretken altyapı yatırımlarının finansmanı için de iç borçlanmaya başvururlar. Türkiye’de ise iç borçlanma hiçbir zaman bir toplam talep

yönetim politikası olarak gündeme gelmemiştir. Kamu bütçesi açık verdiği için iç borçlanma bütçe açıklarının finansmanı için kullanılmaktadır. Nitekim, son yıllarda yapılan yeni borçlanmalar mevcut borç stokunun anapara taksiti ve faiz ödemelerini karşılama amacına yönelik hale gelmiştir (KALAYCI ve diğerleri, 2004, s.83).

Bu bağlamda, Türkiye’de iç borçlanma ile ilgili sorunları ifade edecek olursak (KALAYCI ve diğerleri, 2004, s.83);

- Borç stoku ağır bir reel faiz yükü altındadır ve hızla büyümektedir.
- Kamu iç borçlanmasında vade çok kısadır.
- Kısa vadeli ve yüksek faizli iç borçlanma, kamu açıklarının ve enflasyonun yükünü toplum kesimleri arasında adaletli bir biçimde dağıtmamaktadır.
- Devlet tahvilleri ve hazine bonoları vergiden muaf oldukları gibi, tahvil ve bono faiz gelirleri de kurumlar vergisi matrahından düşülebilmektedir. Sağlanan bu vergi avantajları nedeniyle kamu kağıtlarının net gelirleri net faiz oranlarını üzerindedir.
- Yüksek iç borç faiz oranları, piyasadaki diğer faiz oranlarının yükselmesine neden olmaktadır.
- Mali yapı bozulmakta ve bankalar esas işlevini yapamamaktadır.
- İç borç yükü belirsizliği artırmakta ve faiz oranları yoluyla özel yatırımları olumsuz yönde etkilemektedir.
- Kısa dönemli makroekonomik yönetimi zorlaştırmaktadır

15. İç Borçlanma Yöntemleri

Hazine, Devlet Tahvili ve Hazine Bonosu olmak üzere iki çeşit İç Borçlanma Senedi ihraç etmektedir. Devlet Tahvilleri 1 yıl ve daha uzun vadeli, Hazine Bonoları ise 1 yıldan kısa vadeli iç borçlanma senetleridir.

Borçlanma maliyetini belirleyen iki etmen vardır. Bunlar; risk primi ve likitide primidir. Likitide primi; hazine kağıtlarının paraya çevrilebilirliğidir. Risk primi ise kağıtların; faiz oranı, vade ve anapara geri alınabilirliği unsurlarını belirlemektedir (ÇAŞKURLU, 2002, s.36). Borçlanma yöntemleri, kamu kağıtlarının risk primini

belirleyen etmenlere göre farklı şekillerde uygulanabilmektedir. Bu yöntemler şu şekilde sıralanabilir:

150. İhale Yöntemiyle İhraç Edilen İç Borçlanma Senetleri

Hazine, ihale yöntemiyle iç borçlanmada başlıca iki yöntemi kullanmaktadır. Bunlardan birincisi Çoklu Fiyat İhale Yöntemi (ÇFİY) ikincisi ise, Tekli Fiyat İhale Yöntemi (TFİY)'dir. Hazine, ilk defa 1985 yılının ikinci yarısında ihale yöntemini kullanmaya başlamıştır.

Çoklu Fiyat İhale Yöntemi(ÇFİY)

ÇFİY (Multiple Price Auction), alıcıların tekliflerinin en yüksek fiyattan en düşük fiyata (en düşük faizden en yüksek faize) doğru sıralanıp, belirlenen fiyatın üzerinde teklif veren alıcıların teklif ettikleri fiyattan satış işlemi yapılmaktadır.

ÇFİY'yle Hazine İhalesi üç ayrı şekilde uygulanabilir. Hazinenin borçlanma vadesi ve borçlanmak istediği miktarı ilan edip faizin oluşumunu ihaleye bıraktığı yöntemde; Hazine borçlanacağı miktar ve vadeyi belirleyerek ihaleyi açar ve daha önce belirlemiş olduğu en üst seviyeye kadar yapılan teklifleri kabul eder. Bu yöntemde ihaleye katılan taraflar farklı faizlerde tahvil alım teklifi verme olasılığına sahip olduklarından ihalede birden fazla fiyat oluşabilmektedir (EĞİLMEZ, 2001, s.77).

Hazinenin borçlanma vadesini ve ödemeyi planladığı faizi belirleyip, miktarı ihaleye bıraktığı yöntemde; Hazine hangi vade ile hangi azami faizi ödemek suretiyle borçlanmak istediğini belirleyerek borçlanacağı miktarın belirlenmesini ihaleye bırakır. Böylece tahvil almak isteyenlerin faiz tekliflerini üst üste sıralayan Hazine, ödemeyi planladığı azami faiz oranına ulaştığında ihaleyi keserek satacağı miktarı belirlemiş olur (EĞİLMEZ, 2001, s.77).

Hazinenin borçlanma vadesini belirleyip borçlanacağı miktar ve faizi ihaleye bıraktığı yöntemde; Hazine yalnızca borçlanma vadesini belirlemektedir. İhale sonrasında gelen

teklif ve miktarlar değerlendirmeye tabi tutularak istenilen miktar ve faiz düzeyinde olan teklifler kabul edilmektedir.

FİY'yle borçlanmada uygulamalara bakıldığında genel olarak borçlanma ihalelerinde belirsizlik ne kadar büyük olursa faizin de o kadar yüksek olduğu görülmektedir. Bu nedenle yaygın olarak kullanılan ihale yöntemi Hazinesinin miktar ve vadeyi belirleyip yalnızca faizin belirlenmesini ihaleye bıraktığı FİY'dir (EĞİLMEZ, 2001, s.85).

Çoklu Fiyat uygulamasında ikinci yöntem dışındaki uygulamalarda aynı tahviller için farklı faizlerin ödenmesi söz konusudur. Bu nedenle, ihaleye katılan tarafların yüksek faiz ödeme riski ile karşılaşmamaları için diğer yatırımcıların tekliflerini de göz önünde tutmaları gerekmektedir (ULUSOY, 2001, s.86).

Çoklu fiyat ihalelerinde, genel faiz seviyesinin altında teklif vererek, zarar etmek istemeyen yatırımcıların teklifleri genellikle TFİY'nde oluşan fiyatlardan ortalama olarak biraz daha düşük olduğu söylenebilir. Özellikle, çok likit piyasalarda FİY genellikle Hazineye net kazanç sağlar (MYLONAS ve diğerleri, 2000, s.15). FİY'nde ihaleye katılanlar, ihalede oluşan ortalama fiyatın çok ötesinde bir fiyat ödeme riski olduğu için, tekliflerini belirlerken ihaleye katılan diğer yatırımcıların tekliflerini de gözönünde bulundurmaları zorundadırlar. Bu nedenle, teklif verenler piyasa araştırması yapma yoluna gitmektedirler. Böylece ihalenin ortalama fiyatı, normalde olabilecek fiyattan daha düşük olabilmektedir (GÜRLER, 1997, s.164).

FİY uygulamasında belirgin olan tüketicisi artığının ihaleyi kazananların elde etmelerini engelleyici bir yapıya sahip olduğu da söylenebilir (İNCE, 1996, s.83). Çünkü, ihaleyi kazananlar teklif ettikleri fiyatı ödemekte, dolayısıyla tüketicisi artığı Hazine'ye kalmaktadır.

Tekli Fiyat İhale Yöntemi(TFİY)

Tekli Fiyat İhale Yöntemi (Uniform Price Auction) tekliflerin en yüksek faizden en düşük faize doğru sıralanıp ihalenin kesildiği faizin tüm tekliflere uygulandığı sistemdir.

Hazine, 1994 yılına kadar ÇFİY uygulamış, bu tarihten itibaren TFİY uygulamasına geçmiştir. Bu yöntemle geçilmesindeki amaç her katılımcının verdiği fiyat ne olursa olsun en yüksek getiriyi elde edeceği için risk ve belirsizlik unsurunun azalması, maliyetin düşmesidir. Hazine, 2004 yılında tekrar ÇFİY'ne geçmiş bulunmaktadır.

TFİY ilk bakışta borçlanma maliyetleri artırıyormuş gibi değerlendirilmesine rağmen, belirli koşullar altında genel faiz teklifi seviyesini aşağıya çekebilen bir etkiye sahiptir. Özellikle, piyasalarda faiz dalgalanmalarının yüksek olduğu dönemlerde tek fiyat ihalesi, yatırımcılara ihalede oluşacak en yüksek faizi garanti ettiğinden yatırımcılar daha güvenli teklif verebilmekte, bu durum genel faiz teklifi seviyesini aşağıya çekebilmektedir (EMİL, 2003, s.17).

TFİY'nde, ödemeyi düşündükleri fiyatla ihalede oluşan fiyat arasındaki pozitif fark (tüketici artığı) alıcılara kalmaktadır. Diğer taraftan TFİY'nde ihaleye katılmak ayrı bir uzmanlık gerektirmeyeceği için ihaleye katılım ve daha rekabetçi tekliflerin gelme olasılığı artacaktır. Dolayısıyla, ilk bakışta TFİY'yle satışların Hazineye daha düşük gelir sağlayacağı düşünülse de, Devlet İç Borçlanma Senedi (DİBS)'ne olan talep yeteri kadar esnek olduğunda, yani talep miktarının Hazine'nin ödeyeceği yüksek faizi karşılayacak kadar artırılabilirdiği durumlarda Hazine daha yüksek gelir elde edebilecektir (GÜRLER, 1997, s.164).

Ayrıca, bankaların rekabetçi olmayan fiyatlarla(birbirine yakın fiyatlarla) ihalelere katıldıkları ve ihalelerdeki paylarının büyüklüğü ve böylece tekel konumunda oldukları dikkate alındığında TFİY'nin bankacılık dışındaki kesimlerin de ihaleye katılmalarını teşvik edeceği düşünülebilir. Bu suretle, bankaların piyasadaki tekel nitelikleri kırılabilir (GÜRLER, 1997, s.164).

Ayrıca, bu yöntem 1994 yılında uygulamaya konulan devlet kağıtlarından stopaj uygulamasını kolaylaştırmıştır. Bununla birlikte 01.01.1994 tarihinde uygulamaya konulan Devlet Tahvilleri ve Hazine Bonoları faiz gelirlerinden %5 oranında stopaj uygulaması ekonomik konjonktürdeki olumsuz gelişmelerden dolayı Hazinesinin TFİY'nden beklentilerini olumsuz yönde etkilemiştir. Devlet kağıtlarından vergi kesintisi uygulaması 1.11.1996 tarihinde uygulamadan kaldırılmıştır.

1500. İskontolu Senetler

Faiz ödemesi anapara ile birlikte vade sonunda olan senetlerdir. Hazine ıskontolu senet ihalesinde alıcılara örneğin altı ay vadeli 100 TL'lık kağıdı kaç liradan almak istediklerini sorar. Eğer ihalede alım fiyatı 90 TL olarak belirlenirse, alıcı Hazineye 90 TL ödeyip altı ay sonrasının vadesini taşıyan 100 TL'lık kağıdını alır.

İhale yöntemi ile ihraç edilen Devlet Tahvili ve Hazine Bonosu genellikle kuponsuz senetler olup, ıskontolu olarak satılmaktadır. Mayıs 1985 ve Ekim 1986 tarihleri arasında 6 aylık Hazine Bonosu ve 1 yıllık Devlet Tahvili olmak üzere iki çeşit senet ihale yoluyla satılmıştır. Hazine, ihalelerde Mayıs 1985'den Kasım 1996'ya kadar ÇFİY'ni kullanmıştır. 1.11.1996 tarihinden itibaren TFİY'ne, 1.10.1998 tarihinden itibaren de tekrar ÇFİY'ne geçilmiştir (DPT, 2001, s.90)

1501. Enflasyona Endeksli Senetler

Endeksli senet, tahvil ihracının belirli mallara bağlanmış olmasıdır. Enflasyonun devlet borçlanması açısından yarattığı sakıncaları enflasyona endeksli tahvil ihracıyla kırmak mümkündür. Bu sayede endeksli tahviller tasarrufçu kurumları ve yatırımcıları enflasyona karşı korur. Endeksli olarak ihraç edilen tahviller piyasadaki cari faiz oranına ve ihraç edilecek tahvillere göre devlete daha ucuza fon temin edebilirler (TÜRK, 2002, s.312).

Bununla birlikte, enflasyona endeksli tahvillerin enflasyon sebebiyle borç yükünün hafiflemesini önlemesi, enflasyon dönemlerinde tüketim artışlarını teşvik etmeleri ve enflasyonun kontrol altına alınması konusunda hükümet üzerinde baskıyı azaltması gibi sakıncaları söz konusudur.

Türkiye'de 1997 yılında ihale yöntemi ile 2 yıl vadeli ve 3 ayda bir faiz ödemeli enflasyona endeksli senet ihracına başlanmıştır. Senetler 100.000 TL nominal değerli olarak ihraç edilmekte, reel kupon faizi ihale yöntemi ile belirlenmekte ve ihalede kabul edilen en yüksek kupon faizi kazanan bütün tekliflere uygulanmaktadır. Her faiz ödeme döneminde anaparadaki artış enflasyon oranında değerlendirilmektedir. Ocak 1998'den

itibaren 1 yıl vadeli, vade sonu kupon ödemeli Toptan Eşya Fiyat Endeksi (TÜFE)'ne endeksli yeni bir Devlet Tahvili ihracına başlanmıştır (DPT, 2001, s.99).

1502. Sabit Faizli, Kuponlu Devlet Tahvilleri

Faiz ödemesi kupon dönemlerinde, anapara ödemesi vade sonunda olan senetlerdir. Hazine, mevcut piyasa faizlerinin yüksek olduğu dönemlerde borçlanmanın vadesini kısaltarak uzun vadeli maliyetlerinde bir düşüş gerçekleştirmeye çalışmaktadır. Faiz oranlarının düşmesinin beklendiği dönemlerde ise uzun vadeli borçlanmak yüksek bir reel maliyet riski meydana getirmektedir. Hazine bu riskler arasında bir denge kurmak ve borcun vadesini daha uzun döneme yaymak amacıyla 1999 yılı başından itibaren 2 yıl vadeli, sabit faizli 3 ayda bir kupon ödemeli tahvillerin ihracına başlamıştır. Piyasa katılımcılarından sabit kuponlu bu tahvil için nominal değer üzerinden bir fiyat vermeleri ihale yoluyla istenmektedir (DPT, 2001, s.99).

1503. Değişken Faizli Devlet Tahvilleri

Hazine, iç borç stokunun vadesinin uzatmak amacıyla, Temmuz 1999 tarihinden itibaren Değişken Faizli Devlet Tahvili ihracına başlamıştır. Hazinesinin borcun vadesini sabit getirili enstrümanlar ile uzatması durumunda söz konusu tahvillerin üzerindeki faiz riski yatırımcılar üzerinde kalmakta, faiz oranlarının yükseldiği alıcıların fonlama maliyetlerinin düşmediği durumlarda alıcılar zarara uğramakta, faiz oranlarının düştüğü durumlarda alıcılar kar elde edebilmektedir. Hazine açısından ise anti-enflasyonist politikaların uygulandığı faiz oranlarının düştüğü bir durumda Hazine sabit getirili uzun vadeli borçlandığı zaman reel maliyetlerinde bir artış olmakta, enflasyon artığında ise reel maliyetlerinde bir azalma olmaktadır (http://www.treasury.gov.tr/duyuru/basin/egisken_faiz20020118.pdf). Söz konusu değişken faizli tahvil ile Hazine bir taraftan faiz riskini üstlenirken diğer taraftan vade uzatımı yoluyla borcunu yenileme (roll-over) riskini azaltmayı hedeflemektedir (BOR, 2003, s.49). Bu kapsamda, 2 yıl vadeli 3 ayda bir kupon ödemeli tahviller ihraç etmeye başlanmıştır. Tahvillerin kupon ödemeleri 3 ay vadeli hazine bonusu ihalelerine endekslenmektedir.

Değişken faizli tahviller yapısı gereği faiz oranlarındaki değişimlere karşı fiyat tutarlılığı sonraki kupon tarihine kalan süre ile orantılı olmakta dolayısıyla fiyat yapısı bir anlamda 3 ay vadeli bir bonoya benzemektedir. Dolayısıyla alıcılar bu tahvilleri alarak büyük bir faiz riski üstlenmemiş olacaktır.

Ayrıca, bu uygulamaya çerçevesinde kamu ve fon bankalarına değişken faizli Özel Tertip Borçlanma Senedi²(ÖTBS) verilerek, bu bankaların gecelik borçlanma piyasasından çekilmeleri sağlanmaktadır. Ayrıca, ÖTBS'nden elde edecekleri faiz gelirleri de bu bankaların piyasalardan borçlanma ihtiyaçlarını azaltmaktadır. Hazine'nin de iç borçlanma senetlerine yönelik fon arzını artırarak iç borçlanma ihtiyacının daha düşük faizlerle karşılamasına imkan vermektedir (SERDENGEÇTİ, 2001, s.25).

151. Sürekli Borçlanma(Tap+Konsinye)Yöntemi

Bu yöntem, ihale yöntemindeki ihale dönemlerine ve ilan edilen vadelere bağlı olarak borçlanma yerine sürekli olarak ve çeşitli vadelerle borçlanmayı mümkün kılan bir yöntemdir. Satışa çıkarılan tahviller sabit veya değişken faizli olabilmektedir. İhale yönteminin yanısıra bu yöntemde tahvil satılmasının en önemli yararı, ihale gününü beklemeden her an satın alınabilecek tahvillerin bulunmasıdır (EĞİLMEZ, 2001, s.84).

Ekim 1988'de Hazine, iç borçlanmanın vadesini uzatmak ve faiz ödemelerinde rahatlama sağlayabilmek için "Tapping" (Musluk Yöntemi) adı altında bu yöntemi kullanmaya başlamıştır. Bu yöntemde, DİBS daha önceden belirlenmiş fiyatlardan Merkez Bankası kanalıyla satışa sunulmaktadır. Bu amaçla Hazine, yatırımcıların istedikleri zaman satın alabilecekleri uzun vadeli sabit veya değişken faizli tahvilleri Merkez Bankası'na depolamaktadır. Yatırımcılar tarafından alınıncaya kadar bu tahvillerin mülkiyeti Merkez Bankasına aittir. Merkez Bankası tap satışları süresince sadece aracı ve depolayıcı görevi görmektedir. Tahvillerin iskonto oranı, ihraç tarihi, ihraç miktarı ve ihraç koşulları Hazine tarafından belirlenmektedir

² Özel Tertip İç Borçlanma Senetleri ; ilgili yıl bütçe kanunu ve ilgili mevzuat çerçevesinde ihraç edilmiş olan karşılığında herhangi bir nakit girişi sağlamayan Devlet iç borçlanma senetleridir.

Özellikle, yüksek enflasyonun yaşandığı dönemlerde uzun vadeli borçlanabilmek amacıyla değişken kupon faiz yöntemi uygulanmaktadır. Bu tahvillere 3, 6 ay veya yılda bir faiz ödenebilmekte vadeleri ise 3, 6, 12 ay yada 2 ile 5 yıl arasında değişmektedir. Faizler genellikle geçmişte yapılan Hazine ihalelerine, dövize yada TEFE'ne endekslidir. Örneğin, 2 yıl vadeli 6 ayda bir faiz ödemeli tahvilin faiz oranı ödeme gününden önceki 6 ay içinde gerçekleştirilen Hazine Bonosu ihalelerinde oluşan faiz oranlarının aritmetik ortalaması alınarak belirlenir.

TAP işlem, DİBS'nin daha önceden belirlenmiş fiyatlardan Türkiye Cumhuriyeti Merkez Bankası (TCMB) kanalıyla satışa sunulmasıdır. Konsinye işlem ise, daha önceden ihraç edilmiş DİBS'lerini ikincil piyasada TCMB tarafından Hazine Müsteşarlığı nam ve hesabına alınıp satılmasıdır. Konsinye satışların TAP yöntemiyle yapılan satışlardan bir diğer farkı da faiz oranının o günkü piyasa faiz oranına göre belirlenmesi ve değişken faizli olmasıdır (GÜRLER, 1997, s.112).

152. Halka Arz Yöntemi

Halka arz yöntemi ile vade ve faiz koşulları önceden Hazinece belirlenmiş iç borçlanma senetleri TCMB ve aracılık etmek isteyen banka ve finans kuruluşları aracılığı ile tüm kesimlere satılmasıdır (PEHLİVAN, 2003, s.15). Hazine, Ağustos 1992 tarihinden itibaren başlayarak 3 ve 6 ay vadeli hazine bonoları ile 1 yıl vadeli devlet tahvillerinin halka doğrudan satışına başlamıştır. Böylece, hem piyasaya yeni bir enstrüman sunmak hem de alıcı tabanını genişletmek amaçlanmıştır.

Halka arz yöntemi daha çok uzun vadeli devlet borçlarında uygulanan satış yöntemidir. Ancak, Türkiye'de kısa vadeli borçlarda da bu yöntem kullanılmaktadır. 1992 yılından itibaren 3 ve 6 ay vadeli hazine bonoları doğrudan halka sunulmuştur.

Halka arz yöntemiyle satış tekniği menkul kıymetlerin geniş kesimlere yayılması açısından tercih edilebilir bir sistemdir. Ayrıca, enflasyonist baskıların olduğu dönemlerde toplam talebin kısılması ve ihalelerde oluşan yüksek faizin dengelenmesi amacıyla uygulanabilmektedir. Özellikle ekonomide krizin yaşandığı 1994 yılında bu yöntem

yoluyla vadeleri kısa ve faiz oranları yüksek senetlerin satımına yoğun bir şekilde başvurulmuştur.

153. Özel Amaçlı Satışlar

Özel tertip iç borçlanma senetleri olarak adlandırılan özel amaçlı satışlar ilgili yıl bütçe kanunu ve ilgili mevzuat çerçevesinde ihraç edilmiş olan ve karşılığında herhangi bir nakit girişi sağlanmayan devlet iç borçlanma senetlerini kapsamaktadır. Daha önce borçlanma limitleri dışında tutulan senetler 4749 sayılı yasa ile borçlanma limitleri içine alınmıştır. “İkrazen ihraç edilen özel tertip iç borçlanma senetleri” ise borçlanma limitine dahil edilmemiş, fakat ilgili yıl bütçe kanununda ikraz (borç) limiti belirlenmesi esası sağlanmıştır.

KİT ve Bağlı Ortaklıklarının Hazineye, sosyal sigortalar kurumuna olan vadesi geçmiş borçlarını; Eximbank’ın sosyal sigortalar kurumuna olan borçlarını; merkez bankası kaynaklı vadesi geçmiş reel kredi borçlarını; tahkim kanunları çerçevesinde devralınan borçların anapara ve faiz ödemelerini; tarım satış kooperatifleri birliklerinin ziraat bankasına olan destekleme kredisi borçlarını ve bankanın diğer tarımsal sübvansiyonlarından kaynaklanan görev zararlarını Hazine adına ilgili bakanın devir alma yetkisi vardır. Bu çerçevede devralınan borçlara karşılık “özel tertip devlet tahvili” verilmektedir

İKİNCİ BÖLÜM

2. BORÇLANMANIN SÜRDÜRÜLEBİLİRLİĞİ VE ETKİLERİ

20. Borçlanmanın Sürdürülebilirliği Kavramı

Borçlanma-büyüme-geri ödeme çevrimi potansiyel olarak faydalı ise bir ülkenin borçlanması gereken fon miktarı için herhangi bile sınır var mıdır?. Fonların verimli kullanılması halinde bu sorunun cevabı *hayır* olabilir. Ancak, borç verenler fonların geri ödeneceğinden emin olmak isterler ve bu yüzden borç verirken bazı rehberlere ihtiyaç duyarlar. Bu tür rehberlerden biri, bir ülkenin kaldırabileceği ve servis yapabileceği (anapara ve faiz ödemesi) borç miktarı ile ilgili bir yargıyı ifade eden sürdürülebilir borçlanma kavramıdır.

Borçlanmanın sürdürülebilirliği kavramından ne anlaşılması gerektiği noktasında kesin bir tanımlama söz konusu değildir. Bununla birlikte, ekonomik literatür incelendiğinde kamu borcunu sürdürülebilirlik açısından analiz eden çok sayıda çalışma bulunmaktadır.

Borçlanmanın sürdürülebilirliği kavramı en basit haliyle, kamu borç stokunun milli gelire oranının uzun dönemde sabit kalması o borç stokunun sürdürülebilir olduğunu gösterir (GEITHNER, 2002, s.5). Tanımı biraz daha açarsak, kamu borç stokunun milli gelire oranının makul olduğunu kabul ettiğimiz bir dönemi baz alarak, kamu borcu/milli gelir oranının bu düzeyde kalması gerektiği ve uzun dönemde bu düzeyi korumamızı sağlayacak şekilde, kamu borçlanma seneti arz ve talebinin eşit olması gerekmektedir (EDWARDS, 2002, s.2).

Başka bir tanıma göre, eğer kamu yükümlülükleri varlıklarından yüksek ise borçlarını ödeyemez duruma düşer (TANNER-LUI, 1994, s.53). Literatüre bu durumda, acze düşme (insolvency) denilmekte ve kamunun gelirini artırmadan borçlarını ödeyemeyeceği anlamına gelmektedir. Bu durum, dış borçlanmada moratoryum iç borçlanmada

konsolidasyon yapılması anlamına gelmektedir. Sonuçta, ülkenin uzun süreli bir borçlanma krizi ile karşılaşması kaçınılmaz olmaktadır.

Türkiye’de, Hazine Müsteşarlığının kullanmakta olduğu kamu borcunun sürdürülebilirliği tanımı ise şöyle; “kamu borcunun sabit kalması ve/veya konuyla ilgili standart borç oranlarına bakılarak değerlendirmeler yapılmasının yanında, cari dönemde sürdürülen maliye politikasının, borcun sürdürülebilirliğini ve/veya borç stokunun ödenebilirliğini sekteye uğratmadan gelecek dönemlerde de borçlanmanın sürdürülebilmesi olarak tanımlanabilmektedir”.

Bu bağlamda sürdürülebilir borçlanma borç stokunun seviyesine, beklenen mali açık değerine, faiz oranlarına, büyüme oranına ve hükümetin borç servisini karşılayabilmek amacıyla gerekli olan vergi ve istikrar önlemleri uygulayabilmesine bağlıdır (GUNNING-MASH, 1998, s.3).

21. Kamu Borcunun Sürdürülebilirliğini Ölçmede Kullanılan Yöntemler

Kamu borcunun sürdürülebilirliği, farklı yöntemler kullanılarak ölçülebilir. Bunlar, statik ve dinamik analiz yöntemleri şeklinde iki gruba ayrılarak aşağıda incelenmiştir (ÖZGEN-KARAKAYA, 2003, s.3).

210. Statik Analiz

1. Kamu borçlanma gereğindeki artış ve yabancı döviz rezervleri ile net dış borç arasındaki matematiksel fark birlikte analiz edilebilir (*İkiz Açıklar Yaklaşımı*).
2. Bütçe kısıtı denklemi (*Kamu Finansmanında Mali Tutarlılık, Finanse Edilebilir Kamu Açığı Yaklaşımı*) kullanılabilir.
3. Devletin bugünkü net değeri yaklaşımından yararlanılabilir (*Bilanço Yaklaşımı*).
4. Borcun sürdürülebilirliğine ilişkin rasyolar kullanılarak analizler yapılabilir (*Oransal Analiz Yaklaşımı*).

İkiz açıklar yönteminde, kamu borçlanma gereğindeki artış ve yabancı döviz rezervleri ile net dış borç arasındaki matematiksel fark, birlikte analiz edilebilir. Kamu açıklarının

sürdürülebilirliğini ölçmede ikiz açıkların kullanılması, uluslararası serbest piyasa modeline yakın ülkeler için daha doğru bir yaklaşımdır.

Kamu borçlarının sürdürülebilirliği açısından kamu finansmanının kendi içinde bir malî tutarlılığının olup olmadığı; varsa bu tutarlılığın hangi yöntemlerle sağlanabildiği sorusu önemlidir. Daha farklı şekilde ifade etmek gerekirse, malî tutarlılık ve borç ödeyebilme gücünün (solvency) devamı, bir bakıma mali politikaların kendi içinde ve geleceğe yönelik makroekonomik hedeflerle uyumlu kalmasına bağlıdır. Bütçe kısıtı denklemleri kullanılarak, bu uyum, harcama ve finansman politikaları açısından en azından geçmişe yönelik ölçülebilir ve geleceğe ait ipuçları elde edilebilir. Bu mantıktan hareketle oluşturulan model ve yaklaşımlara GBC (Government Budget Constraint-Devletin Bütçe Kısıtı) modelleri ve yaklaşımları adı verilmektedir. Türkçe literatürde “Kamu Finansmanında Mali Tutarlılık ve Finanse Edilebilir Kamu Açığı Yaklaşımı” ismi de kullanılmaktadır (ÖZGEN-KARAKAYA, 2003, s.4).

Devletin bütçe kısıtı denklemini esas alan modeller, sağlam ve kavranması kolay bir mantıksal temele dayandıklarından, rasyo analiz yöntemlerine göre daha güvenilir modellerdir. Bu modeller yardımıyla, geleceğe ait projeksiyonlar yapmak, nispeten daha kolaydır. Ekonomik büyüme, enflasyon, döviz kuru, faiz ve para arzı gibi makro değişkenlerin sürdürülebilirlik analizlerine kolayca dahil edilebilmesinden dolayı da bu yaklaşımların ayrı bir üstünlükleri vardır.

Devletin bu günkü net değeri yaklaşımı, ileri muhasebe tekniklerinin kullanılmasını ve devlet borcuna ilişkin verilerin çok daha ayrıntılı tutulmasını gerektirir. Yani, ulusal veri elde etme sistemi çok gelişmiş olmalıdır. Net değer yaklaşımında, iç ve dış borçlanma rakamları kullanılırken, devletin net kazanç ve yükümlülükleri dikkate alınır. Buna göre bir kamu kesimi bilançosu hazırlanır. Bu bilançodaki açığın büyümesi, kamu finansmanını zorlaştığının gösterecektir.

Oransal analiz yönteminde, borcun sürdürülebilirliğine ilişkin rasyolar kullanılarak analizler yapılır. Geçmiş sayısal verilerden yararlanıldığı için, bu yöntemlerde, özünde statik bir yaklaşım tarzı vardır. Örneğin, “net iç ve dış borçlanma/Gayri Safi Milli Hasıla (GSMH)” oranının artışı, en basit anlamıyla, borcun sürdürülebilirliğinin zorlaştığı

şeklinde yorumlanmaktadır. Rasyo analiz yöntemlerinde, analizlere çoğu zaman ülkelerarası karşılaştırmalar da dahil edilir. Örneğin, bir rasyoda daha önce belli bir kritik eşiği geçmiş ve krize girmiş ülke örneklerinden yararlanılarak, analiz edilen ülkenin, “gelecekte borç krizine girebileceği” gibi çıkarsamalarda bulunulabilir. Fakat, bütün ülkelerarası karşılaştırma denemelerinde olduğu gibi, karşılaştırılan unsurların aynı türden olmasına, burada da dikkat etmek gereklidir (ÖZGEN ve KARAKAYA, 2003, s.4).

Kamu borçlarının sürdürülebilirliği analizlerinde kullanılan rasyolar, aşağıda Tablo1 ‘de özetlenmeye çalışılmıştır

Tablo: 1

Kamu Borçlarının Sürdürülebilirliği Analizlerinde Kullanılan Rasyolar

Likidite Rasyoları	
<i>İç Borçlanma İçin</i>	<i>Dış Borçlanma İçin</i>
İç Borç Servisi/Kamu Gelirleri	Dış Borç Servisi/İhracat
İç Borç Faiz Ödemeleri/Kamu Gelirleri	Dış Borç Faiz Ödemeleri/İhracat
Borç Stoku Rasyoları	
<i>İç Borçlanma İçin</i>	<i>Dış Borçlanma İçin</i>
İç Borç Stoku/GSMH	Dış Borç Stoku/GSMH
İç Borç Stoku/Kamu Gelirleri	Dış Borç Stoku/İhracat
İç Borç Stokundaki Net Artış/GSMH’deki Net Artış	Dış Borç Stokundaki Net Artış/GSMH’deki Net Artış
İç Borç Stokundaki Net Artış/Kamu Gelirlerindeki Net Artış	Dış Borç Stokundaki Net Artış/İhracattaki Net Artış
Bağımlılık Rasyoları	
<i>İç Borçlanma İçin</i>	<i>Dış Borçlanma İçin</i>
Net İç Borçlanma/GSMH	Toplam Dış Finansman (Net Dış Borçlanma/GSMH)
Net İç Borçlanma/Kamu Gelirleri	Net Dış Borçlanma/İthalat
Net İç Borçlanma/Kamu Harcamaları	Net Dış Borçlanma/Kamu Harcamaları

Kaynak: ÖZGEN- KARAKAYA, 2002, s.3.

211. Dinamik Analiz

Dış ve iç borç projeksiyonları, makroekonomik projeksiyonlar, hükümet bütçesine ait projeksiyonlar ve iç ve dış faiz oranları ve döviz kurlarına ilişkin projeksiyonlar, alternatif borç stratejileri geliştirmede ve kamu borcunun sürdürülebilirliğinde etkili olabilirler. Bu projeksiyonlar geleceğe ait politika önerilerini yönlendirebilirler.

Dış ve iç borç projeksiyonları yapılırken, kamu borcunu sürdürülebilirliğine ilişkin rasyolar geleceğe yönelik olarak genişletilmeye çalışılır. Örneğin iç borç stokunun, gelecek yıl, son beş yılın ortalaması düzeyinde artacağı varsayılarak tahminler yapılabilir. Makroekonomik projeksiyonlarda, ödemeler dengesi, döviz kuru, iç ve dış faiz oranları, enflasyon oranları gibi ekonomik değişkenlerdeki olası gelişmeler dikkate alınabilir. Hükümet bütçesinin harcama ve gelirlerine ilişkin gelişmelerin de ne olacağı borcun sürdürülebilirliği konusunda önemli bir sorundur. İç ve dış borç faiz oranları ve döviz kurlarına ilişkin gelişmeler, borcun sürdürülebilirliğini gelecekte etkileyebilecek bir başka faktörler olabilir (ÖZGEN-KARAKAYA, 2003, s.4).

Dinamik analiz, bir genel denge yada kısmi denge modeli içinde, bütün bu faktörleri dikkate alarak ve çoğu zaman bazılarını iktisadi anlamda sabit tutarak yapılabilir. Bu nedenle, oldukça kapsamlı ve zor bir yaklaşımdır.

Liretatürde, genellikle rasyo analizleri(oransal analiz) tercih edilmektedir. Oransal analiz, uluslararası karşılaştırmalar yönünde geliştirilebilir. Borç ödeme krizine giren ülkelerin verileri ölçü alınarak ulusal düzeydeki veriler bu ülkelerin verileriyle karşılaştırılabilir (ÖZGEN-KARAKAYA, 2003, s.4).

Rasyo analizi kapsamında sürdürülebilirlik göstergesi olarak, borç stokunun milli gelire oranını sabit tutmak olarak kabul edilmesinde iki varsayım rol oynar. Birinci varsayım, bu kriterin borç stokunun ne büyüklükte bir ekonomi tarafından çevrileceği ve dolayısıyla borç verenlerin rahatsız olup olmamaya karar verecekleri bir gösterge olduğudur. İkinci varsayım ise, kamu gelirlerinin yani borç stokunun finansmanında kullanılan ana unsurun milli gelirin bir fonksiyonu olduğudur. Zira, milli gelir artış oranı aynı zamanda vergi gelirleri reel artış oranı olarak okunmalıdır (İNAN, 2003, s.29).

Borç/GSMH oranı istikrarını sağlamak için birincil açık³ gereksinimini karşılamak kamu harcamalarında önemli miktarda azalış ve kamu gelirlerinde önemli oranda artış gerektirmektedir. Bu nedenle, kamu borçlanmasının sürdürülebilirliği açısından geleceğe yönelik olarak kamu harcamalarının ve kamu gelirlerinin ne olması gerektiği sürdürülebilirlik sorunun çözümünde dikkate alınması ve yönlendirilmesi gereken önemli değişkenler olarak karşımıza çıkmaktadır. Bu nedenle kamu harcamalarının kısılması ve kamu gelirlerin artırılmasına yönelik politikalar borçların sürdürülebilirliği açısından büyük önem taşımaktadır. Bununla birlikte, kamu harcamalarında kesintiye gidilmesi milli gelir üzerinde Keynesyenlerin savunduğu gibi azaltıcı etkiye sahip olabilir ve GSMH'daki reel artışı engelleyebilir. Hatta, vergi oranlarının artırılması da ekonomi üzerinde olumsuz arz yönlü etkilere sahip olabilir. Ayrıca, harcama kısıcıcı ve vergi artırıcı politikalar ekonomik ve siyasi bakımdan uygulanabilir değildir (<http://www.spdc-pak.com/pub/pp/pp19.pdf>).

Borç/GSMH istikrarını sağlamak için birincil açığı finanse etmek gerekmektedir. Ancak, birincil açığı finanse etmek amacıyla yatırım harcamalarını azaltmak borç dinamikleri üzerinde zıt etkilerde bulunabilir. Yatırım harcamalarının azaltılması gelecekteki sermaye stoklarının azaltır, üretim ve büyüme oranını düşürür. Bu açıdan değerlendirildiğinde yatırımların azaltılması kısa dönemde borcun sürdürülebilirliği üzerinde ters etkiye sahiptir. Bu nedenle, borcun sürdürülebilirliği için başarılı bir politika, birincil bütçe fazlasını artırırken ekonomik büyüme hızını zıt şekilde etkilemekten kaçınmalıdır (ROUBINI, 2001, s.7).

Borç stoku/GSMH oranı orta vadede istikrarlı ise borçlanmanın sürdürülebilir olduğu düşünülür. Ancak, burada borç stoku/GSMH oranının düzeyi dikkate alınmamaktadır. Zira, borç/GSMH düzeyi %150 ve %50 olan iki ülkede, borç/GSMH oranı istikrarlı olduğu sürece borçlanmanın sürdürülebilir olduğu düşünülür. Böyle bir pratik gösterge normatif bir yaklaşımı ifade etmektedir. Bu nedenle, başlangıç borçlanma düzeyi çok yüksek ise

³ Birincil Açık; faiz dışı açık olarak da adlandırılır ve Birincil Açık = Faiz Dışı Harcamalar- Toplam Gelir şeklinde gösterilir. Türkiye'den örneklemek gerekirse, kamu iç ve dış borcundan kaynaklanan faiz giderleri dışında; sosyal sigorta kurumlarına yapılan transferler gibi faiz ödemeleri dışında kalan transfer harcamaları, yatırım harcamaları, memur ücretleri gibi bütün harcama kalemleri faiz dışı dengeye dahildir. Ayrıca, faiz gelirleri dışında kamunun bütün gelirleri de faiz dışı dengeye dahildir. Faiz dışı dengede verilen pozitif bir bakiye, aynı miktarda kamu borcunun ödenmesini mümkün kılaçağı için kamu borç stoku üzerinde azaltıcı bir etki yapacaktır.

borçlanmanın sürdürülebilir olduğunu ifade etmek gerçekçi olmamaktadır (ROUBINI, 2001, s.7).

Bu bağlamda, borç sürdürülebilirliği sadece belirli bir borç düzeyini sağlamak değildir. Geniş olarak borç sürdürülebilirliği; istikrarlı ekonomik büyümeye yardımcı bir makroekonomik ortamda sağlam mali ortam, istikrarlı para ve kredi akışı ile dışa açıklık gibi koşullar gerektirir. Borçların sürdürülebilirliği, aynı zamanda borç düzeyini ekonominin tüm makroekonomik amaçlarına katkı sağlayacak seviyede tutmak için büyüme faktörü ve para politikası arasında koordinasyon gerektirir. Düşük borç/GSMH oranına sahip bir ekonomi, yüksek enflasyon ortamında düşük reel faiz ve yüksek senyorej gelinine sahip olabilir. Bunun tersi olarak, yüksek borç/GSMH oranına sahip bir ekonomi yüksek reel ekonomik büyüme ve diğer istikrarlı değişkenler sayesinde borçların sürdürülebilirliğini sağlayabilir (FRASER, 1999, s.27).

Borcun sürdürülebilirliğini gösteren en temel yaklaşımlarda birisi olan borç/GSMH oranını sabit tutmak için belirli bir faiz dışı hedefi yakalamak gerekmektedir. Gerçekleşen faiz dışı fazla rakamının hedeflenen rakamdan düşük olması borç/GSMH oranını yükselmesine neden olacağı gibi, hedefi aşan faiz dışı fazla rakamı bu oranın azalmasını sağlayacaktır. Dolayısıyla, hedeften düşük gerçekleşen faiz dışı fazla rakamının borç/GSMH oranını artmasına yol açması, mevcut mali politikanın sürdürülemez olduğu anlamına gelmektedir.

Öte yandan, Borç/GSMH oranını sabitleyecek faiz dışı fazla miktarının belirlenmesinde rol oynayan faktörlerin başında iç ve dış borca ödenen reel faiz oranları ve ekonomik büyüme performansı gelmektedir. Düşük reel faizler ve yüksek büyüme bu oranın daha düşük miktarlarda faiz dışı fazla ile sabitlenmesine olanak vermektedir.

Faiz dışı fazla politikasının olası sonuçları şöyle özetlenebilir. 1-Fazlalar ulusal tasarruf oranını artırır. Bunun sonucu, reel faiz oranları düşer, sermaye stoku artar ve zamanla daha yüksek yaşam düzeyine öncülük eder. 2-Gelecekteki faiz ödemeleri azalır vergi gelirleri artabilir. 3-Dış ödemeler dengesinin cari işlemler açığı azalır. Zira fazlalar, tasarrufları artırıp faiz oranlarını düşüreceğinden ülke yabancı yatırımcılar için daha cazip

hale gelir. 4-Şimdiki kuşaktan gelecek kuşaklara bir reel gelir kaymasına neden olur (LOBENTE, 2002, s.7).

Bununla birlikte, faiz dışı fazla yaklaşımına göre kamu borcunu aynı düzeyde tutmak için kamunun faiz dışı fazlasının milli gelire oranı ile büyüme hızı toplamının ödenen reel faizlere eşit veya daha yüksek olması gerekmektedir. Ancak, uygulamada faiz dışı fazla yaklaşımının riskleri vardır. Bunlar (GOLDSTEIN, 2003, s.6);

1. Faiz dışı fazla yaklaşımı döviz sorununu dikkate almamaktadır. Zira, gelişmekte olan ülkelerin dövizli borçları ödemek için ülkenin yeterli döviz birikimine sahip olması gerekmektedir. Ülkenin döviz gelirlerini artırıcı politika uygulamaları ise faiz dışı fazlanın etkisini azaltmaktadır.
2. En azından kamu borçları kadar kırılabilirliği olan özel sektör borçları ve bunun düzeyi üzerinde durulmamaktadır.
3. Yüksek reel faizleri azaltmak için sıkı maliye politikası uygulamaları büyüme oranını olumsuz yönde etkilemektedir. Maliye politikasının büyümeye katkısının azalması ise faiz, büyüme ve mali politikalar arasında bir kısır döngüye de yol açmaktadır.
4. Faiz dışı fazla yaklaşımı, borç döviz kuru düzeyi ve bankacılık sorunları arasındaki birbirini etkileme ilişkisine dikkat etmemektedir. Ülkenin sadece borç seviyesine bakılmakta ve bu borç seviyesi mali önlemlerle kontrol edilmeye çalışılmaktadır.
5. IMF ile anlaşma yapmış ülkelerin borçlanmalarındaki faiz dışı fazlanın hesaplanmasında dikkate alınan faizler piyasa faizlerini yansıtmamaktadır. Zira, bu faizler IMF ile anlaşma bozulsa piyasaların o ülkenin devlet kağıtlarına bakışı ve fiyatlandırılması değişikliklerini dikkate almamaktadır. Bu durumdaki ülkenin tahvil faiz oranları gerçek faizler konusunda bir fikir vermemektedir. Bu nedenle, ülkenin gerçekleştirmesi gereken faiz dışı fazla oranı gerçekçi olmamaktadır.

6. Faiz dışı fazla ve reel büyüme hızı toplamının reel faizlerden yüksek olması şartı standart bir matematiksel formüldür. Ancak, bu formüldeki değerlerin değiştirilmesi zordur. Büyüme hızını artırmak veya bütçede bu fazlaları yaratmak için ne gibi fedakarlıkların yapılacağı, politik olarak ne gibi sıkıntılarla karşılaşacağı veya kontrol edilemeyen risk faktörleri nedeniyle reel faiz artışlarının önlenememesi gibi zorluklar bu formülde yer almamaktadır.
7. Bu yaklaşımda, döviz veya dövize endeksli kamu borçları ile döviz kurundaki oynamaların ilişkisi üzerinde durulmamaktadır.
8. Kamu borç düzeyini ölçmek de zordur. Zira, kamunun net borçluluğunu bulmak gerekmektedir. Net borçluluğu bulmak için ise, ilgili devletin alacaklarını ve mal varlığının piyasa değerlerini de hesaba katmak gerekmektedir. Bunu ölçmek ise çok zordur.
9. Kamunun, borcu için ödediği ortalama reel faiz maliyetinin de hesaplanması gerekmektedir. Ancak ortalama reel faizin hesaplanması da oldukça zordur.

Anlaşılabileceği gibi, faiz dışı fazla yaklaşımı birçok faydasının yanında birçok da riskleri vardır. Bu nedenle, sadece faiz dışı fazlayı tutturmak için kamu maliyesini düzenlemek her derde deva olmamakta, risklerinin de dikkate alınması gerekmektedir

22. Kamu Borcunun Sürdürülebilirliğini Ölçen Çalışmalar

Bu alanda Türkiye üzerine yapılmış çalışmalara örnek olarak, Çanakçı (1997), Özmen (1998), Özgün (2000) ve Akçay (2001) çalışmaları gösterilebilir. Anand-Wijnbergen (1989) Türkiye’de yapılan çalışmaların pek çoğuna temel teşkil etmiştir. Uluslararası düzeyde yapılan çalışmalar için, Cuddington (1996), geniş bir literatür özeti vermektedir. Bunun dışında Buitter (1993), Dinh (1999), Beckerman (2000)’den de söz edilebilir (ÖZGEN-KARAKAYA, 2003, s.3).

Kamu borcunun ve malî politikanın sürdürülebilirliğini değerlendiren söz konusu çalışmalardan örnekler, tezin sonunda ekler kısmında tablolar halinde gruplanarak

verilmeye çalışılmıştır. Bu tablolarda, çalışmanın hangi ülkeyi/ülkeleri ve yılları kapsadığı, ne tür veriler kullanıldığı, varsayımları, analiz metodu ve sonuçları özetlenmiştir.

23. Borçlanmanın Sürdürülebilirliği ve Borç Yönetimi

Borç miktarının artması borçların yönetimi konusunda hükümetlerin daha dikkatli olmalarına neden olmuştur. Aynı zamanda, bütçe açıklarının finansmanının bankacılık sektöründen bankacılık sektörü dışına kayması yüksek faiz oranlarında borçların çevrilebilme olasılığını artırmıştır. Bu değişim, piyasa yönlü ve daha ustalaşmış ulusal finansal piyasaların ve tekniklerin gelişimini sağlamıştır. Başka bir deyişle, ulusal finansal piyasaların gelişimi ülkelerdeki borç yönetiminin alanını genişletmiş ve rolünü artırmıştır (MYLONAS ve diğerleri, 2000, s.4).

Türkiye’de de mali sistemin odaklandığı tek risk iç borçların sürdürülebilirliğidir. Döviz kurlarının serbest bırakıldığı Şubat 2001’den beri piyasada döviz kıtlığı yoktur. Kamu kesimi son üç yıldır GSMH’nın yüzde 6.5 oranında faiz dışı fazla vermektedir ve maliye politikası alanında da hedeflere ulaşılmıştır. Orta vadede gerçekleştirilmesi gereken yapısal reformlara ek olarak kısa vadede tartışmaya açık noktalardan en önemlisi iç borç yönetimidir (KUMCUOĞLU, 2002, s.2).

Bu bağlamda, iç borç yönetiminin amacı; piyasa koşullarına göre finansman maliyetini minimize ederek kamunun finansman ihtiyacını karşılamak ve ekonomik şoklara karşı bütçede önlemler almaktır (SCALERA, 2000, s.2).

Sağlam makroekonomik ve mali politikalar borçlanmanın sürdürülebilirliği için ön şarttır. Hükümetin sorumluluğu, en düşük riski temin edecek şekilde optimal borçlanma yapısına ulaşmak ve piyasanın likitidesini arttıracak uygulamaları yürütmektir. Arz yönlü önlemler olarak; menkul kıymet ihracın kontrolü(ne tür tahvil ve bonoların ihraç edileceği ve bunların hangi yöntem ile satılacağı) ve talep yönlü politikalar olarak; fon piyasasının gelişmesi önündeki engelleri kaldırarak likitideyi arttırmaktır. Yatırımcıların fon ihtiyacı ile hükümetin uzun dönemli fon ihtiyacını dengelemek gerekmektedir (LAOUROU, 2003, s.2).

Nitekim, sağlam ve güvenli piyasalar borçlanma maliyetini düşürmektedir. Böylece hükümet, gittikçe daha fazla kaynağı sosyal sektördeki eğitim, sağlık ve altyapı yatırımlarına aktarmaya imkan bulmaktadır. İç borç piyasasının gelişimi, aşamalı olmalıdır. İstikrarlı makroekonomik ve borçlanma politikalarıyla önce kısa vadeli ihraçlarda güven sağlanmalı, daha sonra yatırımcılar uzun vadeye yönlendirilmelidir. İyi gelişmiş yasal ve kurumsal çevre, borç yönetim sorunlarıyla sürekli eğitilen iyi yetişmiş yönetici kadrosu iç borcun sürdürülebilirliği için ön şartlardandır (LAOUROU, 2003, s.2).

Borçlanmanın sürdürülebilirliği, uygulanan ekonomi politikalarının kredibilitesi (güvenilirliği) ile de yakından ilgilidir. Kamuya borç veren yatırımcıların, orta ve uzun vadede borçların geri ödenemeyeceğini düşünmeleri, borç vermekten vazgeçmelerine neden olmaktadır. Borçlanmanın sürdürülebilirliğine ilişkin bu güven eksikliği, gerçek bir borçlanma krizinin tetikçisi olarak ortaya çıkmaktadır (ALESINA ve diğerleri, 1989, s.4).

Özellikle kısa vadeli kamu borcunun yüksek, özel tasarrufların ise düşük seviyelerde olduğu ülkelerde, borçlanma hassas dengeler üzerinde sürdürülmektedir. Böyle bir ortamda, yerli ve yabancı yatırımcıların, herhangi bir nedenle güvensizliğe kapılmaları ve kamu borçlanma senedi piyasalarını terk etmeleri devletin borçlarını sürdürememesine neden olabilmektedir (COLE-KEHOE, 1998, s.3).

Ayrıca, yabancı yatırımcılar iç borç piyasasının gelişiminde önemli rol oynayabilirler. Yabancı yatırımcı, yatırımcı tabanını genişleterek iç borç piyasasındaki mali yeniliklerin gelişimine yardımcı olabilir. Yabancı yatırımcılar olduğunda, bütçe açıklarının finansmanı özel tasarrufları kısıtlamaz. Yabancı sermaye özellikle likitideyi artırma ve vadeyi uzatmak açısından iç borçlanma piyasasının gelişimi için de önemlidir (LEE, 2000, s.7).

Bu bağlamda, ülkelerin borçların sürdürülebilirliği konusunda acze düşmemeleri için borç yönetim konusunda dikkat etmeleri gereken hususları şu şekilde özetlemek mümkündür;

- Özellikle kamunun çağdaş anlamda liberal anlayış çerçevesinde kendisini yeniden dizayn etmesi gerekmektedir. Bu doğrultuda, kamu faaliyet alanları daraltılmalıdır. Bu yapılanma kamu harcamalarının daraltılmasına ve harcamaların daha rasyonel

alanlarda kullanılmasına imkan tanıyacaktır (DEMİRHAN-KARAGÖL, 2001, s.139).

- Öte yandan, borçlanma konusunda hükümetler gereğinden fazla yetki kullanmamalıdır. Kamu finansmanında borçlanmanın sınırlı bir finansman aracı olduğu gözden kaçırılmamalıdır (DEMİRHAN-KARAGÖL, 2001, s.139).
- Alınan borçlar kendisini amorti edebilecek alanlarda kullanılmalıdır. Özellikle önceki borçların faiz ve anapara ödemeleri için yeni borçlanmalardan kaçınılmalıdır (DOOLEY, 2000, s.46).
- Borçlanmanın ekonomik sınırları, bütçe açıklarının ne ölçüde dışlama etkisi oluşturduğu ve borçlanmanın yatırımlar üzerindeki etkilerine dikkat edilmesi gerekmektedir. Bu bağlamda, para ve maliye politikalarının uygun bir şekilde dizayn edilmelidir (DOOLEY, 2000, s.46).
- Düşük ve istikrarsız büyüme borç aczine düşmenin önemli bir nedenidir. Bu nedenle her halükarda reel büyümenin sağlanması gerekmektedir (GUERRA, 2003, s.3).

Sonuç olarak, optimal kamu borç yönetimi her ülkenin kendine özgü koşullarına bağlıdır. Borç düzeyi ve borçlanma amaçları, vergi yapısı, yabancı döviz kaynakları ve dış piyasalara ulaşım, sermaye piyasalarının derinliği ve makroekonomik değişkenlerin gelişimi borç yönetim politikalarında dikkate alınması gereken başlıca özelliklerdir (GUERRA, 2003, s.3).

24. Sürdürülemez Borçlanmanın Etkileri

Borç stokunun yüksek seviyelerde olduğu ülkelerde, makroekonomik istikrarın borçlanma dinamikleri ile yakın ilişkide olduğu, borçlanmanın sürdürülebilirliğine ilişkin beklentilerin ekonomik dengeler üzerinde belirleyici hale geldiği genel kabul görmektedir. Bu çerçevede maliye politikaları, iç talep üzerindeki doğrudan etkilerinin yanısıra, borçlanma dinamikleriyle olan bağlantıları ile de ekonomik faaliyetin seviyesini

etkileyebilmektedir. Kamu borcunun yüksek olduğu veya hızla büyüdüğü durumlarda, sıkı maliye politikalarının genişletici etkiler yaratabildiği görülmektedir (PEROTTI, 1999, s.3)

Sürdürülebilir borç yükünün artması politik belirsizlik, finansal istikrarsızlık ve piyasalarda güvenin azalmasına neden olmaktadır. Bu ortamda yeniden borçlanma ancak piyasaların kabul ettiği risk priminin maliyetlere dahil edilmesi ile mümkün olmaktadır. Faiz oranlarındaki artışlar borç servisine dolayısı ile sürdürülebilir borç yüküne ilave yük getirmesi, bir sarmal ilişki yaratıp borçlanma maliyetlerinin daha yüksek seviyelere çıkmasına neden olmakta ve borç yönetimini borç çevirme riski ile karşı karşıya bırakmaktadır (ATEŞ, 2002, s.18).

Bunların yanısıra sürdürülemez borçlanma; fiyat istikrarı, büyüme, sosyal ve çevresel ortam üzerinde etkilerde bulunmaktadır

240. Fiyat İstikrarı Üzerindeki Etkisi

Enflasyon parasal bir olgudur. Ancak, yüksek kronik enflasyon yaşayan gelişmekte olan ülke ekonomilerinde mali göstergelerin de enflasyona neden olabileceği, en azından sürdürülemez kamu açıklarının enflasyonist beklentileri körükleyeceği iktisat literatüründe genel kabul görmüştür (SARGENT-WALLACE, 1981, s. 15).

Türkiye’de yaşanan kronik enflasyon yüksek enflasyon esas olarak bütçe açıklarından kaynaklanmaktadır. Yapılan birçok çalışma, yüksek enflasyonun temel nedeninin geleneksel mali dengesizlikler ve monetizasyon sıralamasının ötesinde süregelen bütçe açıklarının finansman şeklinin yarattığı enflasyon yapışıklığı olduğunu ortaya koymaktadır. Bu anlamda, enflasyonu yönlendiren beklentilerin bütçe açığının yarattığı belirsizliklerden olumsuz yönde etkilenmemesi kaçınılmazdır. Bütçe açıkları ile mücadele edilmediği ve borcun sürdürülebilirliği ile ilgili kaygılar sorgulandığı sürece piyasadaki enflasyon beklentileri aşağı yönlü bir hareket göstermemektedir (SERVEN, 1997, s.14). Bu nedenle, enflasyonun kalıcı olarak aşağıya çekilmesi için borcun sürdürülebilirliğinin sağlanması gerekmektedir.

241. Büyüme Üzerindeki Etkisi

Yüksek borç stokuna sahip ülkelerde borç sarmalı büyüme üzerinde olumsuz bir etki yaratmaktadır. Öncelikle, uzun vadede borçların hangi kaynakla geri ödeneceğine ilişkin belirsizlik (yeni vergi, monetizasyon vs.) yatırımcıların yatırım kararlarını ertelemelerine neden olabilmektedir. Deneyimler, piyasalarda belirsizliğin ortaya çıkması durumunda, ülkenin temel göstergeleri iyiye gidiyor olsa bile yatırımcıların bekleyip izleme yönünde tavır aldıklarını göstermektedir (SERVEN, 1997, s.14). Ayrıca, borçların sürdürülebilirliğine ilişkin belirsizlik ülkeden sermaye çıkışını da beraberinde getirebilmekte, uzun dönemde vergilerin artacağını bekleyen yerli ve yabancı yatırımcıların sermayelerini ülke dışına taşımaları, yatırımları ve büyümeyi olumsuz etkilemektedir (KAMU BORÇ YÖNETİM RAPORU, 2003, s.11).

Borç stokunun seviyesinin bütçe politikaları üzerindeki etkileri incelendiğinde; borç stokunun kabul edilebilir seviyelerde olduğu durumlarda, genişletici maliye politikasının büyüme üzerinde beklenen etkileri görülürken; borç stokunun yüksek olarak değerlendirildiği ülkelerde, bütçe açıkları artığında ileride borcun finansmanı için daha fazla vergi vermek zorunda kalacaklarını düşünen vatandaşların tasarruf eğiliminin artması büyümeyi olumsuz yönde etkileyebilmektedir (KAMU BORÇ YÖNETİM RAPORU, 2003, s.11).

Borcun sürdürülebilirliğine olan güven, ileriye dönük beklentileri olumlu etkilemekte, yatırımcıların talep ettikleri risk primini düşürmekte, düşen faiz oranları da yatırım ve tüketim yoluyla büyümeye katkı sağlamaktadır

242. Sosyal ve Çevresel Etkileri

Sürdürülemez borçlanma bir ülkenin sosyal ve çevresel durumunu en az üç yoldan etkiler (HEES ve diğerleri, 2002, s.3);

İlk olarak, kaynaklarının çoğu borç servisini finanse etmek için kullanıldığından hükümetin diğer faaliyetlerde kullanacağı kaynaklar azalır. Çoğu ülkede, eğitim ve sağlık

harcamalarının azlığı ülke kaynaklarının borç servisi ödemelerinde kullanılmasından kaynaklanmaktadır.

İkinci olarak, sürdürülemez borçlanma kaynakların dağılımında etkinsizliğe ve politika seçiminde önemli sapmalara neden olmaktadır. Bunun temel nedeni, borçların genellikle yabancı parayla karşılanması ve ülkenin ihracat gelirlerinin artırma ihtiyacıdır. Sınırlı katma değere sahip, doğal kaynak kullanımına ve hammaddeye dayalı iç endüstriler ülkenin borçlarını ödeyebilmek için gerekli yabancı dövizini yaratmaktadır. Bununla birlikte, bu endüstriler negatif dışsalıklar yaratarak düşük gelirli insanlar üzerinde genellikle çok az iyileştirici bir etkiye sahiptir. Ayrıca, kıt kaynakların dış kaynaklı faaliyetlere yönelmesi gelir dağılımını düzenleyen ve çevre dostu yatırımları dışlamaktadır.

Üçüncü olarak, yüksek borç düzeyi uzun dönemli kalkınma politikaları planlamada ve uygulamada hükümete bir dezavantaj yaratmaktadır. Literatür çalışmaları, yüksek kamu borcunun, uzun dönemli hedefleri gerçekleştirmede olumsuz bir etkisinin olduğunu ve reformların uygulanmasını zayıflattığı yönündedir. Çünkü, ülke ekonomisinde herhangi bir pozitif gelişme sadece borç ödemelerinde kullanılan gelirlerde bir artışla sonuçlanmaktadır.

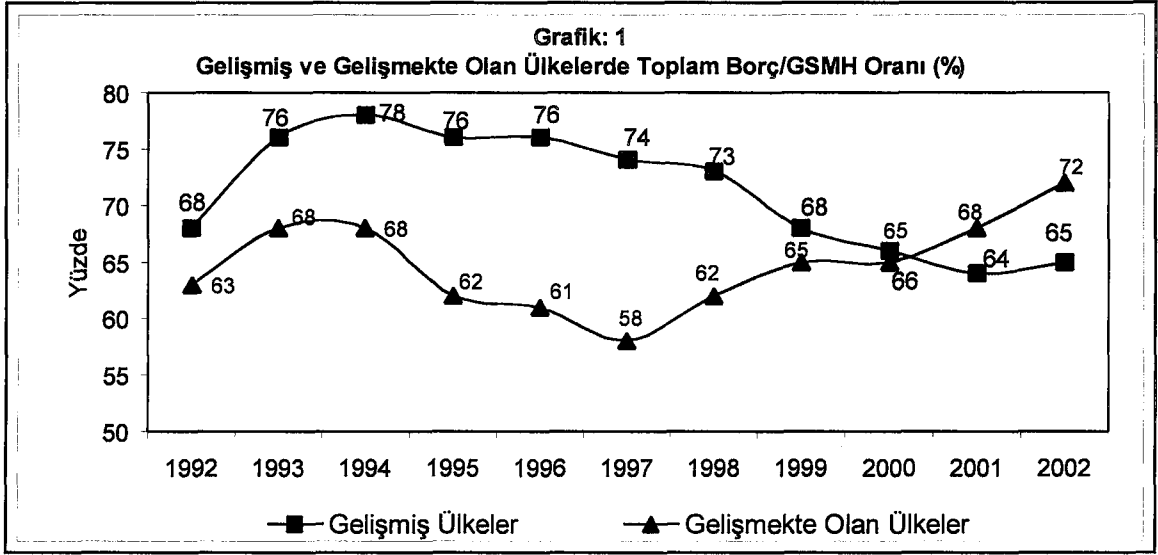
ÜÇÜNCÜ BÖLÜM

3.GELİŞMEKTE OLAN ÜLKELERDE BORÇLANMANIN SÜRDÜRÜLEBİLİRLİĞİ VE BORÇ AZALTIMI

30. Gelişmekte Olan Ülkelerde İç Borçlanma

Az gelişmiş ve gelişmekte olan ülkeler iç tasarrufların yetersiz olması ve kamu harcamalarının rasyonel olmaması nedeniyle son yıllarda yoğun olarak borçlanmanın doğurduğu iktisadi sıkıntılarla karşılaşmaktadırlar. Gelişmekte olan ülkeler, son yıllarda döviz ve finansal krizlerin (Meksika, Rusya, Brezilya, Arjantin ve Türkiye’de) etkisi altında kalmışlardır. Bu ülkelerin ortak özellikleri finansal yapıları ve kurumlarının yeterince gelişmemiş olması dolayısıyla krizlere karşı ekonomik yapılarının savunmasız oluşudur.

Gelişmekte olan ülkelerde son dönemlerde artan kamu borçları, bu borcun sürdürülebilirliği sorununu da beraberinde getirmektedir. Gelişmekte olan ülkelerin kamu borçlarının yaklaşık yarısı iç borçlardan oluşmaktadır. Bu nedenle, faizlerin ve borçların hafifletilmesinde iç borçlanma politikaları önem taşımaktadır. İç borçlanmanın özellikle Latin Amerika ve Asya ülkelerinde yoğunlaştığı görülmektedir. Latin Amerika ülkelerinde iç borçların artış nedeni bu ülkelerde yaşanan krizler gösterilmektedir. Şöyleki, kamu açıkları borçlanmayla karşılandığından finansal krizlere, finansal krizler de yeni borç yüküne neden olmaktadır. Dolayısıyla, kamu açığı-borç-ekonomik kriz kısır döngüsü kendi kendini besleyen bir sürece dönüşmüştür. Nitekim, Türkiye’nin aşırı borç yükü yaşadığı krizlere dönüşmüş kurdaki yükselme döviz endeksli borçların TL değeri bir anda artmış, vade kısalmış ve reel faizler hızla yükselmiştir (CALLEN ve diğerleri, 2002, s.122).



Kaynak: World Economic Outlook, September 2003, s.117.

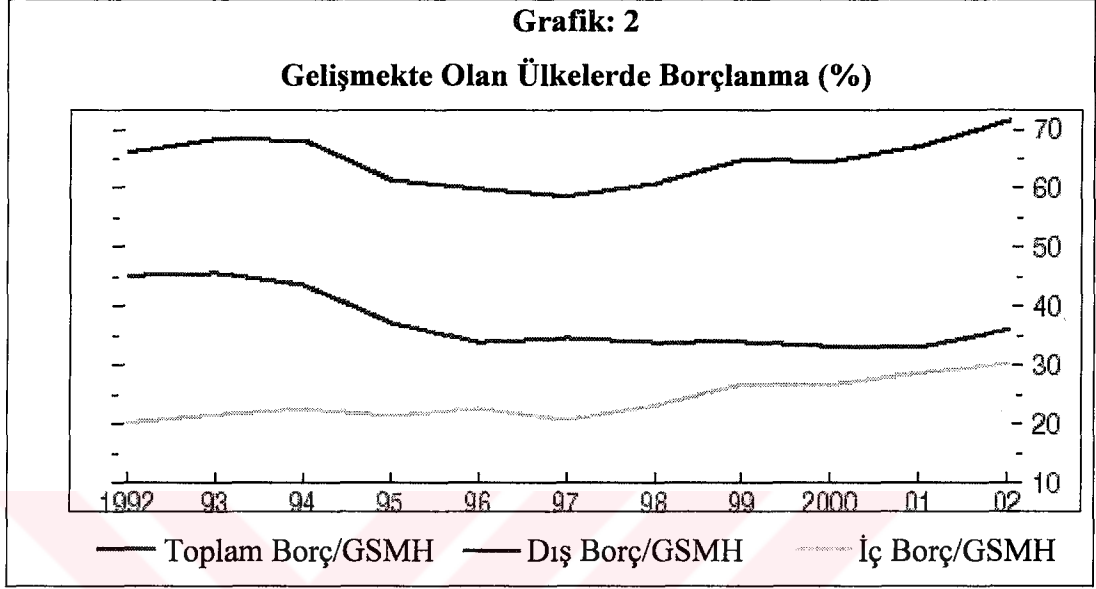
Grafik 1’de görüleceği gibi, 1990’lı yılların ortalarından itibaren gelişmiş ülkelerin toplam (iç+dış) borcu azalırken, gelişmekte olan ülkelerde toplam borcu hızla artmış, 2000 yılında gelişmiş ülkelerin ortalama borç oranlarının üzerine çıkmıştır. 2002 yılında toplam borcun GSMH’ya oranı gelişmiş ülkelerde yaklaşık %65 iken, gelişmekte olan ülkelerde yaklaşık %72 olmuştur.

Türkiye gibi kriz yaşayan gelişmekte olan ülkelerde; bankaların yeniden sermayelendirilmesi, bilanço dışı giderler ve olası yükümlülükler borcun hızlı şekilde artmasında etkili olmaktadır. Ayrıca, kriz dönemindeki ekonomik gerileme de “Borç/GSMH” oranını artmasında önemli bir faktör olarak görülmektedir.

Gelişmekte olan ülkelerde, iç borcun genel olarak kısa vadeli olması faiz harcamalarını iç piyasadaki faiz oranlarındaki gelişmelere karşı daha duyarlı hale getirmektedir. Özellikle kriz dönemlerinde, iç piyasa faiz oranlarındaki hızlı artışlar faiz harcamalarındaki artışta etkili olmaktadır.

Gelişmekte olan ülkelerin sahip olduğu büyük miktarda kısa vadeli iç borç ve ülkenin döviz rezervlerine oranla yüksek dış borç stoku borçların sürdürülebilirliği tartışmalarını gündeme getirmiştir. Tartışmaların odaklandığı konuların başında borçların vade uyumsuzluğu ve çevirme riski gelmektedir. Gelişmekte olan ülkelerin düşük kredibiliteleri ve zayıf makroekonomik yönetimleri uzun dönemli iç borçlanmalarını zorlaştırmaktadır.

Uzun vadeli iç borçlanabilmenin sağlam ve güvenilir makro politikaların ulusal iç borç piyasasının gelişimine öncülük etmesi ile ilişkili olduğu açıktır (CALLEN ve diğerleri, 2002, s.122).



Kaynak: World Economic Outlook, September 2003, s.116.

Gelişmekte olan ülkelerde borcun yapısındaki değişimi göstermek üzere Grafik 2 hazırlanmıştır. 1990'lı yıllarda GSMH'nin %20 seviyesinde olan iç borçlar sürekli artarak 2002 yılında GSMH'nin %30'una ulaşmıştır. Bu ülkelerde dış borçlanma 1992-1994 yılları arasında %40 seviyesinde iken, sonraki yıllarda azalarak %35'lere düşmüş, 2002 yılında ise bir miktar artarak yaklaşık %37 olmuştur. Gelişmekte olan ülkelerin toplam borçlanma/GSMH oranı 1990'lı yılların ilk yarısında %65'ler düzeyinde iken, 1995-1998 döneminde %60'lara düşmüştür. 1998'den itibaren artmaya başlayan toplam borç/GSMH oranı son yıllarda artarak %70'in üzerine çıkmıştır.

Ayrıca, gelişmekte olan ülkelerin çoğu para otoritesinin kredibilirliğini artırmak için sabit döviz kuru rejimini uygulamışlardır. Bu nedenle, dış ödemeler dengesi hesabını denkleştirmek ve ulusal tasarruf eksikliğini yabancı sermaye girişi ile dengelemek için yabancı yatırımlar teşvik edilmiştir. Ancak, izlenen politikalar sonucu yabancı yatırım hedefleri gerçekleşmemiştir. Ülkelerin çoğu doğrudan kamu finansman krizleri ile karşılaşmıştır. Sonuçta, sabit döviz kuru rejimini bırakmak zorunda kalmışlardır (ALOY ve NANCY, 2002, s.2).

Gelişmekte olan ülkelerde finansman krizlerinin bu kadar sık meydana gelmesinin nedeni gerekli mali ve parasal önlemlerin uygulanmamasıdır. Gelişmekte olan ülkelerde iç borçların artmasına neden olan mali yapıları; kamu gelirlerinin düşüklüğü, değişkenliği; harcamalarının büyük bir kısmını faiz giderlerinin oluşturması gibi özellikler taşımaktadır. Şimdi, bu özellikleri açıklayalım.

300. Kamu Gelirleri Düşüktür

Gelişmekte olan ülkelerde ortalama olarak bütçe gelirleri/GSMH oranı oldukça düşüktür. Gelişmekte olan ülkelerde kamu gelirleri/GSMH oranı %27 iken, gelişmiş ülkelerde bu oran %44'dür. Gelişmekte olan ülkelerde etkin vergi oranları da düşüktür. Özellikle dolaysız vergi oranlarında farklılık çok daha çarpıcıdır. Gelişmiş ülkelerde kamu gelirleri/GSMH oranının düşük olmasının nedeni vergi tabanının dar olması ve kayıtdışı ekonominin yüksekliği. Gelişmiş ülkelerde etkin dolaysız vergi oranları genellikle %30 iken, gelişmekte olan ülkelerde bu oran yaklaşık olarak %10'dur. Gelişmekte olan ülkelerde, gelirlerin düşük olması ve yüksek borç nedeniyle "Borç/GSMH" oranı çok yüksek değerler almakta, bu ülkelerin risklerinin artmasında ve dolayısıyla borçlanma maliyetlerinin yükselmesinde etkili olmaktadır. Bu düşük vergi oranlarının nedenleri; vergi sisteminin etkinsizliği, önemli derecede istisna ve muafiyetlerin mevcutiyesi ve kayıtdışı ekonominin büyüklüğüdür (CALLEN ve diğerleri, 2002, s.122).

Ayrıca, vergi tabanının dar olduğu ülkelerde hükümetler bütçe açıklarını finanse etmek için enflasyon vergisine ve borçların reel değerini devalüe etmeye başvurmuştur. Enflasyon vergisi ve borçların reel değerini devalüe etme politikaları, devlete borç veren özel sektörü enflasyon kazancını artırıcı yönde etkilemiş ve faiz oranlarını yükseltmiştir. Dolayısıyla, gelişmekte olan ülkelerde vergi tabanının yaygınlaştırılması, vergi gelirlerinin artırılması sürdürülebilir borç seviyesinin yükseltilmesinde etkili olacaktır. Dolaylı vergiler açısından ise gelişmekte olan ülkeler ile gelişmiş ülkeler arasında önemli bir farklılık yoktur (DODHIA, 2002, s.28).

301. Gelirleri Değişkendir

Gelişmekte olan ülkelerde gelir oranlarının değişkenliği, bu ülkelerde sürdürülebilir borç seviyesinin düşüklüğünde etkili olan mali göstergelerden bir diğeridir. Gelişmekte olan ülkelerde, istisnaları olmakla birlikte, gelirlerin değişkenliği gelişmiş ülkelerdeki gelir değişkenliğinden daha fazladır. Gelirlerin değişkenliği, ekonominin kırılgan yapısından, tüketim, yatırım ve tasarruf kararlarının ve sonuçta vergi gelirlerinin değişken olmasından kaynaklanmaktadır. Etkin vergi oranlarının değişkenliği açısından gelişmekte olan ülkeler ile gelişmiş ülkeler arasında önemli farklıklar vardır.

302. Kamu Harcamalarının Önemli Bir Kısmı Faiz Ödemelerine Gitmektedir

Gelişmekte olan ülkelerde, kamu harcamalarının büyük bir kısmının faiz ödemelerinden oluşması bu ülkeleri borç krizlerine karşı daha da savunmasız hale getirmektedir. Gelişmekte olan ülkelerde faiz harcamaları GSMH'nın %17'sini oluşturmaktadır. Gelişmiş ülkelerde bu oran %10'dur. İlave olarak, faiz harcamaları borcun yapısından dolayı çok değişkendir. Üstelik, iç borcun büyük bir bölümü kısa vadeli. Faiz ödemeleri, iç borç faiz oranlarındaki değişimlere çok duyarlıdır.

Gelişmiş ülkeler ile gelişmekte olan ülkeler arasında bütçe ve kamu borç yapısındaki farklılıklar borçlanmanın sürdürülebilirliği bakımından önemli anlamlar içermektedir

31. Gelişmekte Olan Ülkelerde İç Borcun Özellikleri

Gelişmekte olan ülkelerde iç borçların özellikleri şöyledir (CONROY-ZHANGI):

- Gelişmekte olan ülkelerde iç borcun düşük bir kısmı menkul değerlerden oluşmaktadır. İç borcun büyük bir kısmı genellikle doğrudan ticari banka, merkez bankası ve kurumlara olan borçlardan oluşmaktadır.
- İç borcun çok az bir miktarı piyasa aracılığı ile satılmaktadır. İç borcun büyük bir kısmı ise kısa dönemli ve dalgalı faizli menkul kıymetlerden oluşmaktadır.
- İç borçlanmada oluşan faiz oranı piyasa faiz oranından genellikle daha düşüktür.
- İç borçlanma amacıyla satılan menkul değerler çok az likittir.

Gelişmekte olan ülke ekonomilerinin içerisinde bulunduğu bu durum, borcun sürdürülebilirliği konusundaki kaygıları da beraberinde getirmektedir.

Ayrıca, yapılan ekonometrik çalışmalar aşağıdaki değişkenlerin gelişmekte olan ülkelerin aşırı borçlanma konusunda önemli olduğunu göstermektedir (CALLEN ve diğerleri, 2003, s.130);

1- Kamu Gelirleri: Borçlanmanın temelinde kamu harcamalarının gelirleri aşması düşünüldüğünde, kamu gelirlerinin artması sürdürülebilir borç seviyesi üzerinde doğrudan etkilidir. Düşük gelire sahip ülkeler kamu harcamalarını karşılamak için zorluklarla karşılaşmakta ve borçlanma baskılarını artırmaktadır. Ekonometrik çalışmalar, gelişmekte olan ülkelerin kamu gelirlerinde sanayileşmiş ülkelerin gelirlerindeki ortalama artış kadar bir artış sağlanması durumunda, borçlanma oranını yaklaşık olarak %35 azaltabileceğini göstermektedir.

2- Ticari Serbestleşme: Ticari serbestlik, borç stoğunun hafifletilmesine yardım ederek ekonomik büyüme üzerinde pozitif etki yapar. Üstelik ticari bakımdan daha açık ekonomiler, döviz kurundaki değer kayıplarından sonra borç servisini karşılamak için daha fazla dış ticaret fazlası yaratabilirler. Bu gelişme, dış borç servisi ödeme zorluklarıyla karşılaşma riskini azaltır. Tahminler, döviz kuru kısıtlamalarının kaldırılmasının (dalgalı kur) diğer değişkenler sabit kalmak şartıyla, gelişmekte olan ülkelere aşırı borçlanma oranını %60 oranında azalttığını göstermektedir.

3. Mali Kurumların ve Siyasi Sistemin Kalitesi: Çalışmalar, mali kurumların kalitesi ve mali sonuçlar arasında pozitif bir ilişkinin olduğunu ortaya koymaktadır. Sağlam mali kurumlar, gelirleri artırır ve borç servis yükünü hafifleterek ekonomik büyümeye olumlu etkide bulunur. Diğer taraftan, zayıf siyasi sistem (azınlık yada koalisyon hükümetleri) mali uygulamaları geciktirmekte ve kısa vadeli finansman ihtiyaçlarını borçlanmayla finanse etmektedirler. Sağlam kurumlara sahip bir ülkede, daha az borçlanma yapılmaktadır. Bununla birlikte, ekonometrik analiz sonuçlarına göre, mülkiyet haklarının korunması da gelişmekte olan ülkelere, gelişmiş ülkelere göre aşırı borçlanma oranını %50 artırmaktadır.

32. Gelişmekte Olan Ülkelerde Borçların Sürdürülebilirliği

Borç/GSMH oranındaki değişim borcun sürdürülebilirliği konusunda en temel yaklaşımlardan birisidir. Bu yaklaşıma göre, gelişmekte olan ülkelerin büyük çoğunluğunun son dönemde “borç/GSMH” oranını sabitleyecek kadar faiz dışı fazla veremediği görülmektedir. Son dönemlerde yalnızca birkaç gelişmekte olan ülkede gerçekleşen faiz dışı fazla dengesi borç seviyesini, yani “borç/GSMH” oranını, sabitlediği görülmektedir. Gelişmekte olan ülkelerde, faiz dışı fazlanın borç seviyesini azaltacak seviyede gerçekleşmemesi, gelişmekte olan ülke ekonomilerinin borcun sürdürülebilirliğiyle tutarlı bir mali politika izlemekte başarılı olamadığı anlamı taşımaktadır. Bunun en önemli nedeni, gelir tabanının düşüklüğü ve harcamaların kontrol altına alınamamasıdır. Ayrıca, vergi oranlarının düşüklüğü ve vergi tabanının dar olmasından dolayı gelir seviyesinin düşük olmasıdır.

Ancak, yüksek borç/GSMH oranına sahip ülkelerde borç/GSMH oranını azaltacak veya en azından sabitleyecek faiz dışı fazla miktarı, düşük borç/GSMH oranına sahip ülkelere oranla daha fazla olmaktadır. Bu nedenle, borç/GSMH oranı yüksek olan gelişmekte olan ülkelerde, borç/GSMH oranını azaltacak yada en azından sabitleyecek faiz dışı denge hedefini tutturmalarını zorlaşmaktadır. Çünkü, “borç/GSMH” oranının %1 oranında yükselmesi gelişmiş ülkelerde borç stokunu azaltabilmek yada en azından sabitleyebilmek için faiz dışı fazlanın ortalama %0,83 oranında artmasına neden olurken, gelişmekte olan ülkelerde (Latin Amerika ülkeleri dışındaki ülkelerde) ortalama %0,23 oranında gerçekleştiği gözlenmektedir (CALLEN ve diğerleri, 2002, s.122).

Borçlanmanın sürdürülebilirliğinde değerlendirilmesi gereken yaklaşımlardan bir diğeri aşırı borçluluk oranıdır. Aşırı borçlanma oranı, borçlanmanın sürdürülebilirliği ile yakından ilgilidir. Aşırı borçlanma oranı; gelecekte elde edilmesi beklenen birincil fazlalarının⁴ bugünkü değerinin borç stoku değerini aşıp aşmadığını göstermektedir. Borçlanmanın aşırı olup olmadığı, bugüne ıskonto edilmiş faiz dışı fazlaların, mevcut borç değerine oranlanarak bulunmaktadır. Çıkan oran, 1’den büyük olması bu ülkenin aşırı borçlu olduğunu göstermektedir (CALLEN ve diğerleri, 2003, s.130).

⁴ Birincil Fazla; Kamu kesiminin faiz ödemeleri hariç tutulduğunda gelir fazlası veya faiz dışı fazla veriyor olmasını ifade etmektedir.

Bu kapsamda, 1985-2002 döneminde, 50 ülke (14 sanayileşmiş, 21 gelişen piyasa ekonomisi, 15 gelişmekte olan ülke)'nin borçluluk oranları hesaplanmıştır. Buna göre; sanayileşmiş ülkeler için aşırı borçlanma oranı Gayri Safi Yurt İçi Hasıla (GSYİH)'nin %75'i, gelişmekte olan ülkelerin ise GSYİH'nin %25'i kadardır. Gelecekte elde edilmesi beklenen birincil fazlalarının bugünkü değerleri ile borç stoku değeri karşılaştırıldığında, gelişmekte olan ülkelerin çoğunun aşırı borçlu olduğu gözlenmiştir (CALLEN ve diğerleri, 2003, s.130).

Dünya'da borçların sürdürülememesi gibi bir duruma düşülmesi oldukça seyrek olarak gözlenmiştir. Bu seyrek durumlarda hükümetlerin reel faiz hadlerini yeterince yükseltmemelerinden kaynaklanmıştır. Yeniden borçlanamama gibi bir durumla karşılaşan ülkeler, monetizasyona başvurmuştur. Bu durum o ülkelerde ciddi enflasyon tehlikesine neden olmuştur (GAIL, 2001; BAĞCI, 2001, s.136).

33. İç Borç Azaltımı ve Yeni Borçlanma Seçenekleri

330. İç Borç Azaltımı

Belirli düzeylere ulaşan kamu borçları, gerek siyasal otorite gerekse ülke vatandaşları tarafından “çok fazla yüksek” bulunabilir ve bunu azaltmak için önlemler gündeme gelebilir. Borçların azaltılmaya çalışılmasının ikinci nedeni, kamunun piyasadan makul şartlar altında borçlanma imkanını kalmamasıdır.

Bu nedenlerle gelişmekte olan ülkelerin iç borç yükümlülükleri ve finansman ihtiyaçları için borç azaltımına ihtiyacı vardır. Bu borç azaltımı, iç borcun değerini azaldığı gibi diğer finansman ihtiyaçlarının karşılanmasına katkı sağlar. İkinci Dünya savaşı sonrasında oldukça yüksek düzeyde seyreden kamu borçları, genellikle zaman içerisinde ülkelerin milli gelirlerinden daha az hale getirilmiştir. Borçlar; enflasyon, konsolidasyon, bütçe fazlası ve büyüme oranındaki artış ile eritilmiştir.

Borç azaltımı, özellikle kısa vadeli sürdürülebilirliği sağlamak için gereklidir. Üstelik borç azaltımı anti-enflasyonisttir. IMF'nin son çalışmalarına göre, yüksek borç düzeyi ve enflasyon arasında güçlü bir ilişkinin olduğu ifade edilmektedir. Ayrıca, borç azaltımı

büyüme teşvik eder. Borç azaltımı ile ulusal özel tasarruflar ve yatırımlar arasında pozitif bir ilişki mevcuttur. Borç azaltımı; iç borçlanma baskısını azaltır, yeni borçlanma imkanlarını artırır, iç finansman maliyetlerini azaltarak ekonomik büyüme teşvik eder (NORTOVER ve diğerleri, 2002, s.7).

Aşırı iç borç yükünü azaltmak için faiz oranlarını düşürmek amacıyla da kamu borçlanması ve açık para politikalarının anti-enflasyonist yönde uygulanması gerekir. Yani finansman ihtiyacının daha düşük faiz oranlarından karşılamak gerekir. Bunun için, finansal sektörde denge ve güvenin sağlanması gerekmektedir (DODHIA, 2003, s.29).

Yüksek iç borç stokunun azaltmak için hükümetlerin elinde birkaç alternatif vardır. Bunlar;

- 1- Ekonomik büyüme artırmak
- 2- Faiz dışı fazla vermek
- 3- Konsolidasyona gitmek
- 4- Özelleştirme yapmak
- 5- Monetizasyona başvurmak
- 6- Vergileri artırmak.

3300. Ekonomik Büyüme

Düşük ve istikrarsız büyüme borç aczine düşmenin önemli bir nedenidir. Gelişmekte olan ülkelerin borçlarının sürdürülemez düzeylere gelmesinde, daha önceki yıllardaki düşük büyüme oranları etkili olmuştur. Bu nedenle her halükarda reel büyümenin sağlanması gerekmektedir. Güçlü ekonomik büyüme yoluyla kamu borcunu azaltmak, hükümetlerin genellikle tercih ettiği yoldur. Hükümet, sağlam makroekonomik ve yapısal politikalar uygulayarak büyümeye yardımcı olan bir ortamın oluşturulmasında önemli bir rol oynayabilir. Ekonomik büyüme oranındaki artış, bir yandan vergi gelirlerinin artması yoluyla faiz öncesi bütçe fazlasını güçlendirmekte, diğer yandan da reel faizlerle aradaki farkı azaltarak borç/GSMH oranının azalmasını sağlamaktadır (KIZILKAYA, 2001, s.6).

3301. Faiz Dışı Fazla

Faiz dışı fazla vererek borç oranını azaltmak hükümetin mali kredibilirliğini artırabilir. Ancak, faiz dışı fazlanın yüksek oranlarda uzun süre uygulanması zordur ve en azından kısa dönemde ekonomik aktiviteler üzerinde zararlı etkilere sahiptir. Borç stokunun azalması için, devletin faiz ödemeleri dahil, her tür harcamayı yaptıktan sonra faiz dışı fazla vermesi gerekir. Gerçekleşen faiz dışı fazla kadar borç yükünde azalma olacaktır. Borç stoku, ancak reel bütçe fazlasıyla düşürülür. Bu nedenle, hem gelir artırıcı önlemlerin yürürlüğe konulması hem de gider azaltıcı düzenlemelerin yapılması gereklidir.

3302. Konsolidasyon

Konsolidasyon, gönüllü olarak tutulan kısa vadeli borçlanma araçlarının, yatırımcıların rızası olmaksızın uzun vadeli borçlanma araçları ile zorunlu olarak değiştirilmesini ifade etmektedir. Kısa vadenin uzun vadeye dönüştürülmesi sırasında uygulanan faiz hadleri piyasa faiz hadlerinden düşük olacağından, bu işlem borçların bir kısmını (veya tamamının) ödenmemesi anlamına gelmektedir. Bu nedenle konsolidasyon, borçların bir kısmının veya tamamının ödenmemesi ve servet vergisi konulması ile eş anlamlıdır.

Etkin bir ikincil piyasanın varlığında, uygun faiz hadleri ile yapılmış konsolidasyon durumunda, devlet tahvili sahibi krizi çok az bir sermaye kaybı ile atlatabilecektir. Zira, yatırımcı kamu borçlanma araçlarını ikincil piyasalarda nakde çevirebilecektir. Bir kriz durumunda, hükümetin borçlarını tamamen ödememe yerine konsolidasyona gitmesi kriz anında varlıklarını tamamen kaybetmeyecek olmalarından dolayı yatırımcıları krizden korkmamaya yöneltecektir. Bu, sonuçta krizin oluşması ihtimalini de azaltacaktır. Yatırımcılar, böyle seçeneklerin bulunması durumunda, talep ettikleri risk primini azaltarak, devlet tahvillerinin daha az faiz maliyeti ile ihraç edilmesine katkıda bulunabilir (BAĞCI, 2001, s.87).

Konsolidasyon, yüksek enflasyon ve faiz dışı fazla gerektirmeden, borcun azalmasını sağlar. Ancak, bu uygulamanın da maliyetleri vardır. Eğer hükümet borçları ödemezse hükümetin gelecekteki borçlanmasını sınırlayan yada engelleyen güven kaybına neden

olur. Bu nedenle hükümetin gelecekteki maliye politikası seçenekleri kısıtlanır (JOHNSON, 2001, s.27).

Ayrıca, konsolidasyon bir kanun çıkarmak gibi kolay bir yöntem ile kaynaklara el koymak imkanın verdiği uzun vadede ödenmeme riskini dikkate alan piyasaların daha yüksek risk primi talep etmesi nedeniyle daha fazla faiz ödenmesine, finansal sistemin batmasına, istikrarsızlığa ve istikrarsızlığın doğurduğu sosyal maliyetlere neden olmaktadır (BAĞCI, 2001, s.87).

3303. Özelleştirme

Özelleştirme yoluyla borçların ödenmesinin etkili olması, bu işlemin kamunun borç ödeme kapasitesini artırması (riskini azaltması) ve bu nedenle kamuya borç verenlerin daha düşük risk primi talep etmesi halinde mümkündür. Ayrıca, özelleştirme sağlam ve güven sağlayıcı maliye politikaları ile desteklenirse ve özelleştirme yoluyla borç azaltımı sonrasında hükümetin net servet durumu değişmezse borçları azaltma başarılı olacaktır. Özelleştirme yoluyla borçların azaltılması, hem aktiflerde, hemde pasiflerde eşit bir düşmeye neden olacaktır. Zarar eden KİT'lerin özelleştirilmesi, gelecekte kamu tarafından yapılacak harcamaları azaltacaktır. Bunun yanında devlet varlıklarının bunları daha etkin işletecek birimlere devri, vergi gelirlerini artıracaktır.

3304. Monetizasyon

Devlet borçlarının Merkez Bankası'na para basılarak ödenmesine monetizasyon denir. Yani, emisyon hacminin artırılarak borçların azaltılması işlemidir. Monetizasyon, sonuçta para arzını ve satın alma gücünü artırarak fiyat istikrarını bozar. Para basarak borçların ödenmesi durumunda, emisyon hacminin çok ciddi ölçülerde artırılması gerekmektedir. Mevcut iç borç tutarının GSMH'nin %20'si olduğu varsayıldığında, borçların tümünün ödenmesi için emisyon hacminin bu tutar kadar artırılması gerekmektedir (BAĞCI, 2001, s.134).

Monetizasyon, diğer gelir kaynaklarında da bir azalmaya yol açar. Bunun nedeni, vergilerin tahakkuku ile toplanmaları arasında bir gecikme olmasından, vergilerin bir

kısının maktu olmasından ve artan oranlı vergilerin çok sınırlı bir kesime uygulanmasından kaynaklanmaktadır. Bu şekildeki bir vergi yapısından enflasyonist ortamlarda daha az vergi sağlanabilir.

Monetizasyonun kamu borçlarının azaltılmasında başarılı olabilmesi için vadelerinin yeteri kadar uzun olması gerekmektedir. Örneğin, Türkiye’de kamu borçlarının büyük bölümünü vadesi 9 aydan az bulunmaktadır. Bu vade yapısı borçların monetizasyon yoluyla azaltılmasını önemli ölçüde engellemektedir. Borçların nominal faizlerinin sabit olması ve bu oranların beklenen enflasyona göre belirlenmesi, dönem sonunda yüksek reel faiz hadlerini ödememek için enflasyonun belirli düzeyde sürdürülmesini gerekli kılmaktadır (BAĞCI, 2001, s.134).

Monetizasyon seçeneğine borçların azaltılmasında başvurulması enflasyona ve bunun doğurduğu zararlara yol açacaktır. Bu nedenle bu seçenekten kaçınılması gerekmektedir.

3305. Vergilerin Artırılması

Konsolidasyon gibi sadece belirli bir kesime vergi konulması yanında, borçların ödenmesi için vergilerin artırılması başka bir seçenek olarak karşımıza çıkmaktadır. Keynes 1923 yılında İngiltere’nin savaşta oluşan borçları için bir defalık geniş kapsamlı bir servet vergisi önermiştir. Çeşitli ülkeler, yüksek miktarlara ulaşan kamu borçlarını tasfiye etmek için, önceki yıllarda servet vergisine başvurmuştur.

Hükümetler karşılaştıkları oy kaybı nedeniyle vergileri artırmak istememektedir. Vergileri artırmanın ekonomik maliyetleri de bulunmaktadır. Bu maliyet, yanlış vergilerin kaynak tahsisinde sapmaya yol açarak etkinliğin azalmasıdır. Ayrıca vergiler artırıldıkça, mükellefler daha fazla vergi kaçırma girişiminde bulunmaktadır. Bu da vergi toplamının maliyetini artırmaktadır. Çünkü kamu tarafından toplanacak vergilerin bir azami sınırı vardır.

Borçların vergilerin artırılması yoluyla azaltılmasında kullanılacak bir yöntem de servet vergisidir. Bir defalık bir servet vergisi, yüksek oranlı ve sapmaya neden olan vergilere göre daha uygundur. Ancak bunun bir defalık konulması ve borçların önemli bir

kısmını eriterek piyasada böyle bir verginin uzun bir süre konulmayacağı yönünde beklentilerin oluşması gerekmektedir (DORNBUSH, 1988; BAĞCI, 2001, s.117). Ayrıca, böyle bir vergi konulmasındaki başarı birincil açığın azaltılması ve mali disiplinin getirilmesi ile mümkündür (ALESINA, 1988; BAĞCI, 2001, s.117). Türkiye’de buna benzer bir vergi 1994 yılında konulmuş(net aktif vergisi) ancak bu vergi borçların milli gelire oranını azaltmamıştır.

Servet vergisi teorik olarak iyi bir alternatif gibi gözükmektedir uygulamada oldukça büyük sorunlarla karşılaşmaktadır. Demokratik toplumlarda servet vergisine karşı bir direnme olacak ve gecikmeye neden olacaktır. Gecikme arttıkça dışarıya servet kaçırılacağından gelir azalacaktır. Servet vergisi yoluyla borçların azaltılması, sadece ikinci dünya savaşından sonra Japonya’da gözlenmiştir. Bu başarı hükümetin demokratik olmaması neticesinde elde edilmiştir. Diğer Avrupa ülkelerinde servet vergisi konulması sonucunda yeterli başarı elde edilememiştir (BAĞCI, 2001, s.117).

331. Yeni Borçlanma Seçenekleri

İç borç stokunun azaltılmasında ve sürdürülebilir olmasında değişik borçlanma araçlarının kullanılması önemli olacaktır. İç borç enstrümanları ve değişkenlerinin (stok yada borç servisi) seçimi karmaşıktır. Bu yüzden, borç azaltımında politika seçimi farklı zaman profilleri arasında(ani yada aşamalı) ve farklı metotlar (nakit ödeme, menkulleştirme, yardım fonu) arasındadır. Politika seçimi genellikle farklı risklerin ve hükümetin kredibilirliğinin piyasa algılamasına göre değerlendirilir (JOHNSON, 2001, s.15).

3310. İç Borç Stokunun Vadesini Yeniden Düzenlemek

Borç stoku vadesinin düzenlenmesi; vade yapısının uzatılmasını ve faiz maliyetlerinin düşürülmesini kapsamaktadır. Bu amaçla şimdiki borç stoğu, vadesi daha uzun ve daha ucuz enstrümanlarla değiştirilir. Örneğin vadesi 91 gün olan borçlanma senetleri vadesi 192 gün olan borçlanma senetleri ile değiştirilir. Borçlanma senetlerinin vade yapısının düzenlenmesi aşamalı ve hükümetin bütçe açığı finansmanı ve para politikaları ile uyumlu

şekilde yapılmalıdır. Zira kısa vadeli borçlanma senetleri para politikaları doğrultusunda ihraç edilmiş olabilir (JOHNSON, 2001, s.15).

3311. İç Borçların Geri Satın Alınması

1980'lerden bu yana Brezilya, Meksika gibi borçlu ülkelerin bir kısmı, borçlarının bir kısmını genellikle nominal faiz oranından geri satın almaktadırlar. 1990'dan bu yana da İngiltere, Fransa, İtalya, Belçika gibi Ekonomik İşbirliği ve Gelişme Teşkilatı (Organisation for Economic Co-operation and Development-OECD) ülkelerinde de iç borçların geri satın alım yöntemi kullanılmaktadır. Bu tür programlar, hem tahvil alımı hem de tahvil konversiyonunu kapsamaktadır (MARCHESI, 2002, s.2).

İç borçların geri satın alımının temel amacı; borç servisinin riskini ve maliyetini azaltmak, dolayısıyla iç borçların sürdürülebilirliğini sağlamaktır.

Borç servis riski, yeniden finansman riskidir. Geri satın alma ile hükümet vade yapısını düzenler. Geri satın alma, borçlanma maliyetini üç yoldan azaltır. İlk olarak, likit olmayan menkuller likit menkullerle değiştirilerek ikincil piyasada likitideyi artırabilir. Likit menkuller daha kolay paraya çevrilebilir ve değiştirilebilir. Bu nedenle diğer tip tahvillere göre maliyet avantajına sahip olurlar.

Borçlanma maliyetini azaltmanın ikinci yolu geri satın almanın fırsatlarından yararlanmadır. Hükümet piyasadaki daha pahalı tahvilleri ayırt edebilir ve bunların yerine daha ucuz tahviller ihraç edebilir.

Son olarak, kamu ve özel sektör arasında asimetric bilgi olduğunu kabul ettiğimizde, geri satın alma borç servis maliyetini iki yoldan azaltır. İlk olarak, geri satın alma asimetric bilgi oluşumundan kaynaklanan etkinsizlikleri çözüme hükümete yardımcı olabilir. İkinci olarak, hükümet borç seviyesi maliyetini azaltmak için ihraç edilen yeni borçlanmanın vadesini uzatabilir. Burada hükümet, aynı amaca ulaşmak için borçlanma yapısını değiştirir (MARCHESI, 2002, s.2).

Borçların geri satın alınmasında Ulusal Borç Fonları yada özelleştirme gelirlerinden yararlanılır. Alternatif olarak, hükümet yabancı finansmanı da kullanabilir (JOHNSON, 2001, s.16).

3312. Yabancı Dövizle Değişirme

Yabancı Dövizle Değişirme, yabancı döviz cinsinden borçlanma senetlerinin ulusal para ile tutulan borçlanma senetlerine tercih edildiği varsayımına dayanır. Eğer, ülke parası önemli miktarda değer kaybına uğramışsa (yada enflasyon) ve diğer dövizlere karşı bir talep artışı varsa bu seçenek uygulanabilir. Bununla birlikte, yabancı döviz cinsinden borç bankalar ve diğer alacaklılar için özellikle ulusal para cinsinden faiz oranları yabancı döviz faiz oranlarından daha yüksek ise, fazla çekici değildir. Üstelik, ulusal para cinsinden faiz oranları ve enflasyon oranları düştüğünde döviz istikrarı sağlanır ve hatta ülke parası değer kazanırsa istikrarlı bir makroekonomik ortamda yabancı döviz cinsinden borçlanma çok daha az çekici olabilir. Bu nedenle, yabancı döviz cinsinden borçlanmanın değerlendirilmesinde faiz oranları ve döviz projeksiyonlarını değerlendirmek gerekmektedir. Ayrıca, ne tür borçların ve hangi alıcıların borçlarının değiştirileceği ayrıntılı şekilde incelenmelidir (JOHNSON, 2001, s.15).

3313. Borç Öz Sermaye Değişimi

Borç öz sermaye değişimi uygulanabilmesi, kamu veya kamu kurumlarının yatırımcıların talep edebileceği pay senedi ve alternatif değerler sunabilmesine bağlıdır. Pay senedi değişimi, hükümetler piyasaya ilgi çekici pay senedi ihraç edemedikçe uygulanamaz (JOHNSON, 2001, s.15).

3314. Borç Servisi Azaltımı

Eğer kamu harcamaları aşırı düzeylere ulaşmışsa, hükümet kısa vadeli finansman ihtiyacını karşılamak için borçlarını bir kısmını parasallaştırmak zorunda kalabilir. Faiz oranları çok yüksek oranlara yükselmesi borç stoğunda ve borç seviğinde hızlı bir artışa neden olur. Bu döngüyü kırmanın bir yolu borç seviyesi maliyetlerinin bir kısmını finanse edebilecek bir alıcı bulmaktır. Eğer yeterli finansman sağlanabilirse, hükümet sağlamış

olduğu bu ek kaynakla borçlarının bir kısmını ödeyerek borç yükünü azaltabilir (JOHNSON, 2001, s.15).

3315. Ulusal Borç Fonları

Borç servisini azaltmanın bir yolu da Ulusal Borç Fonları'nı harekete geçirmektir. Ulusal Borç Fonları'nın yararları Şu Şekilde sıralanabilir (JOHNSON, 2001, s.15);

- Ulusal tasarrufların harekete geçirilmesinde etkin bir yoldur.
- Hükümetin borç stoğunun analizini ve yönetimini artırır.
- Hükümete finansman maliyetini planlamada yardımcı olur.
- Hükümetin iç borç stoğunu azaltır. Dolayısıyla hayati öneme sahip sosyal sektör harcamalarının finanse edilmesini sağlar.

3316. Endeksli Senetler

Borç stoğunun bir bölümünün çeşitli değişkenlere (enflasyon, kısa vadeli faiz oranları) endekslenmesi hükümetin kredibilitesini artırdığı için faiz oranlarının düşmesini ve vadelerin uzamasını sağlayacaktır. İlk olarak, ekonomik birimler enflasyon riskinden endişe ediyor iseler ve hükümet enflasyonu düşürmeye çalışıyor ancak piyasalar bunu tamamen güvenilir kabul etmiyorsa, *enflasyona endeksli senetler* daha düşük reel maliyete sahip olacaktır. Enflasyonun devlet borçlanması açısından yarattığı sakıncaları enflasyona endeksli tahvil ihracıyla kırmak mümkündür. Bu sayede endeksli tahviller tasarrufçu kurumları ve yatırımcıları enflasyona karşı korur. Endeksli olarak ihraç edilen tahviller piyasadaki cari faiz oranına ve ihraç edilecek tahvillere göre devlete daha ucuza fon temin edebilirler (TÜRK, 2002, s.312). Örneğin, Brezilya'da yüksek enflasyonun hüküm sürdüğü yıllarda enflasyona endeksli araçlarla uzun vadeli borçlanma imkanı bulmuŐtur

Bununla birlikte, enflasyona endeksli tahvillerin enflasyon sebebiyle borç yükünün hafiflemesini önlemesi, enflasyon dönemlerinde tüketim artışlarını teşvik etmeleri ve enflasyonun kontrol altına alınması konusunda hükümet üzerinde baskıyı azaltması gibi sakıncaları söz konusudur.

İkinci olarak, mali endeksli senetler kısa vadeli faiz oranları görece olarak düşük ise enflasyona endeksli senetlerden daha uygun olabilir. Bununla birlikte, kısa vadeli faiz oranlarında hızlı değişimler bu tür borçlanmanın reel kazancını azaltacak yada yükseltecektir. Ayrıca, borç stoğunun bir kısmının bazı değişkenlere endekslenmesi, başlangıçta hükümetin kredibilitesi düşük olduğunda risk primini artırdığından dolayı önemli dezavantajlara da sahiptir. Hem faiz oranlarının yükselmesine hem de vadelerin kısalmasına yol açabilir (GUERRA ve diğerleri, 2003, s.8).

Üçüncü olarak, döviz endeksli borçlanma senetleri döviz kuru riskine karşı koruma sağlar. Ulusal ve yabancı yatırımcılar enflasyon riskinden ziyade, döviz riskinden endişe ediyor iseler döviz endeksli borçlanma daha uygun olabilir. Eğer hükümet, iç borç stokunun bir kısmını döviz endeksli borç haline getirirse yatırımcılar döviz kurlarındaki beklenmedik değişimlere karşı korunmuş olurlar. İstikrarsızlık dönemlerinde döviz endeksleme, yatırımcılar için uygun olabilir. Bununla birlikte, döviz endeksli borçlanma, döviz kurunda önemli miktarda değer kaybı meydana geldiğinde hükümet için daha maliyetli olabilir. Bu nedenle, döviz kuru projeksiyonları bu seçeneğin değerlendirilmesinde önemlidir (JOHNSON, 2001, s.17).

Son olarak büyümeye endeksli borçlanma senetleri şöyle kullanılır; Bir ülkenin GSYİH'sının belli bir dönemde ortalama %3 büyüdüğünü ve bu büyüme hızının bundan sonraki yıllarda da devam edeceğini kabul edelim. Bu ülkenin, %7 faiz oranıyla düzenli olarak ihraç yaptığını farz edelim. Bu ülke, yıllık kupon ödemeleri, örneğin GSYİH büyüme oranı %3 trendini aştığı her noktada, % 1 artan büyüme endeksli borçlanma senedi ihraç etsin. Büyüme oranı düştüğünde, aynı şekilde kupon ödemeleri düşecektir (sözleşmede kupon ödemelerinin sıfırın altına düşmeyeceği kararlaştırılmalı). Büyümenin %1 gerçekleştiği yıllarda kupon ödemeleri %5 olabilecek ve büyümenin %5 gerçekleştiği yıllarda kupon ödemesi %9 olacaktır.

Bu tür büyüme endeksli borçlanma senetlerinin birçok avantajları vardır. İlk olarak, büyüme endeksli senetler, kriz riskini azaltarak borç/GSYİH oranını değişkenliğinin azalmasına yardımcı olacaktır. İkinci olarak, büyüme endeksli borçlanma senetleri, otomatik stabilizatör tip işleyiş sağlar. Bu nedenle, konjonktürel politika ihtiyacını azaltır. Bu tür senetler zayıf ekonomik performansın olduğu dönemlerde birincil denge istikrarında

siyasi zorluklardan kaçınmaya yardımcı olur. Buna karşılık, güçlü büyümenin olduğu dönemlerde aşırı mali genişlemeden kaçınmaya yardımcı olur. Son olarak, büyüme endeksi borçlanma senetleri, uluslararası düzeyde risk paylaşımını geliştirir (CALLEN ve diğerleri, 2003, s.138).



DÖRDÜNCÜ BÖLÜM

4. TÜRKİYE'DE İÇ BORÇLARIN GELİŞİMİ VE SÜRDÜRÜLEBİLİRLİĞİ

40. Türkiye'de İç Borçlanmanın Gelişimi

Bilindiği gibi Türkiye ekonomisi son 13-14 yılını giderek ağırlaşan bir iç borç sorunun etkisinde kalarak geçirmiştir. Kamu iç borç stokunun büyüklüğü özel sektör kredilerini ve dolayısıyla yatırımları dışlamakta (crowding out), yüksek enflasyon ve gelir dağılımı dengesizliği başta olmak üzere bir çok ekonomik sorunun oluşumu üzerinde etkili olmaktadır.

İç borç stokunun vadesinin kısa olması ve faiz yükünün yüksekliği sürdürülebilirlik tartışma sürecine hız kazandırmıştır. Borç stokunun sürdürülebilir olup olmadığının tartışılma süreci özellikle 2001 yılındaki finansal krizden sonra hız kazanmıştır. 2001 yılındaki finansal kriz, ekonomik aktivitelerin daralmasına neden olarak vergi gelirlerini düşürmüş ve reel faiz hadlerini yükseltmiştir. Bunlara ilaveten, bankalarındaki görev zararı ve Tasarruf Mevduatı Sigorta Fonu'na (TMSF) geçen bankalardaki görev zararlarının karşılanması sonucunda aşırı derecede artan iç borç stoku iç borçların sürdürülebilirlik tartışmalarını hızlandırmıştır (İNAN, 2003, s.15).

Ekonomilerin acze düşmesi veya borç stokunun çok yükselmesi hükümetlerin borçlarını ödeyemez duruma düşmesi mümkündür. Ancak, bu duruma düşmeden önce hükümetler mevcut politikalarda değişiklik yapmaktadırlar (DORNBUSH VE DREGHI, 1992, s.15). Bu bağlamda, Türkiye'de 1998 yılına kadar borçlanma politikalarında değişikliğe gidilmemiştir. Borçlanma politikalarında ilk değişiklik, 1998 yılında hükümetin borçlanma yetkisinin bütçe gelir-gider farkının %15'le sınırlandırılmasıdır.

Hükümetlerin, genellikle borçlarını ödeyemez duruma düşmeden önce yapmış oldukları politika değişikliği bütçe fazlası vermeye yönelikse ve kamuoyunda bu politikanın uygulanacağına ve olumlu etkilerinin olacağına inanılıyorsa, bir kriz çıkmadan önce sorun çözülmektedir. Ancak, politika değişiklikleri mevcut borç stokunun parasallaştırılması, konsolide edilmesi ve faaliyetler üzerine sınırlamalar konulması gibi özellikleri taşıyorsa, devlet müflis duruma düşmeden mali kriz ortaya çıkmaktadır. Ülke deneyimleri bu krizler sonucunda yerli paranın büyük ölçüde değer kaybettiğini göstermektedir (DORNBUSH-DREGHI, 1992, s.17).

Bu bağlamda, borçlanma politikalarında ikinci değişiklik olarak, birinci politika değişikliği yanına “faiz dışı fazla” aracı eklenmiştir. Türkiye, 1999 yılından itibaren aktif olarak iç borçlanma politikasını değiştirmeyi ve borçlanmayı bir finansman aracı olmaktan çıkarmayı hedeflemiştir (EKZEN, 2003b, s.649).

Yapılan politika değişikliklerine rağmen son yıllarda, özellikle 2001 yılında, Türkiye ekonomisinde gerçekleşen makroekonomik değişkenler (reel faiz, KKBG, büyüme oranı, iç ve dış borçlanma) uygulanan politikaların sürdürülemez olduğunu göstermekteydi. Türkiye, 2001 yılı sonu itibariyle uluslararası finansman kuruluşlarından sağladığı 31 Milyar Dolarlık kredi içindeki 8 Milyar Dolarlık iç borç kredisi kullanımıyla iç borçlarını çevirebilmiştir. Yani, Türkiye iç borçlarını kendi kaynaklarıyla ödeyemez duruma düşmüştür (EKZEN, 2003b, s.649).

Özellikle, kamu borçlanmasının riskli olarak algılandığı durumlarda, borçlanma faizlerinin yükselmesi borç dinamiğini olumsuz etkilemekte, bu durum bir kısır döngü şeklinde faizlerin daha da yükselmesine, borç dinamiğinin daha da bozulmasına neden olmaktadır. Faizlerin yükselmesi, borçlanma dinamiklerinin bozulmasıyla birlikte azalan güven ortamı, borçlanma vadelerinin kısalmasına neden olmaktadır.

Bu çerçevede, kamu borçlanmasına ilişkin risk algılamalarının kontrol altına alınabilmesi ve borçlanmanın makul faiz seviyelerinde sürdürülebilmesi için, kamuoyu güveninin sağlanması büyük önem taşımaktadır. Yüksek bir borç yükü altında, kredibilitenin sağlanmasında en önemli unsur, borçlanmanın sürdürülebilirliğini garanti

altına alacak sıkı maliye politikaları ve buna bağılı olarak verilecek faiz dışı fazladır (KAMU BORÇ YÖNETİM RAPORU, 2003, s.10).

41. Kamu Kesimi Genel Dengesindeki Gelişmeler

Türkiye’de borçlanmanın gelişimine bakıldığı zaman, Cumhuriyetin ilk yıllarından 1970’lerin sonuna kadar, iç borçlanmanın nadiren başvurulan bir finansman aracı olduğu ve borçlanmanın özel kanunlar çerçevesinde gerçekleştirildiği görülmektedir. Bütçe açıklarının iç borçlanma yoluyla karşılanmasına 1985 sonrası dönemde ağırlık verilmeye başlanmıştır.

1980-1985 yılları arasında hükümetler bütçe açıklarının finansmanı için iç borçlanmaya sınırlı düzeyde başvurmuş, söz konusu açıklar genellikle Merkez Bankası kaynaklarına başvurularak finanse edilmiştir. 1985 yılında iç borçlanma yapmak amacıyla Hazine Bonosu ve Devlet Tahvili satışında ihale yöntemine geçilmesi ile beraber açıkların önemli bir kısmının para ve sermaye piyasalarından temin edilmesi sağlanmıştır (BOR, 2003, s.45).

1985 yılında iç borçlanmaya ilişkin kayıtların uluslararası muhasebe standartlarıyla uyumlu hale getirilmesi amacıyla daha önce bütçeye gelir ve gider yazılan iç borç anapara giriş ve ödemeleri bütçe kapsamı dışına çıkarılmış ve yalnızca faiz ödemeleri bütçe içinde gösterilmeye başlanmıştır.

1986 yılında 3274 sayılı Kanunla yapılan değişiklik ile borç yönetimi, Hazine’nin Maliye Bakanlığından ayrılması ile birlikte ayrı bir yapıya kavuşturulmuştur. 1986 tarihine kadar iç borçlanma tutarı Merkez Bankasının ihtiyaç ve sermayesinin beş katını aşmıyordu. 1986 yılından sonra bu kısıt kaldırıldı ve sınırsız iç borçlanma yolu açıldı (EROL –YALINPALA, 1999, s.103). Borç idaresinin, bütçe idaresinden ayrılması ile birlikte Türkiye’de borçlanma politikasında da değişim yaşanmış ve kamu finansmanında vergiden daha çok borçlanmaya ağırlık verilmiştir (SOLAK, 2003, s.3).

Borçlanma alanında önemli bir gelişme de, 1989 yılında çıkarılan 32 sayılı Türk Parasını Korunması kararı ve sermaye hareketlerinin liberalize edilmesidir. Sermaye

hareketlerinin liberalizasyonu faizlerin yükselmesinde etkili olmuştur (ÇELEBİ, 1998, s.26).

1993 yılına gelindiğinde kamu harcamalarındaki hızlı artışa karşın gelirlerde aynı oranda bir artış sağlanamaması nedeniyle yüksek bir kamu açığı ortaya çıkmış, borçlanma ihtiyacı artmıştır. Kasım ayında göreve gelmiş olan yeni hükümet, iç borçlanma politikasında maliyetleri düşürecek arayışlara girmiştir. Bu kapsamda Kasım-Aralık aylarındaki borçlanma ihaleleri iptal edilmiş, Merkez Bankası kaynaklarına başvurulmuştur. 1994 yılı başından itibaren borçlanma kağıtları üzerinden elde edilen faiz gelirlerine de ek vergi getirme kararı alınmıştır (EKZEN, 2003, s.19).

Ekonomik krizin yoğunlaşmasıyla kamu açıklarını disipline etmeye yönelik olarak 5 Nisan 1994 kararları yürürlüğe girmiştir. Bu çerçevede, bütçe ödeneklerinin %15'ine kadar olan KVA imkanına 1995 yılından itibaren her yıl kademeli olarak azaltılması ve 1998 yılında %3'e indirilmesi kararlaştırılmıştır.

1994 krizinden sonra dış borçlanma imkanlarının azalması ve Türkiye'nin net dış borç ödeyici konumunda olmasından dolayı iç borçlanmaya ağırlık verilmiştir. İç borçlanma, bankacılık kesimi ve giderek artan oranda kısa vadeli olmak üzere özel kesimin dış borçlanmasıyla finanse edilmiştir (EKİNCİ, 2002, s.34).

1995 sonrasında ortaya çıkan kronik bütçe açığı sorunu, bütçe açığının finansmanında iç borçlanma ve para arzındaki artış arasındaki ikameyi ortadan kaldırmış ve iç borçlar ile bütçe açığı birbirini destekleyen bir paradoks şekline dönüşmüştür (ÇOLAK-ATAN, 2002, s.6).

1999 yılının sonuna doğru ekonomik göstergelerin kötüleştiği, ekonomide ciddi bir küçülmenin yaşandığı ve bütçe açıklarının arttığı gözlenmiştir. Ayrıca kamu bankaları kısa vadeli nakit ihtiyaçları için para piyasalarında aşırı talep ve baskı yaratmaya başlamıştır (BOR, 2003, s.48).

1998 Asya ve Rusya krizlerinin de etkisiyle derinleşen ekonomik kriz, 9 Aralık 1999 tarihinde IMF'ye sunulan Niyet Mektubu çerçevesinde geliştirilen İstikrar Programı ile

sonuçlanmıştır. 2000 yılında kısmen iç borçların dış borçlarla ikamesi yoluna gidilerek, yurt içinde faizler hızla düşürülmüş, enflasyon ise hedeflenen oranlarda düşmediğinden reel faizler negatif düzeylere inmiştir (ERTUNA, 2001, s.21). Tablo 2’de görüleceği gibi 2000 yılında ortalama %35 düzeyinde olan faizler 2001 Mart ayında %193,7’ye yükselmiş, sonraki aylarda faizler azalmakla birlikte 2001 yılında ortalama %98 oranında gerçekleşmiştir.

Tablo: 2

Devlet İç Borçlanma Faizleri(Ağırlıklı Yıllık Ortalama Faiz %)

Aylar	2000	2001
Ocak	36.3	65.1
Şubat	40.2	120.8
Mart	35.7	193.7
Nisan	33.3	130.4
Mayıs	36.3	81.7
Haziran	39.8	88.6
Temmuz	32.4	95.5
Ağustos	33.4	92.4
Eylül	33.6	87.7
Ekim	37.2	86.7
Kasım	38.6	79.4
Aralık	-	74.2

Kaynak: DPT, Temel Ekonomik Göstergeler, 2003, s.99.

2001 yılında Tasarruf Mevduatı Sigorta Fonu kapsamındaki kamu bankalarının mali yapılarının düzeltilmesi amacıyla görev zararı stokları yaklaşık 23 Katrilyon TL’lik nakit dışı ihraç yapılmak suretiyle tasfiye edilmiştir.

Yine 2001 yılında iç borçlanmanın vadesini uzatmak ve bankacılık kesiminin döviz riskinin azalmasına yardımcı olmak amacıyla “iç borç takas operasyonu” ile iç borç stokunun ortalama vadesi uzatılmış ve iç borç itfalarında rahatlatma sağlanmıştır (BOR, 2003, s.48).

Ayrıca, piyasaların taleplerini dikkate alarak ve borç stoku üzerindeki kur riskini gözetmek suretiyle, değişken faizli, döviz cinsi ve dövize endeksli borçlanma araçları kullanılmaya başlanmıştır.

Tablo: 3**İç Borç Stokunun Döviz/Faiz Yapısı (%)**

	2000(Aralık)	2001	2002	2003	2004(Haziran)
Sabit Faizli	20.4	15	25	35	40
Değişken Faizli	13	50	43	43	42
Döviz Cinsinden	3	16	19	13	13
Döviz Endeksli	-	20	13	9	9

Kaynak: Hazine Müsteşarlığı verilerinden derlenmiştir.

Tablo 3’de iç borç stokunun döviz/faiz yapısı gösterilmektedir. Mayıs 2001’de gerçekleştirilen iç borç takasının da etkisiyle, değişken faizli ve döviz cinsinden ve döviz endeksli kağıtların toplam borç stoku içindeki payı %86’ya tırmanmıştır. Döviz cinsinden ve döviz endeksli iç borç oranı 2001 yılında %36 iken, sonraki yıllarda azalmaya başlamış 2004 yılı Haziran ayı itibariyle de %21 düşmüştür

Ayrıca, kamu borç stokunun uluslararası kabul görmüş olan seviyelere indirilebilmesine yönelik etkin borç ve risk yönetimi altyapısını oluşturmak ve kamu finansmanı alanında şeffaflık ve disiplin sağlamak üzere 2002 yılı Nisan ayında “4749 sayılı Kamu Finansmanı ve Borç Yönetiminin Disiplin Altına Alınması Hakkındaki Yasa” çıkarılmıştır. Bu kanunla mali disiplini sağlamaya yönelik olarak dağınık mevzuat aynı yasa altında düzenlenmiş ve mali yükümlülük yaratan hususlarda tek bir makam belirlenmiştir.

Borçlanma kanunu çerçevesinde KVA imkanının kaldırılmasına bağlı olarak kısa vadeli nakit gereksinimleri için Hazine’ye, para piyasalarından karşılığında DİBS ihraç etmeden 30 güne kadar vadeli borçlanma imkanı sağlanmıştır.

Özellikle, 2001 yılı sonrası etkileri gözlemlenen Güçlü Ekonomiye Geçiş Programı’nda kamu maliyesinin temel amacı, faiz dışı fazlanın milli gelire oranının belirli düzeylerde tutulmasıdır (İYİDİKLER-ÖZUĞURLU, 2003, s.8). Uygulanmakta olan program ile iç borç stokunun milli gelire oranında ve faiz oranlarında gerçekleşen çarpıcı azalma ve vade yapısında sağlanan gelişmelere karşın borç dinamikleri henüz arzu edilen düzeye ulaşmamıştır.

410. Kamu Kesimi Borçlanma Gereği (KKBG)

Kamu Kesimi Borçlanma Gereğinin (KKBG) boyutu ve yapısı, borçlanmanın sürdürülebilirliği konusunda en önemli faktörlerdendir (SPK, 2001, s.3). Bu nedenle, analizimize KKBG'nin gelişimi ile başlayacağız.

Bir ülke idari teşkilatlanmasındaki; merkezi idare, mahalli idareler, katma bütçeli idareler, sosyal güvenlik kuruluşları, döner sermaye işletmeleri, Kamu İktisadi Teşebbüsleri (KİT) ve bütçe dışı fonlar kamu kesimini oluşturmaktadır. Bu kurum ve kuruluşların açıkları ise KKBG meydana getirmektedir. Bu tutar, o yıl için sağlanması gereken zorunlu kaynak gereksinimini gösterir.

KKBG'nin 1980 sonrası dönemde gelişimini göstermek üzere aşağıda Tablo 4 hazırlanmıştır. KKBG, 1980'li yılların başına gelindiğinde ekonomik sorun olarak belirginleşmeye başlamıştır. 1981-1982 yıllarında önemli ölçüde düşen KKBG, 1983 yılında tekrar artmaya başlamıştır. 1984 yılında ise vergi oranlarının düşürülmesi ve mahalli idarelere konsolide bütçeden verilen payın artırılması nedeniyle önemli ölçüde sıçrama göstermiştir. Bütçe ve KİT açıklarının devreye girmesiyle birlikte KKBG 1987 yılından itibaren artmaya başlamıştır. KKBG/GSMH oranı 1986 yılında %3.7 den 1987 yılında %6.5'e yükselmiştir.

1990'lı yılların ilk yarısında kamu harcamalarının sürekli artmasına karşılık kamu gelirlerinin artırılamaması, KİT zararları ve sosyal güvenlik açıkları KKBG'ni yükseltmiştir. 1990 yılında %7.5 olan KKBG/GSMH oranı 1993 yılında %12'ye yükselmiştir. 5 Nisan Kararları çerçevesinde alınan gelir artırıcı ve gider azaltıcı önlemler sonucunda KKBG/GSMH oranı %5 düzeyine indirilmiştir. 1996 yılından itibaren yükselmeye başlayan bu oran 2001 yılında en yüksek seviyesi olan %16.4'e ulaşmıştır.

KKBG, 1980'li yıllarda dış borçla, 1990'lı yıllarda iç borçlanmayla karşılanmıştır. Ancak, iç borçlanmaya daha çok başvurulmaktadır. Bu bakımdan, KKBG'nin büyük oranlarda gerçekleşmesi iç borçların artmasına sebep olmaktadır. KKBG rakamına bir de kamu kesimi genel dengesi içinde görünmeyen borçlanmaları da dahil edersek çok daha büyük boyutlara ulaşılacağı görülecektir (AKTAN, 2003, s.12).

Tablo: 4

KKBG'nin Bütçe Türlerine Göre Dağılımı(GSMH'ya Oran Olarak)

Yıllar	Top. Kamu	Konso. Bütçe	Faiz Dışı Konso. Bütçe	KİT	Mahalli İdare	Döner Sermaye Kuruluş	Sosyal Güven. Kuruluş.	Fonlar	Özelleş. Kapsamın. Kuruluş
1980	8.8	0.6	2.5	4.9	0.3	0.5	-	-	-
1981	4.0	0.9	0.6	2.4	0.0	0.0	-	-	-
1982	3.5	0.8	0.7	1.9	0.0	0.1	-	-	-
1983	4.9	1.5	0.7	2.2	0.0	0.5	-	-	-
1984	5.4	2.0	2.4	1.9	-0.1	0.0	-0.3	-0.5	-
1985	3.6	1.9	0.3	2.5	-0.1	-0.4	0.0	-0.6	-
1986	3.7	2.6	0.2	2.6	0.3	-0.3	0.0	-1.7	-
1987	6.1	3.0	0.5	3.3	0.5	0.0	-0.6	-0.6	-
1988	4.8	3.9	-0.8	2.2	0.4	0.1	-0.4	-0.5	-
1989	5.3	3.6	-0.3	1.9	0.2	0.0	-0.4	0.4	-0.1
1990	7.5	3.5	-0.5	3.8	0.0	0.0	-0.3	0.6	0.2
1991	10.2	3.8	1.5	3.1	0.3	0.0	0.1	0.9	0.4
1992	10.6	3.7	0.6	3.3	0.8	0.0	0.2	1.3	0.7
1993	12.0	5.8	0.9	2.4	0.7	0.0	0.6	0.9	0.7
1994	7.9	7.7	-3.8	1.4	0.4	0.0	0.6	0.9	0.7
1995	5.0	7.3	-3.3	-0.2	0.2	0.0	0.4	0.6	-0.1
1996	8.6	10.0	-1.7	-0.5	0.3	0.0	0.0	0.1	0.5
1997	7.7	7.7	-0.1	-0.3	0.3	0.0	0.1	0.0	0.1
1998	9.4	11.5	-4.3	1.4	0.4	0.0	0.4	0.0	0.0
1999	15.6	13.7	-1.8	2.4	0.3	0.0	0.2	0.6	0.1
2000	12.5	16.3	-5.3	1.8	0.5	-0.1	0.2	-1.3	0.5
2001	16.4	17.4	-5.8	0.0	0.2	-0.2	-1.1	-0.5	0.2
2002	12.8	14.9	-4.1	-1.1	0.1	-0.2	-1.0	0.0	0.1
2003	8.7	11.4	-5.1	-0.5	0.1	-0.2	-1.1	-0.6	-0.4

Kaynak: DPT, Ekonomik ve Sosyal Göstergeler 1950-2003, s.15.

Yüksek mali açık, iç borçta büyük bir artışı neden olmaktadır. Artan iç borcu finanse etmek özel sektör kredilerini dışlamakta ve firmaların finansman kararlarını etkilemektedir. Açıkların finansmanı için yüksek kazançlı hazine kağıtları ihraç edilmekte, fonlar devlet borçlanma senetlerine yönlendirilmektedir. Uzun vadeli senetlerden ziyade kısa vadeli senetlere daha yüksek getiri sağladığından yatırımcılar kısa vadeye yönelmektedir. Sonuçta kaynakların menkul kıymetler borsasından kamu borçlanma piyasasına yönelmesi, menkul kıymetler borsasını zayıf yada likitsiz bırakmaktadır. Birçok yatırımcının kısa vadeli devlet tahviline yönelmesi, özel sektör firmalarının uzun dönemli sermaye ihtiyaçlarını sıkıntıya sokmakta, yatırımları azaltmaktadır (<http://www.africaaction.org/docs03/eca0308a.htm>).

Zira, son yıllarda yüksek reel faizlere de bağlı olarak kamu kesimi borçlanma ihtiyacındaki artış özel bankaların reel ekonomiye kaynak sağlamaktan uzaklaşarak kamu açıklarını finanse etmeye yönelmelerine yol açmıştır. Devlet iç borçlanma senetlerinin mevduat bankalarının toplam aktifleri içindeki payı 1990 yılında yüzde 10'dan 1999 yılında yüzde 23'e çıkmıştır. Aynı dönemde özel sektöre açılan kredilerin toplam aktifler içindeki payı ise yüzde 36'dan yüzde 24'e inmiştir. Böylece bankalar üreticiyi ve reel ekonomiyi yeterli ölçüde destekleyememiştir (<http://www.milliyet.com.tr/content/dosya/program01.html>).

411. İç Borç Stoku

Ülkemizde iç borç stoku, Devlet Tahvili ve Hazine Bonosu ile Merkez Bankasından alınan KVA ve çeşitli kaynaklardan sağlanan veya kısa süreli borçların konsolidasyonu yoluyla oluşan konsolide borçlardan oluşmaktadır.

İç borç stokunun gelişimini göstermek üzere Tablo 5 hazırlanmıştır. 1996 yılında iç borç stoku nominal olarak %214 oranında, reel olarak %34.9 artarak 1.3 katrilyon TL'den 3.1 katrilyon TL'ye yükselmiştir. 1980 yılı baz alındığında Türkiye'nin iç borç stoku her yıl bir önceki yıla göre nominal olarak % 85, reel olarak %16.6 oranında artış göstermiştir. Özellikle, 1983 yılından sonra iç borç stoku dikkat çekici boyutta artmaktadır. 2001 yılı sonunda Türkiye'nin iç borç stoku yıl içinde 86 katrilyon TL'lik artışla 122 katrilyon olarak gerçekleşmiştir.

Tablo: 5
İç Borç Stoku

Yıllar	İç Borç Stoku (Milyar TL)	Önceki Yıla Göre Nominal Artış (%)	Önceki Yıla Göre Reel Artış (%)*
1980	721	-	-
1981	991	37	2.5
1982	1.341	35	6.3
1983	3.173	137	84.3
1984	4.634	46	-0.1
1985	6.973	50	6.7
1986	10.515	51	18.4
1987	17.219	64	17.5
1988	28.458	65	0.1
1989	41.934	47	-0.1
1990	57.180	36	-22.0
1991	97.647	71	12.0
1992	194.236	99	18.9
1993	357.347	84	27.5
1994	799.308	137	1.4
1995	1.361.006	70	-9.4
1996	3.148.984	214	34.9
1997	6.283.425	100	11.8
1998	11.612.885	85	9.5
1999	22.920.145	97	37.3
2000	36.420.620	59	3.4
2001	122.157.259	235	112.5
2002	149.869.691	22	18.1
2003	194.386.700	29	-24.8

* Reel değerlerin hesaplanmasında TEFE kullanılmıştır

Kaynak: (www.tressury.gov.tr), İç Borç İstatistikleri.

Türkiye, bu büyüklükte iç borç stokunun çevirebilmek için 2001 yılı içerisinde 209.5 katrilyon TL tutarında toplam iç borçlanmaya gitmiştir. 2001 yılı içinde iç borç stokunda 86 katrilyon TL'lik artış olurken, borcu çevirebilmek için toplam borçlanma miktarında 177 katrilyon TL'lik artış olmuştur. Toplam borçlanma miktarındaki 177 katrilyon TL'lik artış 2001 yılı toplam GSMH'sı (179.5 katrilyon) kadardır (EKZEN, 2003b, s.631).

Türkiye'de iç borç stokunun sürekli artmasında, etkin bir vergi sisteminin olmayışı, kamu harcamalarının yeterli bir disiplin altında yapılmaması, kayıt dışı ekonominin büyüklüğü, ekonominin her kesimindeki sermaye birikimi ve verimliliğin düşüklüğü ve konsolide bütçe dışındaki kuruluşların finansman açıkları gibi bir dizi sebepten kaynaklanan kamu açıklarının etkisi vardır (TÜSİAD, 1996, s.13).

Özellikle, 1980’li yıllardan sonra kamu kesimi finansman açıklarının büyümesi, yüksek oranlı enflasyon ve artan borç talebi nedeniyle Hazine yüksek faiz oranında borçlanmıştır. Yüksek reel faizler kamu kesiminin borçlanma ihtiyacını daha da artırmış ve bir borç-faiz kısır döngüsünü ortaya çıkarmıştır. Yine, bu dönemde yaşanan ekonomik ve siyasal belirsizlikler nedeniyle borçlanma vadesi kısalmıştır. Kısa vadeli borçlanmanın getirdiği faiz yükü nedeniyle iç borç stoku sorun olacak bir seviyeye ulaşmıştır (TCMB, 2002, s.25). Borç stokundaki bu artış 1990’lı yılların ilk yarısında yüksek oranlarda seyreden faiz dışı kamu açıklarından kaynaklanmış, ikinci yarıda ise yüksek reel faizlerin etkisi ile belirgin hale gelmiştir (TOPRAK, 2001, s.191).

Öyleki, analiz edilen 12 Avrupa Birliği ülkesinde yüksek faiz yükünün borç oranının yükselmesinin temel nedeni olduğunu ortaya çıkarmıştır. 12 Avrupa ülkesinin dokuzunda (Fransa, Avusturya, İspanya, İsveç, Finlandiya, Belçika, İtalya, Hollanda ve Almanya) hem makroekonomik ortamın bozulmasında hem de faiz borç oranlarının artmasında faiz oranlarının yüksekliği etkili olmaktadır. Diğer ülkelerde (İngiltere, Danimarka ve İrlanda) ise, faiz oranları yükü ya istikrarlı seyretmiş yada azalmıştır. Bunun nedeni ise, maliye politikası, ekonomik büyüme ve enflasyonun borç oranını azaltıcı yönde katkı sağlamıştır (COLLINON- MUNDSCHENK, 2000, s.10).

İç borç stokuyla ilgili olarak irdelenmesi gereken temel husus; kontrolsüz büyüme olasılığı olan iç borç stokunun önümüzdeki dönemde nasıl denetim altına alınacağıdır. Kontrol için ön koşul; iç borç stokunun finanse edildiği yurtiçi mali sistem içindeki payının düşürülmesi gerekmektedir. Yurtiçi mali sistemin büyütülmesi işi kısa dönemde olacak bir şey olmadığı için, temel sorunumuz iç borç stokunun azaltılmasıdır. İç borç stokunun azaltılması için; faiz dışı fazladan taviz verilmemesi, finansman için net dış kaynak kullanılması ve reel faizleri düşürülmesi gerekmektedir. Net dış kaynak kullanımı ve faiz dışı hedefine bağlılık ekonomi yönetimine ve izlenen politikalara duyulan güveni artırarak reel faizlerin düşmesini sağlayacaktır (KOÇ, 2003, s.1).

Ancak, bu çerçevede piyasalara güven tesisi uğruna 1994 yılından bugüne kadar aralıksız on yıllık dönemde verilen faiz dışı faizlere rağmen, iç borç stokunun artış eğilimi hız kesmemiştir. Önümüzdeki dönemlerde kamunun faiz dışı harcamalarını daha fazla denetlemesi gittikçe zorlaşacaktır. Bu durum, faiz dışı fazlanın sürdürülebilir olmadığını

göstermektedir. Bu nedenle, reel faizlerin düşürülmesi konusunda ekonomi yönetiminin, başta yabancı sermaye ve ihracat olmak üzere, yeni dış finansman olanaklarının araştırılması, özelleştirmeye hız verilmesi gerekmektedir. İç borç stokunun azaltılması noktasında söz konusu tedbirlere ve normal Uluslararası Para Fonu (International Monetary Fund-IMF) istikrar tedbirlerine ilave olarak piyasaya dayalı fakat piyasa dışı çözümlerin de tartışılması gerekmektedir (KOÇ, 2003, s.2).

412. İç Borç Stokunun Vade Yapısı

Vadeleri yönünden borçlar, kısa ve uzun vadeli olarak ikiye ayrılmaktadır. Buna göre, bir yıl içinde ödenmesi gereken borçlar kısa vadeli, bir yıldan daha uzun sürede ödenecek olan borçlar ise uzun vadeli borç olarak nitelendirilmektedir. Kısa vadeli borçlara, bütçe dönemi içinde ortaya çıkan geçici açıkların kapatılması için başvurulurken, uzun vadeli borçlara bütçenin gelir yönünden yetersizliğini gidermek için başvurulur.

Tablo: 6

İç Borç Stokunun Vade Yapısı (Stokun Yüzdesi Olarak)

	1989	1990	1991	1992	1993	1994	1995	1996	1997	1998	1999	2000	2001	2002	2003
NAKTEN SATILAN	78.1	87	83	67	55	64	64	70	78.1	81.9	88.1	80.8	47.4	59.6	67.1
TAHVİL	58.9	67	48	34	30	8	19	23	38.1	32.9	74.0	75.2	32.9	34.9	54.4
1 Yıl	20	10	16	22	25	3	17	9	5	21.1	2.6	2.5	6.5	3.4	0.1
Kırık Vade (1 yıl-2 yıl)	0	0	0	0	0	0	0	5	12.6	0.8	46.3	50.8	3.0	9.5	29.9
2 Yıl	18.4	28	12	3	1	0	1	0	16.4	8.6	8.5	11.4	4.6	9.8	8.2
3 Yıl	13	18	11	4	1	0	0	8	3.1	1.3	5.9	3.7	4.1	2.4	9.2
4 Yıl	3	4	2	1	0	0	0	0	0	0	0	0	10.7	6.5	4.4
5 Yıl	0	4	4	3	2	3	0	0	0	0	0	0	3.3	3.4	2.5
Hesaben	2.8	3	3	2	1	1	1	1	1	1	0	0	0	0	0
BONO	19.2	20	35	30	25	56	45	48	39.9	49	14.1	5.6	14.5	24.7	12.7
3 Ay	2.3	6	12	20	0	32	6	1	-	-	3.2	2.2	2.4	2.6	2.3
Kırık Vade (3 ay-6 ay)									13	5.2	0	0	4.8	5.6	1.2
6 ay	7.4	8	14	6	10	14	0	7	4	14.1	5.8	0	0.9	0.0	0.8
Kırık Vade (6 ay- 9 ay)									8	9.6	5.1	0.4	5.4	7.0	2.1
9 Ay	9.5	6	8	4	7	2	9	4	2.9	14.7	0	0	0	0.5	0.1
Kırık Vade (9 ay- 1 yıl)									12	5.4	0	3.1	0.9	9.0	6.4
NAKİT DIŞI SATILAN	21.9	13	17	33	45	36	36	30	21.9	18.1	11.9	19.2	52.6	40.4	32.9

Kaynak: HM

Tablo 6’da görüleceği üzere, vadeler 1989 yılından sonra kısalmaya başlamış ve 1994 yılında toplam borçlanma içerisinde kısa vadeli borçların payı %56’ya ulaşmış, uzun vadeli borçlar ise % 8’e düşmüştür. 1998 yılında meydana gelen Rusya Krizi, vadelerde tekrar bir kısalmaya sebep olmuştur. 2001 yılından sonra uzun vadeli borçlar tekrar yükselmeye başlamıştır.

1990 öncesinde iç borçlar içinde uzun vadeli iç borçların payının yüksek olmasının nedeni, yüksek düzeyde gerçekleşen kur farkları ile konsolide borçlardan⁵ elde edilen borçlardır. 1990 sonrasında kısa vadeli borçların artması ise hükümetlerin Merkez Bankası kaynaklarına ve devlet tahvilleri ile hazine bonolarına daha çok yönelmiş olmasından kaynaklanmaktadır (SARAÇOĞLU, 2002, s.62).

Türkiye’nin iç borç stokunun önemli bir kısmı kamunun kamuya borcu niteliğini taşıyan nakit dışı senetlerden⁶ oluşmaktadır. Öyleki, nakit dışı borçlanma ülkenin kriz içerisinde bulunduğu 1993 yılında %45, 2001 yılında ise %52.6’ya kadar yükselmiştir. 2001 yılından itibaren bu oran azalarak 2003 yılında %32.9 olmuştur.

Nakit dışı borç stoku üzerinde, Hazine’nin iç borç stokunu yeniden yapılandırma, örneğin vadesini uzatma, faizi kağıtla ödeme, getiriyi Hazine’ye maliyeti azaltacak şekilde ayarlama gibi imkanları vardır (KEYDER, 2001, s.9). Bu nedenle iç borç stokunun sürdürülebilirliği ile ilgili borçlanma daha çok nakit dışı borçlanma dışında kalan borçlanmadır.

İç borç stokunun artmasının en büyük nedenlerinden biri, reel faiz oranlarının çok yüksek düzeylerde gerçekleşmesi ve vade yapısının kısa olmasıdır. Nitekim, borç yükü

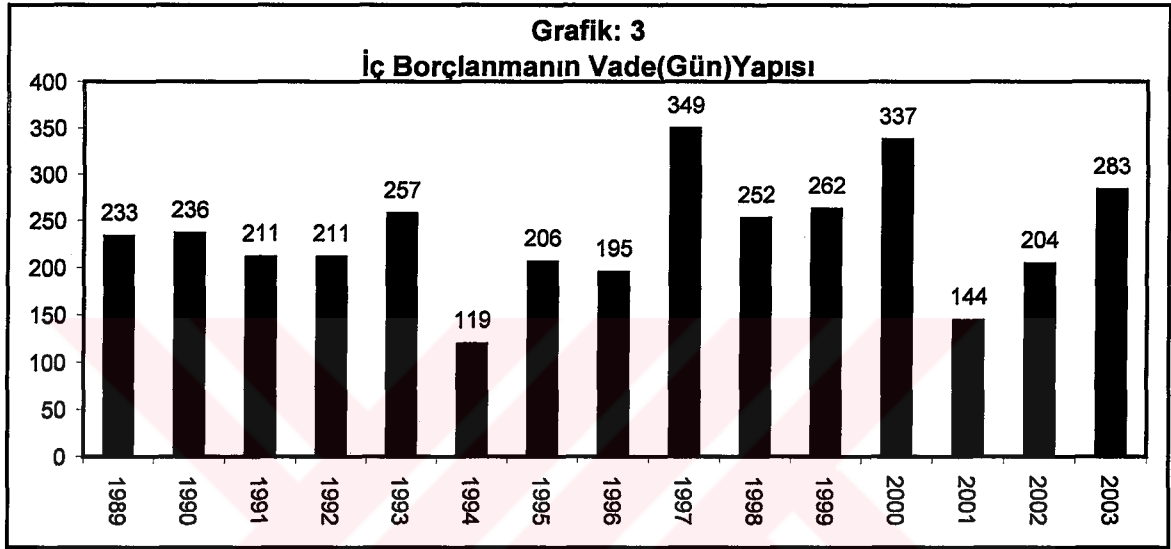
⁵ Konsolide borç: Büyük ölçüde Türk parasının değerinin değişmesi ile merkez bankasının aktif ve pasifindeki altın ve dövizlerin yeniden değerlendirilmesi sonucu aleyhte doğan farkların hazinenin üstlenmesinden kaynaklanan borçtur. Kur farkları yanında “tahkim yasasıyla” kamu kuruluşlarından bazılarının kısa vadeli borçlarının konsolide edilerek hazine tarafından üstlenilmesiyle ortaya çıkan borçlar da konsolide borçların içinde yer almaktadır.

⁶ Nakit Senetler, kaonsolide bütçenin finansmanı amacıyla nakit karşılığı ihraç edilen senetlerdir. İhale yöntemi veya Doğrudan Satış, TAP ve Halka Arz gibi ihale dışı yöntemlerle yapılan ihraçların tümü bu kapsamda nitelendirilmektedir. Nakit Dışı Senetler ise çeşitli kanunlara dayanılarak herhangi bir nakit girişi olmadan ihracı gerçekleştirilen senetlerdir. Söz konusu senetler belirli kanunlarla Hazine Müsteşarlığına verilen görev/yetki çerçevesinde, başlıca T. C. Merkez Bankasına, görev zararları sebebiyle kamu bankalarına yada bankacılık operasyonu çerçevesinde Tasarruf Mevduatı Sigorta Fonu’na ihraç edilmiş olan senetlerden oluşmaktadır.

Türkiye'den daha yüksek olan Belçika, İtalya ve Yunanistan gibi AB ülkelerinde borç stokunun vadesi uzun ve faizleri düşük olduğu için hiçbir mali sıkıntı yaşanmamaktadır.

4120. İç Borç Stokunun Ortalama Vadesi (Gün)

İç borç stokunun vade(gün) yapısının daha iyi analiz edebilmek amacıyla, Grafik 2 hazırlanmıştır.



Kaynak: DPT, Ekonomik ve Sosyal Göstergeler, 1950-2003.

Grafik 3'de de görüleceği gibi, Türkiye'de borçlanmanın ortalama vadesi oldukça dalgalı bir değişim izlemiştir. Bu değişim vadelere ilişkin kamunun bilinçli tercihinden kaynaklanmamakta, piyasaların vadeler konusundaki tavrından kaynaklanmaktadır. Bu açıdan değerlendirildiğinde 1989 sonrası dönemde iç borç stokunun ortalama vadesi 233 gün olarak gerçekleşmiştir. Bu dönemde, en uzun vade 349 gün ile 1997 yılında ve ikinci en uzun vade 337 gün ile 2000 yılında gerçekleşmiştir. Özellikle kriz zamanlarında (1994, 2001) vadenin büyük oranda küçüldüğü gözlenmektedir. 1989 sonrası dönemde en kısa vade 119 gün ile 1994 yılında gerçekleşmiştir. Diğer bir kriz yılı olan 2001 yılında ise ortalama vade 144 gün olmuştur.

Vadelerdeki bu kısalık, tüm borçların yıl içerisinde birkaç kez çevrilmesini zorunlu kılmaktadır. Bu nedenle her borçlanmanın maliyeti farklı olmaktadır. Bu durum borçların finansman maliyetleri konusunda tahmin yapılmasını engellemekte ve ikincil piyasasının etkin olarak işlenmesini engellemektedir. Ayrıca, piyasalarda sürekli olarak kriz

beklentisinin doğmasına neden olmakta bu da uygun oranlardan borçlanmayı engellemektedir (BAĞCI, 2001, s.80).

Vade yapısının kısa olmasının değişik nedenleri bulunmaktadır. Bu nedenler; güven bunalımı, gelirin düşük olması, etkin ikincil piyasaların bulunmayışı ve enflasyondur (BAĞCI, 2001, s.80).

1989 sonrası dönemde, kamu açıklarının artması ve enflasyonun yüksek düzeylerde seyretmesinin yarattığı faiz ve kur risklerindeki artış kaynakların vade yapısının kısılmasını ve borçlanma maliyetini yükselten başlıca etkenler olmuştur (AYDIN, 2002, s.5). Ayrıca, iç borçlanmanın büyük bir kısmının kısa vadeli oluşu para benzeri bir ödeme aracı haline gelmesine ve enflasyon üzerinde para arzının artırılmasına yakın bir etki yapmasına yol açmaktadır (ASLAN-ÇİLLER, 1999, s.146).

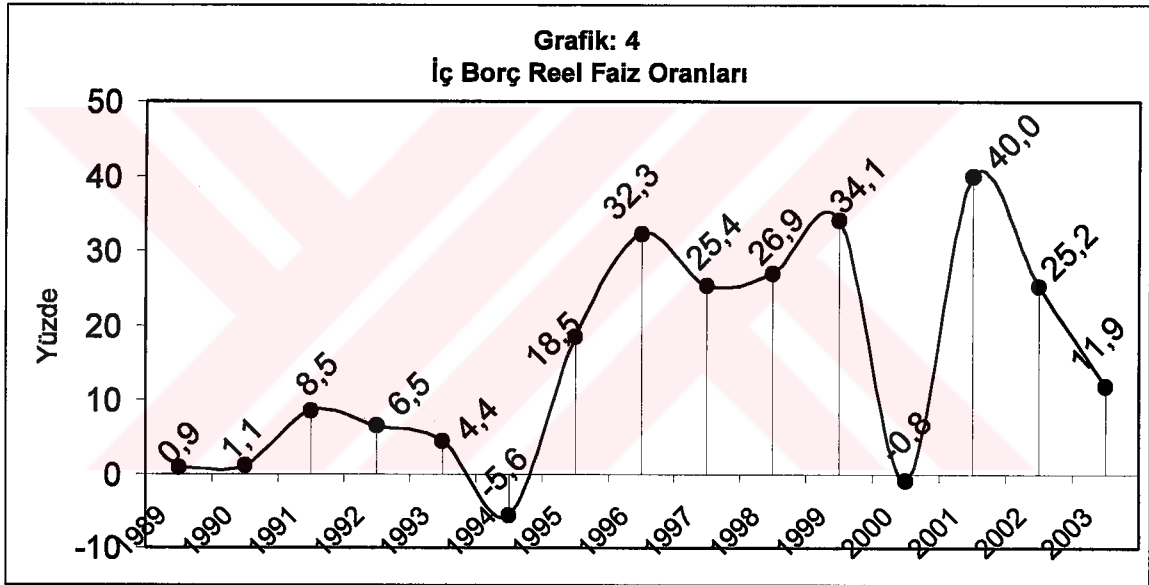
Bununla birlikte, vadelerin kısa olması, başlı başına bir olumsuzluk göstergesi olarak alınmaz. Özellikle, enflasyonun düşürülmeye çalışıldığı dönemlerde vadelerin kısa olması, beklenmedik bir şekilde yüksek reel faiz ödenmemesi için gerekli bulunmaktadır (BAĞCI, 2001, s.80).

Türkiye’de, iç borçlanma maliyetini yükselten etkenlerden birisi vade yapısının kısa olmasıdır. Vadenin uzatılmasını, borç dinamiklerinin piyasa algılaması ve hükümetin ödeme gücü belirleyecektir. Bu kapsamda vadenin uzatılmasında şunların dikkate alınması gerekmektedir (JOHNSON, 2001, s.13);

- Özel sektör üretim faktörleri, hükümetin kredibilitesi, enflasyon ve konsolidasyon riski; likitide tercihleri; alternatif yatırımların mevcudiyeti; döviz kuru rejimi ve buna bağlı döviz kuru risk beklentileri
- Hükümetin ve Merkez Bankasının KKBG’nin ve bütçe açığının düzenlenmesi amacıyla borçlanma maliyetini minimize etme gayretleri, enflasyon ve para politikası amaçları ve finansal sektörü geliştirme gayretleri borçlanmanın vadesini uzatmak için önemlidir.

4121. İç Borçlanma Reel Faiz Oranları

İç borç stokunun artmasının en büyük nedenlerinden biri, reel faiz oranlarının çok yüksek düzeylerde gerçekleşmesidir. Özellikle, kriz zamanlarında likitide yetersizliği nedeniyle ödeme gücünü çeken bankaların yarattığı aşırı fon talebi faizleri yükseltmektedir (ŞAHİN, 2003, s.9). Reel faizlerin belirlenmesinde merkez bankasının kısa dönemli faiz oranları da etkili olmuştur. Merkez bankasının ilan ettiği gecelik faiz oranları Türkiye’de kısa dönemli faiz oranları olarak algılanmıştır. Gecelik faizlerin yüksek olduğu bir ortamda, bono ve tahvil faizleri de yüksek olmaya devam etmiştir (CANSEN, 2004, s.5).



Kaynak: HM verilerinden yararlanarak oluşturulmuştur.

Türkiye’de 1989 sonrası dönemde reel faiz oranlarının gelişimini göstermek üzere Grafik 4, hazırlanmıştır. Türkiye’de reel faizler oldukça yüksek gerçekleşmekte ve önemli ölçüde dalgalanmaktadır. 1989-1994 yılları arasında reel faiz oranlarının genel olarak düşük seviyelerde (bu dönemde ortalama %2.6) gerçekleşmiştir. 1994 yılında eksi %5.6 olarak gerçekleşen reel faiz oranları, bu tarihten sonra genel olarak artış eğiliminde olmuştur. 1996 yılında %32.3’e yükselen reel faizler 1997 ve 1998 yıllarında düşmesine rağmen 1999 yılında %34.1’e yükselmiştir. Reel faizlerin en yüksek olduğu yıl ise %40.0

oranı ile 2001 yılına aittir. 2001 yılından itibaren azalmaya başlayan reel faizler⁷ 2003 yılında %11.9 seviyelerine düşmüştür.

Yapılan birçok test çalışması ekonomik istikrarsızlık dönemlerinde reel faizlerin önemli ölçüde yükseldiğini ve ekonomik istikrar çabalarının olumsuz yönde etkilediğini göstermiştir. Anti-enflasyonist paketler yüksek reel faizlere yol açmakta, bu da devletin mevcut iç borç stokunun borç servis maliyetinin yükseltmekte ve mali açıkları büyütmektedir. Geçerli sıkı para politikası nedeniyle de bu açık, tahvil ihracı ile finanse edilmekte ve bu da sonuçta borcun monetize edilmesini zorunlu kılmaktadır. Bu ise sonuçta daha da yüksek enflasyona neden olmaktadır (KIZILKAYA, 2002, s.1).

Yüksek reel faizlerin ekonomik bunalım dönemlerinin ve stabilizasyon çabalarının ortak bir unsuru olmasının birçok örnekleri vardır. 1920'lerdeki klasik hiperenflasyonlar, Büyük Buhran, 1970'lerin sonundaki ve 1980'lerin başındaki Ortodoks Güney Yarım Küre istikrar planları, 1980'lerin ikinci yarısında İsrail, Arjantin ve Brezilya'daki şok programlar istikrar programlarının ve olağanüstü kriz dönemlerinin yüksek reel faiz oranlarına yol açmasının çarpıcı örnekleridir (KIZILKAYA, 2002, s.2). Bu açıdan, 1994 krizi ile 2000/2001 krizleri sonrasında reel faizlerdeki hızlı artışlar düşündürücüdür.

Ayrıca, dış borçtan farklı olarak, iç borç faizleri kısmen de olsa borç stoku tarafından belirlenmektedir. Yüksek oranlı borçlanmalar reel faizleri yükseltmektedir. Ancak aşırı borçlu ülkelerde reel faizlerin yüksek olmasının nedeninin sadece borçların boyutu ile açıklanmasının mümkün olmadığı da ileri sürülmektedir. 1980'lerde İtalya'da görülen yüksek reel faizlerin borçların boyutundan değil borçların geri ödenmesine duyulan güvensizlikten kaynaklandığı ileri sürülmektedir (BAĞCI, 2001, s.37).

Ülkeler arasında yapılan karşılaştırmalarda, reel faizlerin yükselmesi ile kamu borçları arasında kararlı bir ilişki elde edilememiştir. Sermayenin uluslararası dolaşımının gittikçe serbest hale gelmesi, faiz hadleri ile bütçe açıkları arasında olduğu varsayılan ilişkiyi

⁷ İç Borç Stokunun reel faizi; stoku oluşturan senetler için ayrı ayrı hesaplanan reel getirilerin stok miktarlarıyla (kur farkı değişimleri dahil) ağırlıklı ortalamasını yansıtmaktadır. Bu nedenle, 2001 yılı sonrasında TL cinsinden yapılan borçlanmalarda reel faizler olduğundan daha yüksektir. Çünkü, 2001 yılından itibaren döviz cinsinden ve dövize endeksli borçlanma senetleri uygulanmaya başlanmış ve 2001 sonrasında kurların artış hızının kesilmesinden dolayı dövize endeksli ve döviz cinsinden borçlanma senetlerinin reel faizleri eksi düzeylerde gerçekleştiğinden iç borç faiz oranları düşük gözükmektedir.

zayıflatmaktadır. Açık veren bir ülke, açığının yabancı fonlara müracaat ederek finanse edebilir. Bu durumda açığın iç finansal sektöre etkisi hissedilmeyecek ve reel faiz hadleri değişmeyecektir (BAĞCI, 2001, s.124).

Güven krizinin borçların düzeyi ile de ilişkisi bulunmakla birlikte, vergi gelirlerinin yeterli düzeyde bulunması borçların boyutundan bağımsız olarak piyasanın istediği risk priminin ve dolayısıyla kamunun ödemek zorunda olduğu faiz giderlerinin azalmasını sağlayacaktır. Bu çerçevede, Türkiye gibi aşırı borçlu ülkelerde yüksek reel faizlerin düşürülmesi uzun vadede borçların mutlak ve oransal olarak azalmasına bağlı iken, kısa vadede vergi gelirleri ile bütçe harcamaları arasında kararlı bir dengenin kurulmasına bağlı bulunmaktadır (BAĞCI, 2001, s.37).

Bunun yanısıra, yüksek iç borç stoku, hükümetleri enflasyon yaratarak borç stokunun devalue etmeye teşvik etmektedir. Özellikle, vergi sisteminin dar olduğu ülkelerde enflasyon vergisi⁸ geliri yüksek olmaktadır. Ancak, hükümetin bu uygulama içinde olacağı beklentisi, özel sektörün enflasyon kazancını yükselterek faiz oranlarını artırmaktadır (<http://www.csae-ox.ac.uk/reports/Rep0003/exesum.html>).

Bilindiği gibi, enflasyon vergisi yoluyla kamu kesiminde yüksek merkez bankası karları ortaya çıkmaktadır. Merkez bankası da bu karları ya temettü olarak yada faizsiz kredi biçiminde devlet hazinesine aktarmaktadır. Ancak, Türkiye’de bu tip senyoraj geliri⁹ nin kamuya transferi bütçe içinde çeşitli nedenlerle yer almamaktadır. Bu nedenler; senyorajın TCMB elindeki DİBS’nin erken itfasında kullanılması, faizsiz kısa vadeli avans uygulaması ve nakit dışı DİBS’nin TCMB tarafından satın alınmasıdır (KIZILKAYA, 2001, s.2).

Sürdürülemez borç stokuna sahip ülkelerin çoğunda yüksek enflasyon oranları söz konusudur. Enflasyon oranlarının yüksekliği, faiz oranlarının düşmesi bir yana daha da artırır. Enflasyon oranı azaltılabilirse büyük miktardaki borç servisinin maliyeti azalacaktır (MEFMİ STUDY, 2003, s. 7).

⁸ Enflasyon vergisi, enflasyon nedeniyle paranın değerinde meydana gelen düşüşün gelirleri enflasyondan daha az artan gelir grupları üzerinde vergi gibi etki yaratmasıdır.

⁹ Senyoraj geliri, devletin para basmak suretiyle kamuya aktarmak üzere yarattığı satın alma gücünü ifade etmektedir.

Bu kapsamda yapılan deneysel araştırmalar, faiz oranlarının beklenen enflasyondaki artışla birlikte yükseldiğini göstermektedir. Türkiye’de, 1989-1998 dönemini kapsayan çalışmada, enflasyon riskinin faiz oranlarını yükseldiği gözlenmiştir. Enflasyon riski kontrol altına alındıktan sonra faiz oranları beklenen enflasyondan daha az artmaktadır. Yani, reel faiz oranları, yüksek enflasyonun düşmesiyle birlikte azalmaktadır. Üstelik, enflasyon riski faiz oranlarını artırmakta ve borçlanma vadesini kısaltmaktadır (BERUMENT ve MALATYALI, 2000, s.4).

Nitekim, son yıllarda enflasyon oranındaki düşme eğilimi ve toplumdaki enflasyon beklentilerinin göreceli olarak kırılması sonucunda devlet borçları faizlerinin de düştüğü görülmektedir (AYDIN, 2002, s.2).

Bir ülkede; faiz öncesi açık, borç stoku, büyüme ve enflasyondaki bir iyileşme faiz maliyetlerini düşürebilir. Bunun yanında; para politikası, sermaye hareketlerinin libere edilmesi, uluslararası sermaye piyasalarındaki krizler, ülkedeki mali piyasaların ve vergilerin yapısı maliyetleri etkileyen unsurlardır (BAĞCI, 2001, s.37). Bunların yanında; ticari bankaların, banka dışı finansal kurumların ve bireysel tasarrufçuların mali konumları; yatırımların etkinliği ve tasarruf imkanlarının varlığı ve ulusal piyasaların rekabet derecesi de faiz maliyetlerini etkilemektedir (JOHNSON, 2001, s.14).

42. Türkiye’de İç Borçların Sürdürülebilirliği Göstergeleri

İç borçlanmanın sürdürülebilir olup olmadığı konusunda hangi borç oranının en uygun olduğu hakkında çeşitli tartışmalar mevcuttur. Borçlanmanın sürdürülebilir olup olmadığı konusunda farklı borçlanma oranları farklı anlamlar içerir. Her bir göstergenin kullanımı farklı açılardan yararlıdır. Uygulamada sürdürülebilirliği analiz etmek çok geniş çaplı göstergelerin, faktörlerin, gelecekteki siyasi olayların ve iktisadi şokların tahminini içeren bir sanattır.

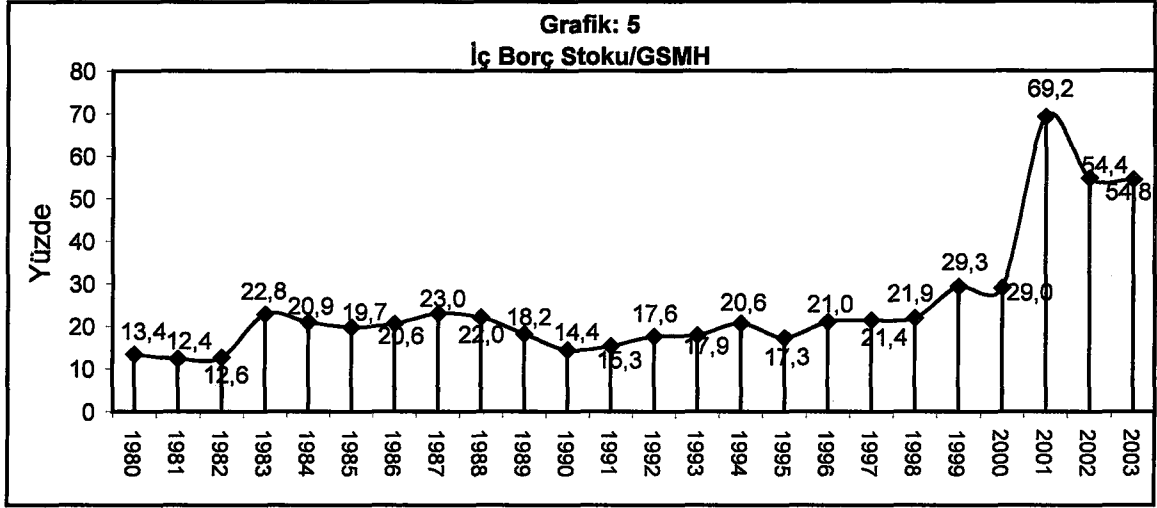
İç borçların sürdürülebilirliğini değerlendirmek amacıyla esas alınan göstergeler aşağıda belirtilmiştir. Bu göstergeler ışığında Türkiye’de iç borçların sürdürülebilirliği incelenecektir. Rasyo analiz yöntemlerinde, analizlere çoğu zaman ülkelerarası karşılaştırmalar dahil edilir. Örneğin, bir rasyoda daha önce belli bir kritik eşiği geçmiş ve

krize girmiş ülke örneklerinden yararlanılarak, analiz edilen ülkenin, “gelecekte borç krizine girebileceği” gibi çıkarsamalarda bulunulabilir. Bu çerçevede aşağıda yer alan 4, 5 ve 6’ncı göstergede belirtilen sınırlar Alison Johnson tarafından Ağır Borç Yükü Altında Bulunan Yoksul Ülkeler (Heavily Indebted Poor Countries-HIPC)’de yapmış olduğu çalışmada ortaya çıkan kritik eşik değerleridir. Bu değerlerin üzerinde gerçekleşen değerler iç borçların sürdürülemez olduğunu göstermektedir. Bunun yanında, yapılan değerlendirmelerde sürdürülebilir borçlanma düzeyi ülkenin gelişmişlik düzeyi ile bağlantılı olarak değişmektedir. Bu nedenle 5, 6 ve 7’inci göstergelerde yer alan sınırların Türkiye’de daha yüksek olabileceği söylenebilir.

- 1- İç Borç Stoku/GSMH oranı
- 2- Faiz dışı açıkların olmaması
- 3- Reel faiz ve reel büyüme oranlarının karşılaştırılması
- 4- Reel kamu gelirlerindeki artış ile reel faiz ödemelerindeki artışın karşılaştırılması
- 5- İç borç Servisi/Bütçe Gelirleri oranı
- 6- İç Borç Faiz Ödemeleri/Bütçe Gelirleri oranı
- 7- İç Borç Stoku/Bütçe Gelirleri oranı
- 8- İç Borç Çevirme oranı

420. İç Borç Stoku/GSMH

İç borç düzeyinin sürdürülebilir olması için iç borç/GSMH oranının artmaması, istikrarlı olması gerekmektedir. Kronik birincil açık, hükümetin ekonomik kaynaklar üzerinde aşırı talebiyle sonuçlanmakta, bu talep faiz oranlarını yükseltme eğilimine sokmaktadır. Kamu harcamalarının marjinal etkinliği, özel sektör harcamalarından daha azdır. Bu nedenle, GSMH büyüme oranı kamunu kaynak kullanımının artmasına karşılık düşme eğiliminde olacaktır. Kronik bütçe açıkları, borçların ödenememe beklentilerini artırıp reel faiz oranlarını yükseltecektir. Bu nedenle, gelişen bir ekonomide hükümet, borç/GSMH oranı çok yükseklerle çıkmadan önce birincil fazla vermeyi amaçlamalıdır (GRAY, 2003, s.4).

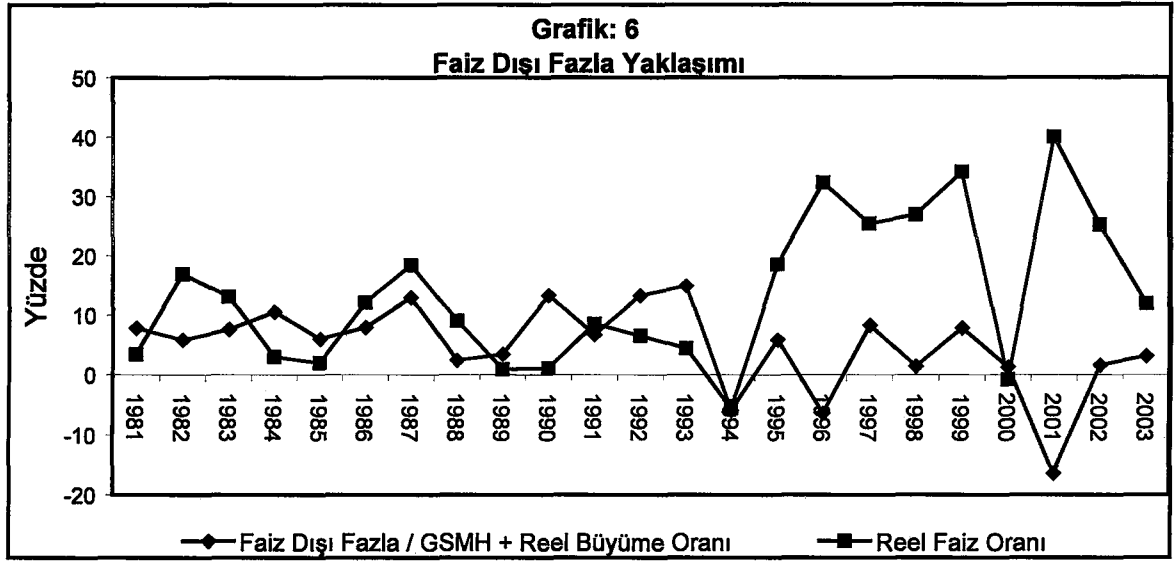


Kaynak: HM verilerinden yararlanarak oluşturulmuştur.

Grafik 5'e bakıldığında, 1998 yılına kadar iç borç stoku/GSMH oranının birbirine yakın değerler (ortalama %17,4) almıştır. 1999 yılında atmaya başlayan iç borç stoku/GSMH oranı 2001 yılında %69,2 oranına ulaşmıştır. 1983 yılındaki artış konsolide borçların artışından kaynaklanmaktadır. 1987 sonrasındaki düşüş eğilimi ise iç borçlanma yerine dış borçlanmaya yönelmesinden ve ülke içi borçlanabilir fonların azlığından ileri gelmektedir. 1993 yılından sonraki dönemde iç borç stoku/GSMH oranındaki artışın nedeni ise tahvil ve bonoların artışından kaynaklanmaktadır (SARAÇOĞLU, 2002, s.60).

İç borç stoku miktar olarak artmaya devam etmekle birlikte, 2003 yılında kurlardaki ve enflasyondaki düşüş ve GSMH'deki büyüme borç stokunun milli gelire oranını aşağı çekmiştir. Zira, reel kurda %10 artış kamu borcu/GSMH oranında %4-5 artışa neden olmaktadır (DÜNYA BANKASI, 2003, s.89).

Bununla birlikte, faiz dışı fazla yaklaşımına göre, kamu borcunu aynı düzeyde tutmak için kamunun faiz dışı fazlasının milli gelire oranı ile büyüme hızı toplamının ödenen reel faizlere eşit veya daha yüksek olması gerekmektedir (GOLDSTEIN, 2003, s.6). Faiz dışı fazla için alınan önlemler kamunun disiplin konusundaki kararlılığını gösterirken, bu durumun güven ortamının oluşmasını sağlayarak reel faizlerin düşürülmesine ve vade yapısının uzatılmasına katkıda bulunması; böylece borçların sürdürülebilirliği ile ilgili endişeleri de hafifletmesi beklenmektedir.



Kaynak: HM verilerinden yararlanılarak oluşturulmuştur.

Grafik 6'da, faiz dışı fazla ve reel büyüme oranları toplamı ile reel faiz oranları arasındaki gelişim gözükmektedir. Grafikte, iki farklı dönemin olduğu gözükmektedir. İlk dönem, 1981-1994 yıllarını kapsayan dönemdir. Bu dönemde, faiz dışı fazla ve reel büyüme oranı değerlerinin reel faiz oranları ile genel olarak paralel şekilde gerçekleşmiştir. Bu dönemde bazı yıllarda faiz dışı fazla ve reel büyüme toplamı reel faiz oranlarının üzerinde, bazı yıllarda reel faiz oranlarından daha düşük seviyelerde gerçekleşmiştir. Bu dönemde, sadece 14 yılın 6 yılında reel faiz oranları faiz dışı fazla ve reel büyüme oranı toplamından daha yüksek oranlarda olmuştur.

İkinci dönem ise, 1995 ve sonraki yılları kapsamaktadır. Bu dönemde, sadece 2000 yılında faiz dışı fazla ve reel büyüme oranı toplamı, reel faiz oranlarından yüksek düzeyde gerçekleşmiştir. Bu dönemde, 2000 yılı hariç diğer yıllarda reel faiz oranları çok yüksek seviyelerde gerçekleşmiştir. Özellikle, 1994 sonrası dönemde, reel faiz oranlarının faiz dışı fazla ve reel büyüme oranı toplamından yüksek seviyelerde gerçekleşmesi borç/GSMH oranındaki hızlı artışı açıklamaktadır.

Bu çerçevede, borç yükü yüksek bir ekonomide reel faizler reel büyüme oranının üzerindeyse o ekonominin faiz dışı fazla vermektan başka çaresi yoktur. Türkiye'de, ekonominin reel büyüme oranı ve faiz dışı fazla/GSMH oranı toplamının, gerçekleşen reel faizlerden yüksek olması yakın zamanda küçük bir ihtimal olduğu için, borç/GSMH oranını sürdürülebilir ve kabul edilebilir bir seviyeye sahip olması için faiz dışı fazla

vermesi gerekmektedir. Faiz dışı fazla oranı, borç yükünün oranı çerçevesinde reel faiz-büyüme oranına göre belirlenmektedir. Bununla birlikte, faiz dışı fazla geçici bir çözümdür. Asıl çözüm, faizinde dahil olduğu toplam bütçe açığının kapatılmasıdır. Bunun yolu da faiz dışı fazlayı mümkün olduğunca yüksek tutturaktır (EĞİLMEZ, 2004, s.12).

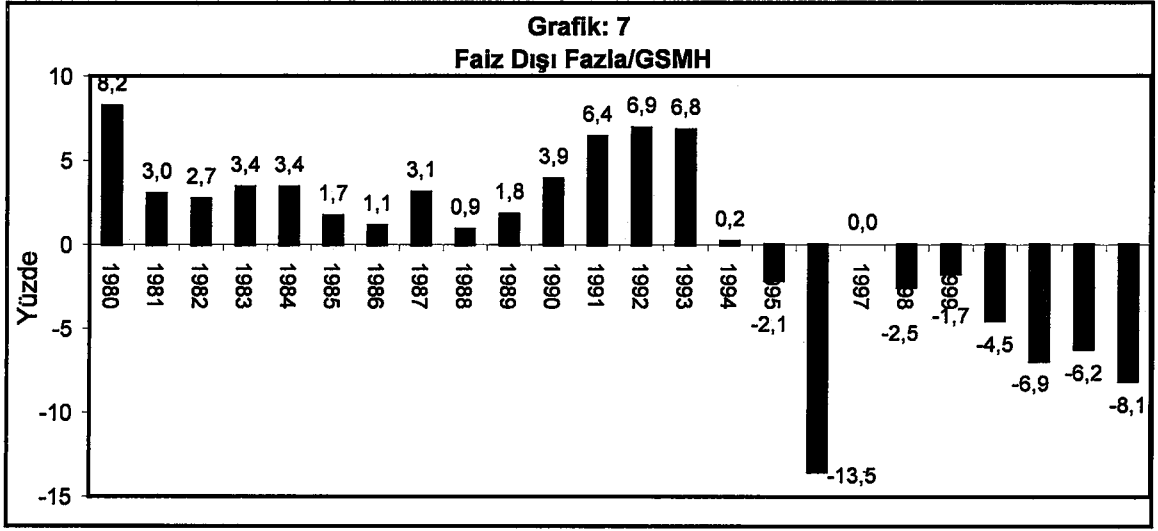
14 Nisan 2001 Güçlü Ekonomiye Geçiş Programı kapsamında faiz dışı fazla için alınan önlemler ve bugünkü iktidarın bu önlemleri sürdürmesi kamunun mali disiplin konusundaki kararlılığını göstermektedir. Aynı zamanda güven ortamı oluşmasına ve reel faizlerin düşürülmesine katkıda bulunmaktadır. Böylece, borçların sürdürülebilirliği ile ilgili endişeler hafiflemektedir

421. Faiz Dışı Fazla/GSMH

İç borçların sürdürülebilirliğinin göstergelerinden birisi de faiz dışı KKBG'nin GSYİH içindeki değişimleridir (HEALEY-PARKER, 1988'den aktaran KARAGÜLDEMİRHAN, 2001, s.138). Türkiye'de, GSYİH hesapları 1987 yılından itibaren takip edildiği için biz GSMH'yı kullanacağız.

Herhangi bir ülkede, faiz dışı açıkların bulunması iç borç stokunun milli gelir içindeki payının artmasına yol açmaktadır (ÖZATAY, 1996, s.41). Bu nedenle, faiz dışı fazlaların GSMH içindeki gelişimi, iç borçların sürdürülebilirliği açısından önemlidir.

İç borçların sürdürülebilirliğinin tespit edilmesinde, faiz dışı fazlaların GSMH içindeki gelişimini göstermek üzere Grafik 7 hazırlanmıştır. Grafik incelendiğinde, genel olarak Türkiye'de faiz dışı fazlaların GSMH içindeki payları açısından iki dönemin olduğu görülmektedir. Bu dönemlerden ilki 1994 yılına kadar olan dönemdir. Bu yıllarda faiz dışı fazlanın GSMH içindeki payları pozitif düzeylerde gerçekleşmiştir. Bir diğer ifadeyle, faiz dışı kamu açıkları meydana gelmiştir. Bunun anlamı, söz konusu yıllarda KKBG'nden faiz ödemelerinin düşülmesi durumunda kamu açıklarının mevcut olmasıdır. Bu dönemde özellikle 1991'de yükselmeye başlayan faiz dışı fazla /GSMH oranı 1992 yılında %6.9 ile bu dönemin en yüksek değerine ulaşmıştır.



Kaynak: HM verilerinden yararlanarak oluşturulmuştur.

Türkiye’de, faiz dışı fazlaların GSMH içindeki payları açısından incelenecek ikinci dönem 1994 yılından sonraki yılları kapsamaktadır. Bu yıllarda faiz dışı fazlaların GSMH içindeki payları negatif düzeylerde gerçekleşmiştir. Bir başka ifadeyle, faiz dışı kamu fazlalıkları oluşmuştur. Bunun anlamı, söz konusu dönemde KKBG’nden faiz ödemelerinin düşülmesi durumunda kamu fazlalıklarının mevcut olmasıdır. Bu dönemde 1996 yılında %-13,5’e kadar düşen faiz dışı fazla/GSMH oranı 1999 yılında %-1,7’ye düşmesine rağmen, bu yıldan sonra artış eğilimine girerek 2003 yılında %-8,1’e yükselmiştir.

422. Reel Büyüme ve Reel Faiz Oranlarındaki Gelişmeler

İç borçların sürdürülebilirliğinin göstergelerinden bir diğeri, reel büyüme oranları ve reel faiz oranlarındaki gelişmelerdir. Sürdürülebilir bir borçlanma politikası için reel büyüme oranlarının reel faiz oranlarının üzerinde gerçekleşmesi gerekmektedir. (HEALEY-PARKER, 1988’den aktaran KARAGÜL-DEMİRHAN, 2001, s.138).

Çünkü, borçların sürdürülebilirliği için gelecekteki gelirlerin ve bugünkü ödemelerin bugünkü değerleri karşılaştırıldığında hükümetin mal varlığının pozitif çıkması gerekmektedir. Ancak bunun oluşması için reel büyüme oranlarının reel faiz oranlarından yüksek olması gerekmektedir (HEMMING, 1995, s.12). Türkiye gibi aşırı borçlu ülkelerde reel büyüme oranlarının reel faiz oranlarından yüksek olması zordur. Bu nedenle,

borç/GSMH oranını sürdürülebilir bir seviyeye çekilebilmesi için faiz dışı bütçenin uzun bir süre fazla vermesi gerekmektedir.

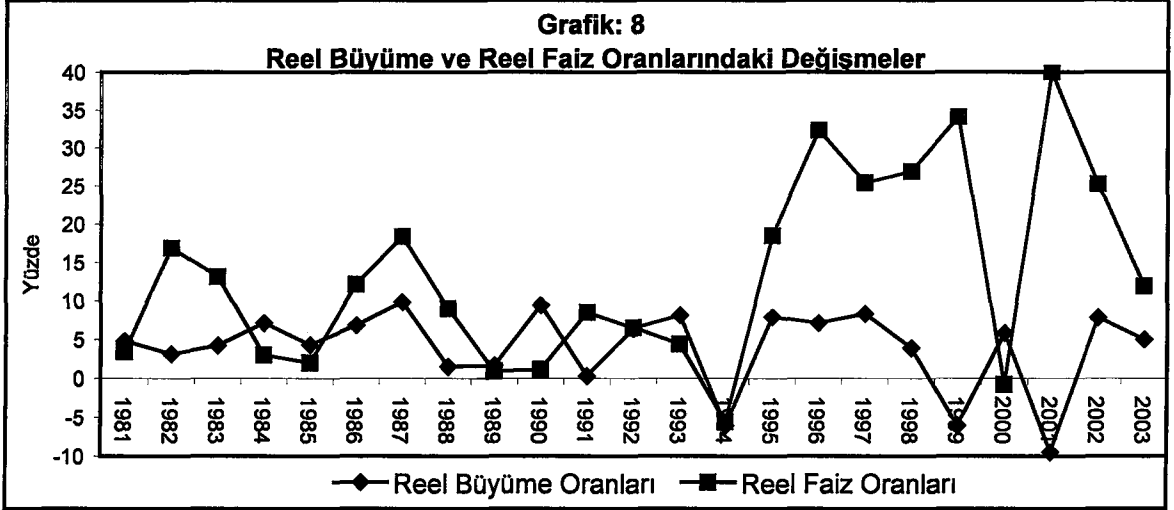
Eğer, reel faiz oranları ekonominin büyüme oranını aşarsa ve devlet borcunu veri kabul edersek, borcun faizini ödemek için başka kaynaklara başvurması gerekmektedir. Bu seçenekler; vergileri artırmak, devlet harcamalarını azaltmak ve para basmaktır. Bu ise sonsuza kadar devam etmez. Bu durum, fert başına faizli devlet borcunun artması demektir. Bunun sınırı, fert başına faizli devlet borcunun, fert başına tasarruflara eşit olduğu noktaya kadar gitmesidir. Bu noktaya gelindiğinde seçenek ya da vergi yada para basımı (monetizasyon) olarak karşımıza çıkar (KARACAN, 2002 ,s.5).

Ayrıca, tümüyle esnek kur sisteminin uygulandığı bir ekonomide para yaratma hızındaki azalmaya bir karşı etki olarak kısa dönemde reel faiz oranları yükselmez. Esnek olmayan kur sistemi geçerli ise, reel faiz oranları yükselme eğilimine girer ve politika değişmelerine karşı tepki olarak denge seviyesinin üzerinde kalır. Bu iki durumda da, enflasyon vergisindeki kayıplar kamu borcunun sınırsız bir biçimde büyümesine yol açar.

Türkiye’de oldukça uzunca bir süredir reel faizler reel ekonomik büyüme hızını aşmıştır ve bu fark bazı dönemlerde bir dizi etken (kurları baskı altında tutmak gibi esnek olmayan kur politikası dahil) nedeniyle zaman zaman büyümektedir. Kamu kesiminin reel faiz reel büyüme oranına gerekli önemi vermemesi borç stokunun orta vadede sınırsız büyümesinin önemli bir nedeni olmuştur. Bu farkın yarattığı borç stoku büyümesi, kısa dönemde vergi önlemleri ile karşılanamayacağı da ortadadır. O zaman kamu yönetimi için karşılaşılan seçenek kısa vadede reel faizi daha da yükselterek borçlanmak veya monetizasyon, orta vadede ise seçenek vergi, monetizasyon ve borcun yeniden yapılandırılmasıdır (KARACAN, 2002 ,s.5).

Borçların sürdürülebilirliği için reel faizlerin düşmesi gerekmektedir. Ancak, reel faizler düştüğünde bankacılık kesimi olumsuz yönde etkilenmektedir. Özellikle, Hazine senetlerine ve faizine bağlı olan bankaların finansal yapıları bozulmaktadır. Örneğin, reel faiz 2000 yılındaki programda önemli ölçüde düşmüştür. Ancak, hemen ardından bir bankacılık krizi ortaya çıkmıştır (UYGUR, 2003, s.20). Bankacılık krizleri sonucu reel

faizler tekrar yüksek seviyelere çıkıp iç borçların sürdürülebilirliğini tehlike altına sokmaktadır.



Kaynak: HM verilerinden yararlanarak oluşturulmuştur.

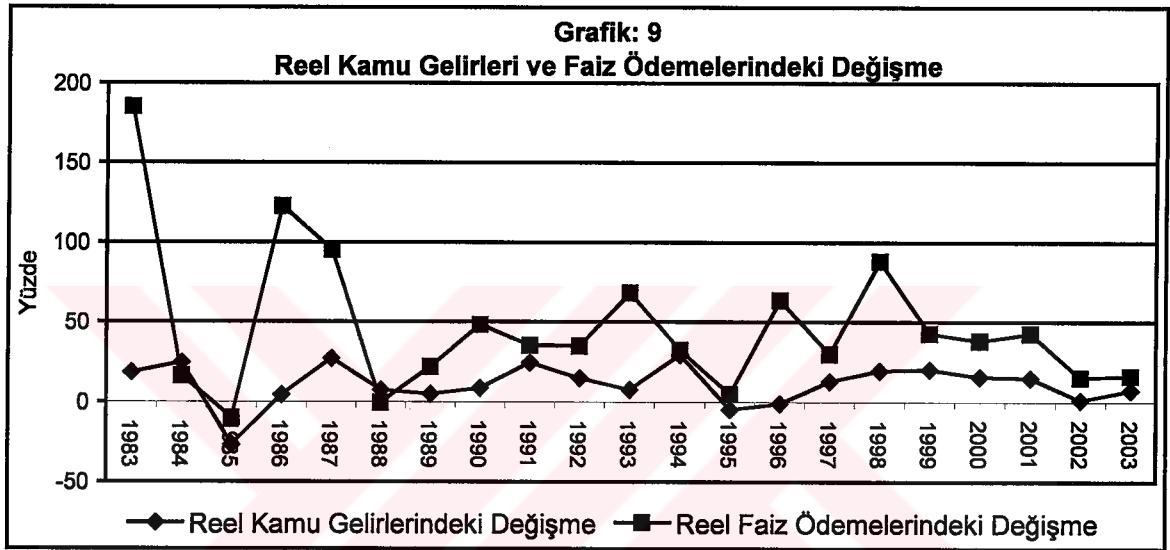
Reel büyüme ve reel faiz oranlarının Türkiye'deki gelişimini göstermek üzere grafik 8 hazırlanmıştır. Grafik incelendiğinde 1981-1994 döneminde 14 yıldan 7'sinde reel faiz oranlarının reel büyüme oranlarından daha yüksek oranlarda gerçekleşmiştir. Bu dönemde, 1986 ve 1987 yıllarında reel faiz oranlarının reel büyüme oranlarının üzerinde gerçekleştiği görülmektedir. Ayrıca, reel faiz oranları ile reel büyüme oranları arasında eksi veya artı yönde bir ilişkinin olmadığı gözlenmektedir.

1994 sonrası dönemde ise 2000 yılı dışında tüm yıllarda reel faiz oranları reel büyüme oranlarının üzerinde gerçekleşmiştir. 2000 yılında %-0.8 olan reel faizler 2001 yılında %40 gibi çok yüksek oranlara ulaşmıştır. Bu yıllarda, reel faizler ile reel büyüme arasında güçlü bir ters ilişki vardır. Özellikle, 1996, 1999 ve 2001 yıllarında reel faiz oranları reel büyüme oranlarının çok üzerine çıkmıştır.

Sürdürülebilir bir borçlanma politikası için reel büyüme oranlarının reel faiz oranlarının üzerinde gerçekleşmesi gerekmektedir. Bu çerçevede, 1994 yılı sonrası dönemde borçların sürdürülebilirliğinin tehlike altına girdiği görülmektedir. Özellikle 1996, 1999 ve 2001 yıllarında borçların sürdürülemezliği açık olarak ortaya çıkmaktadır.

423. Reel Faiz Ödemeleri ve Reel Kamu Gelirlerindeki Değişme

İç borçların sürdürülebilirliği açısından dikkat edilmesi gereken bir diğer husus reel kamu gelirlerindeki artışın reel faiz ödemelerindeki artışı karşılayıp karşılayamadığıdır (HEALEY-PARKER, 1988'den aktaran KARAGÜL-DEMİRHAN, 2001, s.138). Bu bağlamda, reel kamu gelirlerinin reel faiz ödemelerine göre sürekli olarak fazla vermesi gerekmektedir.



Kaynak: HM verilerinden yararlanarak oluşturulmuştur.

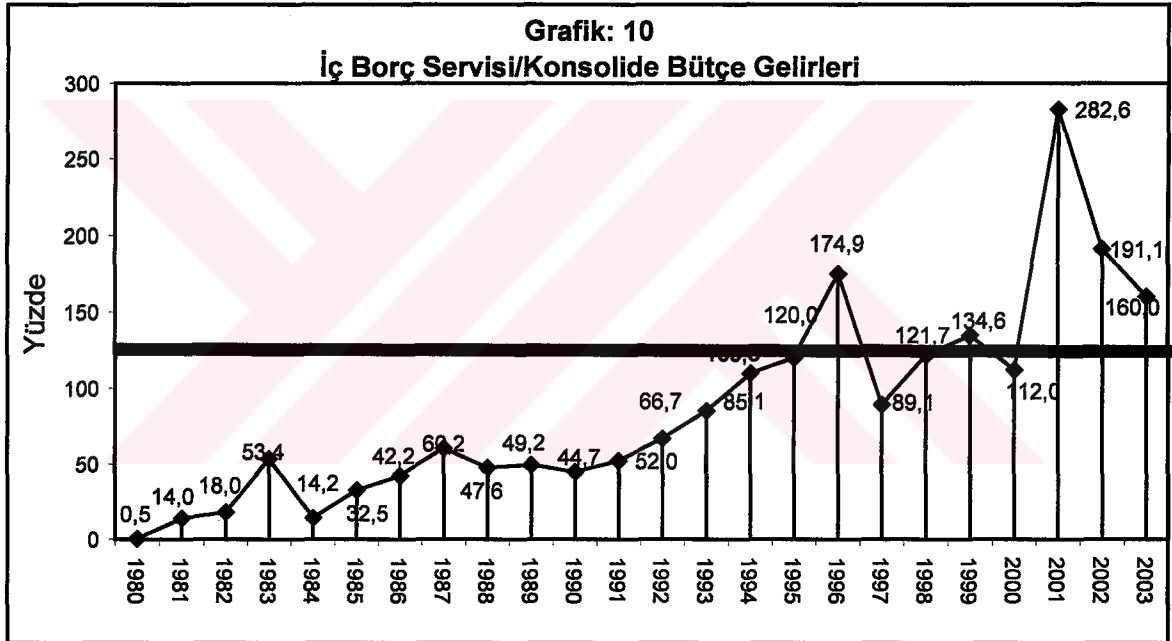
Reel faiz ödemeleri ve reel kamu gelirlerindeki yüzde değişimleri göstermek üzere Grafik 9 hazırlanmıştır. Grafik 9'da, Türkiye'de 1980 sonrası dönemde iç borçların sürdürülebilirlik göstergelerinden reel kamu gelirlerinde fazla bir değişme olmamıştır. Reel faiz ödemeleri ise, 1984 ve 1988 yılları hariç diğer yıllarda reel kamu gelirlerinden yüksek oranlarda gerçekleşmiştir. Yani reel kamu gelirlerindeki artış faiz ödemelerindeki artışı karşılamamaktadır.

İç borçların sürdürülebilirliği açısından önemli olan, reel kamu gelirlerindeki artışın reel faiz ödemelerindeki artışı karşılayıp karşılayamadığıdır. Bu bağlamda, genel olarak reel kamu gelirlerinin sonrasında sadece 1984 ve 1988 yıllarında reel faiz ödemelerini karşıladığı görülmektedir. Özellikle, 1986, 1993 ve 1998 yıllarında reel faiz ödemelerindeki artış reel kamu gelirlerindeki artışın çok üzerinde gerçekleşmiştir. 2002 ve 2003 yıllarında reel faiz ödemelerinde azalış meydana geldiği reel kamu gelirlerinde ise artış hızının

sürdüğü görülmektedir. Son yıllardaki bu süreç, Türkiye’de iç borçların sürdürülebilirliği açısından olumlu bir gelişme olarak değerlendirilebilir.

424. İç Borç Servisi / Konsolide Bütçe Gelirleri

İç borç servisi, iç borç anapara ve faiz ödemeleri, bu borçlara ilişkin iskonto giderleri ücret ve diğer ödemelerin toplamından oluşmaktadır. İç borç servisi/konsolide bütçe gelirleri oranı, kamunun borçlarını ulusal kaynaklardan ödeyebilme kabiliyetini göstermektedir. Oranın yüksek çıkması devletin iç borç ödemelerinde çeşitli sorunlarla karşılaştığını veya karşılaşacağını göstermektedir.



Kaynak: HM verilerinden yararlanarak oluşturulmuştur.

İç borç servisi/konsolide bütçe gelirlerini göstermek üzere Grafik 10 hazırlanmıştır. Grafikte yer alan siyah çizginin üstünde kalan yıllar iç borçlar sürdürülemez olduğu yılları göstermektedir. Grafikte gözleneceği gibi, 1980-2003 yılları arasında iki farklı dönem olduğu görülmektedir. İlk dönem, 1980-1993 yılları arasını kapsayan dönemdir. Bu dönemde dalgalı olmakla birlikte, 1986-1993 alt döneminde konsolide bütçe gelirlerinin yaklaşık yarısının iç borç servisini finanse etmeye yettiği görülmektedir. 1980-1993 döneminde hiçbir yılda iç borç servisi ödemeleri konsolide bütçe gelirlerini aşmamıştır.

İkinci dönem ise, 1994 ve sonraki yılları kapsayan dönemdir. Bu ikinci dönemde, sadece 1997 yılında iç borç servisi ödemeleri konsolide bütçe gelirlerinden daha düşüktür. 1997 yılı dışındaki yıllarda ise konsolide bütçe gelirleri iç borç seviyesi ödemelerini karşılamaya yetmemiştir. Özellikle, 2001 yılında iç borç servisi/ konsolide bütçe gelirleri oranı %282 gibi rekor bir düzeye yükselmiştir.

İç borç stokunun sürdürülebilir olması için, iç borç servisi/bütçe gelirleri oranının %63'den az olması gerekmektedir (JOHNSON, 2001, s.21). Bu bağlamda Türkiye'de 1996, 2001 ve 2002 yıllarında iç borçların sürdürülemez seviyeye çıktığı gözlenmektedir. Özellikle 2001 yılında, iç borç servisi/ bütçe gelirleri oranının %282 gibi, sürdürülebilirlik oranının (%63) yaklaşık 4,5 katına çıkması düşündürücüdür.

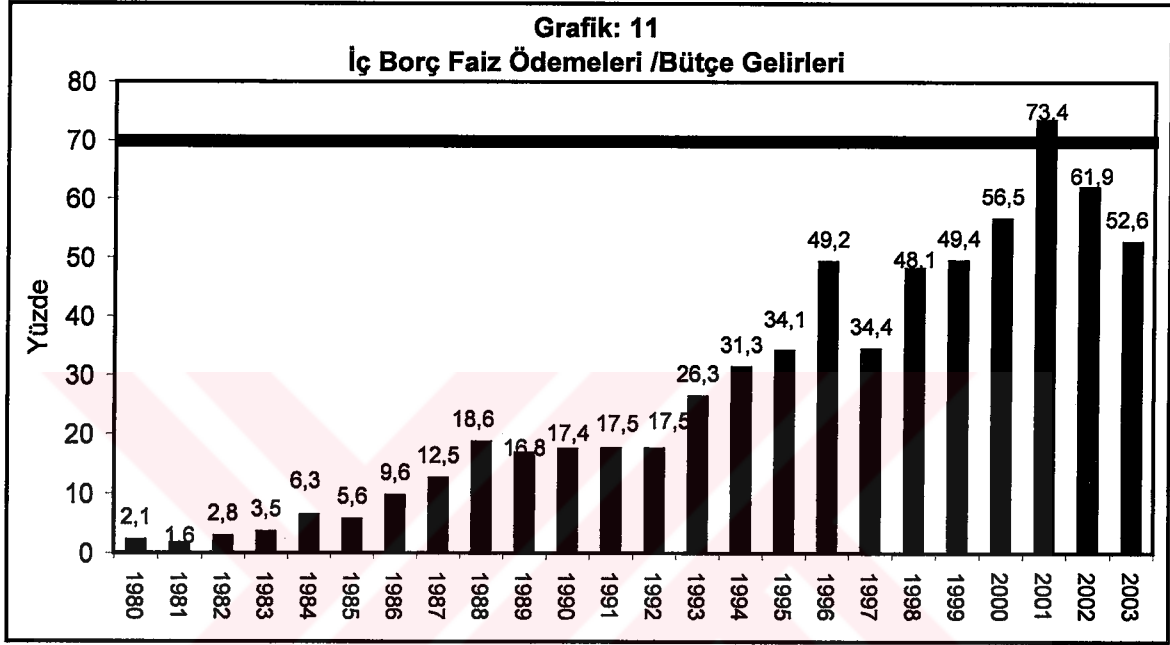
Bununla birlikte, ekonominin genel durumu ve devletin gelir kaynaklarının yapısına ve gelişimine bakılmadan sadece iç borç servisi / konsolide bütçe gelirleri oranına bakılarak iç borçların sürdürülebilir olup olmadığına karar vermek yanıltıcı olabilecektir. Zira, yüksek konjonktür sürecindeki ekonomide GSMH artışı vergi gelirlerini de artıracaktır. Sonuçta kamunun gelir kaynaklarındaki artış iç borç servisinde sorun yaşanmamasına yol açacaktır. Ancak, devletin gelir kaynaklarının istikrarlı olmaması borç ödeme sorununu zaman zaman gündeme getirecektir (EROL-SARAÇOĞLU, 2002, s.69). Başka bir deyişle, Türkiye'de gelir kaynaklarının süreklilik arz etmemesi ve vergi gelirlerinin yeterli biçimde toplanamaması nedeniyle sorunlarla karşılaşılması kaçınılmaz olmaktadır

425. İç Borç Faiz Ödemeleri/Bütçe Gelirleri

İç borçların sürdürülebilirliği açısından analiz edilmesi gereken bir diğer gösterge, iç borç faiz ödemelerinin, bütçe gelirleri içerisindeki gelişimidir. Bu oran, iç borçlanmanın faiz maliyetini ölçmektedir. İç borçların sürdürülebilir olması için, iç borç faiz ödemeleri/bütçe gelirleri oranını % 68 oranını aşmaması gerekmektedir (JOHNSON, 2001, s.21)

Ayrıca, faiz ödemeleri kamu harcamalarına oranla yükselmeye devam ederse hükümetin harcamaları kısması zorlaşacaktır. Sonuçta, hükümet borçlanma yükümlülüklerini yerine getirmek için para basmak zorunda kalacaktır. Devlet borçlarının

bileşimi, borçları finanse etmek için para arzındaki hızlı artış ve enflasyon oranı artışı arasındaki derin ilişki faiz oranlarını yükseltebilecektir. Bu durum hükümetin borç yükümlülüklerini karşılama için daha da zorlaştıracaktır. Eğer, hükümet borçlarını ödemek için para basmak zorunda kalmaya devam ederse hiperenflasyon ortaya çıkacaktır (AVIZADEH ve YOUSEFI, 1999, s.65).

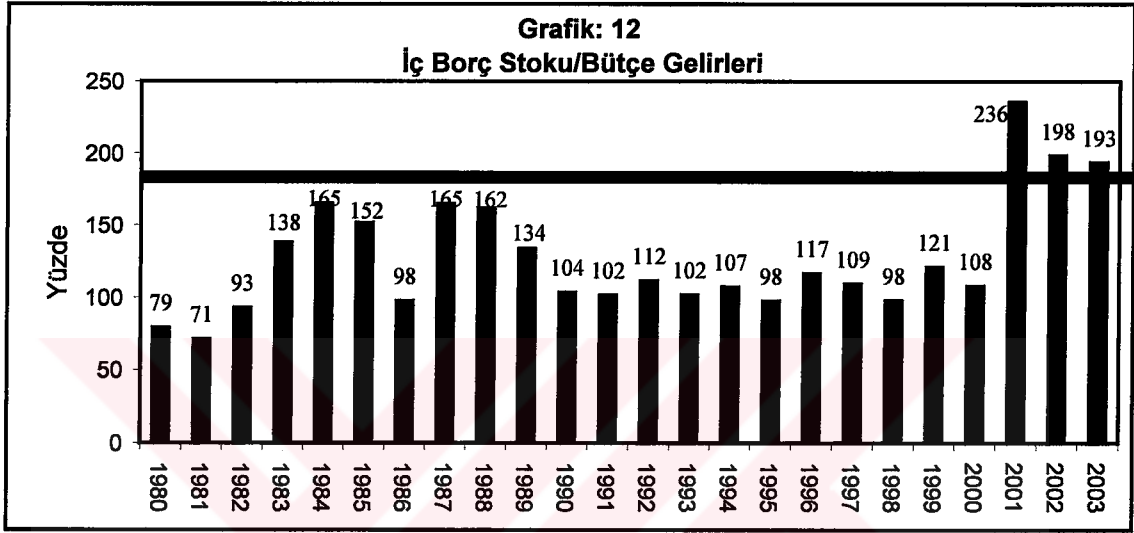


Kaynak: HM verilerinden yararlanılarak oluşturulmuştur.

İç borç faiz ödemelerinin konsolide bütçe gelirleri içerisindeki gelişimini göstermek üzere grafik 11 hazırlanmıştır. Grafikte yer alan siyah çizginin üstünde kalan yıllar iç borçlar sürdürülemez olduğu yılları göstermektedir. Grafikte dikkati çeken ilk nokta, iç borç faiz ödemeleri/bütçe gelirleri oranının, bazı yıllarda bir önceki yılı göre azalmakla birlikte sürekli olarak 2001 yılının kadar artış eğiliminde olmasıdır. Öyleki, 1980-1992 döneminde ortalama olarak %10.1 oranında artış gösteren bu oran, özellikle 1993 yılından itibaren (1997 yılı hariç) sürekli artarak 2001 yılında %73.4'e yükselmiştir. 2001 yılından sonra düşmeye başlayan iç borç faiz ödemesi/bütçe gelirleri oranı, 2003 yılında %52.6'ya düşmüştür. 2001 yılında iç borç faiz ödemeleri/bütçe gelirleri oranı (%73.4). bu yılda iç borçlanmanın sürdürülemez olduğunu göstermektedir.

426. İç Borç Stoku/Bütçe Gelirleri

İç borçların sürdürülebilirliğinin analizinde incelenmesi gereken bir diğer gösterge iç borç stoku/bütçe gelirleri oranıdır. Bu oran, ülkenin ekonomik aktivitelerine göre iç borçluluk düzeyini ölçmektedir. İç borçların sürdürülebilir olması için, iç borç stoku/bütçe gelirleri oranını %167'yi geçmemesi gerekmektedir (JOHNSON, 2001, s.21).



Kaynak: HM verilerinden yararlanarak oluşturulmuştur.

İç borç stoku/bütçe gelirleri oranının gelişimini göstermek üzere Grafik 12 hazırlanmıştır. Grafikte yer alan siyah çizginin üstünde kalan yıllar iç borçlar sürdürülemez olduğu yılları göstermektedir. Grafik 12'ye göre; ilk olarak iç borçlanmanın 1983-1989 döneminde (1986 yılı hariç) sürdürülebilir olmakla birlikte, sürdürülemez düzeye yaklaştığı gözlenmektedir. Bu dönemde, özellikle, 1984, 1987 ve 1998 yıllarında iç borçlanmanın sürdürülebilirliğinin tehlike altında olduğu görülmektedir. İkinci olarak, 2001, 2002 ve 2003 yıllarında iç borçlanmanın sürdürülemez olduğu gözlenmektedir. Özellikle 2001 yılında, iç borç stoku/bütçe gelirleri oranı %237.7 sürdürülebilir oranın (%167) çok üzerine çıktığı görülmektedir. İç borç stoku/bütçe gelirleri göstergesine göre iç borçlanma hala sürdürülemez bir seviyede olmakla birlikte, sürdürülebilir orana yaklaşmaktadır.

427. İç Borç Çevirme Oranı

Hazine'nin finansman ihtiyacının saptanması açısından kilit öneme sahip olan iki husus; piyasaya olan borçlanma vadelerinin kısa olması ve iç borç çevirme oranının yüksekliğidir. İç borç çevirme oranı, vadesi gelen iç borç geri ödemesini ne ölçüde bir yeni iç borçlanma ile karşıladığı ifade etmektedir (ALKİN, 2004, s.1). Yani, her ödenen 100 TL borç için kaç TL yeni borç yapıldığını ifade etmektedir. Örneğin, iç borç çevirme oranını %87 olması durumunda ; ödenecek 100 TL borç için 87 TL borçlanıldığı, kalan 13TL'nin ise, faiz dışı fazla, özelleştirme geliri, devirli/garantili borç geri dönüşü ve dış borçlanma ile karşılanmaktadır.

Vadelerin kısalığı, borç stokunun çevrilmesi için Hazine'nin her ay büyük miktarlarda piyasalara çıkmasını gerektirirken, borç çevirme oranının yüksekliği ise bankaların aktif dağılımlarında tutmak istedikleri bono miktarının Hazine'nin borçlanma politikası üzerinde çok etkili olmasını gerektirmektedir. Faiz dışı fazla hedefinin tutturulması borçların zaman içinde küçüleceğine piyasaların inanması açısından önemli göstergelerdir. Öyleki, faiz dışı fazla'daki 1 katrilyon liralık sapma, iç borç çevirme oranını 0,5 puan yukarı çekmektedir. Bu nedenle, faiz dışı hedefinin tutturulması iç borç çevirme oranı açısından önem taşımaktadır.

2003 yılında iç borç çevirme oranı %92.8 oranında gerçekleşmiştir. Hazine'nin 2003 başında %58-60 seviyesindeki iç borçlanma maliyeti, 2003 yılı sonunda %28'e gerilemiştir. İç borç reel faiz yükünün tek haneli rakamlara düşmesi için iç borç çevirme oranını düşmesi gerekmektedir. Hazine, nisan ayında revize ederek açıkladığı 2004 yılı finansman programıyla bu yılki iç borç çevirme oranını %87 düzeyinde tutmayı hedeflemiştir. Yılın ilk beş ayında ulaşılan oran, hedeflenen %87 oranının gerçekleştirilmesinin yılın kalan 7 aylık döneminde yılın ilk beş ayına göre çok daha düşük oranlarda iç borçlanmaya gidilmesine bağlı bulunmaktadır. Hazine'nin iç borç çevirme rasyosunu %90'ın altına düşürememesi reel faiz oranlarının da %10'ların altına inmesini engellemektedir (http://www.nethaber.com/haber/haberler/0,1082120761_4,00.html).

Ancak, iç borç çevirme oranını yükselmesi veya azalmasının tek başına bir anlam ifade etmeyeceği de unutulmamalıdır. Zira, 2004 yılında devam etmesi beklenen dezenflasyon

strecinde piyasaların iç borç geri dönüşünün tamamını ve hatta fazlasını sabit faizli uzun vadeli tahvillerle yenilemek isteyeceklerdir. Bu nedenle, bu oranın hangi düzeyde oluşacağı piyasadan ziyade, nakit ve risk yönetimi çerçevesinde Hazine ve Merkez Bankası işbirliği ile belirlenecektir(<http://www.yatirimyap.com/pdf//arsiv/hrapor/w040524.pdf>).

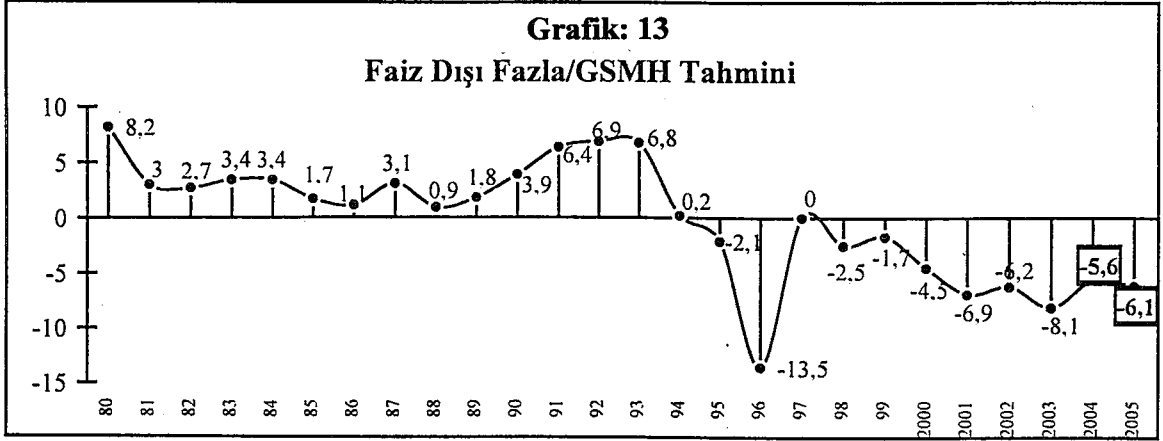
43. Türkiye’de İç Borçların Sürdürülebilirlik Tahmini

Bu bölümde, çalışma içerisinde yer alan 1980-2003 dönemi Doğrusal Trend Yöntemi(zaman serisi analizi) kullanılarak 2004 ve 2005 yılları için tahmin yapılmıştır. En yaygın ve kullanım kolay olan zaman-trend analizi geçmiş yıllarda gerçekleşen gözlem değerlerine $y=a+bx$ modeli biçimindeki en iyi uyan doğruyu, sapmaların karelerinin toplamını minimum yapan En küçük Kareler Yöntemi ile belirlemektedir. Daha sonra, doğrusal olarak belirlenen trendin (eğilimin) gelecekte de devam edeceğini varsayarak tahminde bulunulur.

Aşağıda, bu yöntem kullanılarak farklı değişkenler ışığında 2004 ve 2005 yıllarında Türkiye’de iç borçların sürdürülebilirliği incelenmektedir. Tahminde kullanılan değişkenlerin grafikleri 2004 ve 2005 tahmini değerleri ile birlikte aşağıda yer almaktadır. Analizde kullanılan tahminlerin hesaplamaları EK 1’de yer almaktadır.

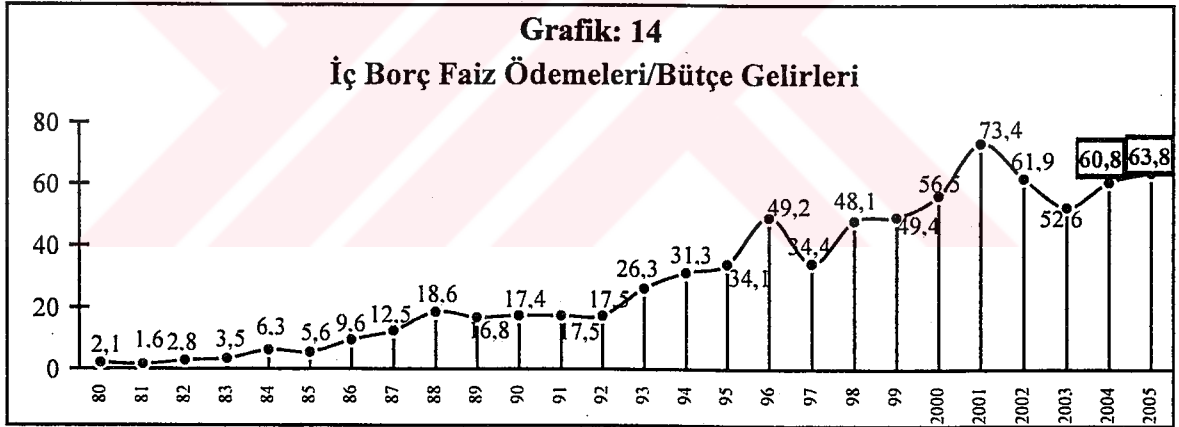
430. Faiz Fıısı Fazla/GSMH Tahmini

Yapmış olduğumuz trend tahmininde iç borçların sürdürülebilirliği analizinde incelenen faiz dışı fazla/GSMH oranının (Grafik 13) 2004’de %-5,6 ve 2005’de %-6,1 olacağı öngörülmektedir. Borç yükü yüksek bir ekonomide reel faizler reel büyüme oranının üzerinde ise o ekonominin faiz dışı fazla vermekten başka çaresi yoktur. Türkiye’de, ekonominin reel büyüme oranının reel faizlerden yüksek olması yakın zamanda küçük bir ihtimal olduğu için, borç/GSMH oranını sürdürülebilir ve kabul edilebilir bir seviyeye sahip olabilmesi için faiz dışı fazla vermesi gerekmektedir. Bu açıdan, faiz dışı fazlaların devam etmesi iç borçların sürdürülebilirliğine katkı sağlayacaktır.



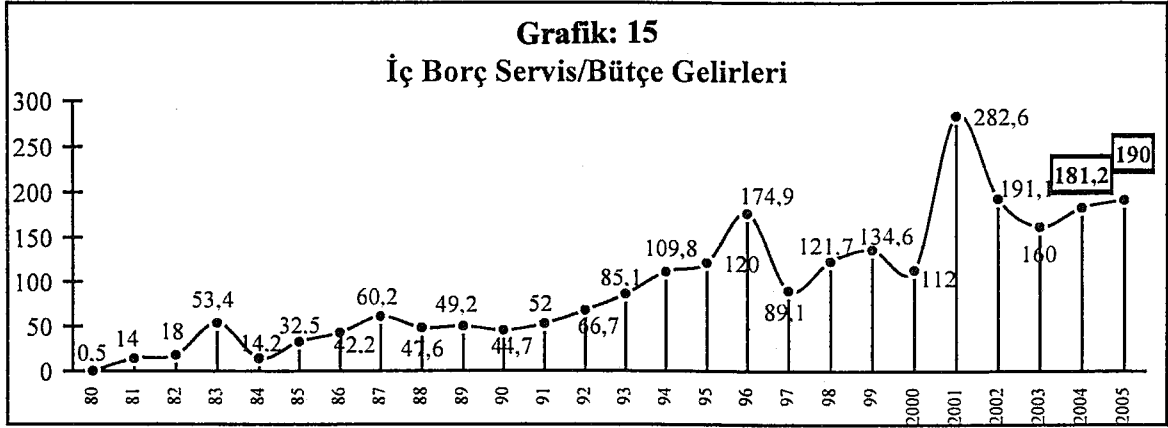
431. İç Borç Faiz Ödemeleri/Bütçe Gelirleri Tahmini

Grafik 14'de iç borçların sürdürülebilirliği açısından analiz edilen iç borç faiz ödemeleri/bütçe gelirleri oranının 2004'de %60,8 ve 2005'de %63,8 olacağı öngörülmüştür. Çalışmada sürdürülebilirlik oranının %68 olduğu dikkate alındığında, bu gösterge açısından iç borçların 2004 ve 2005 yıllarında sürdürülebilir olacağı söylenebilir.



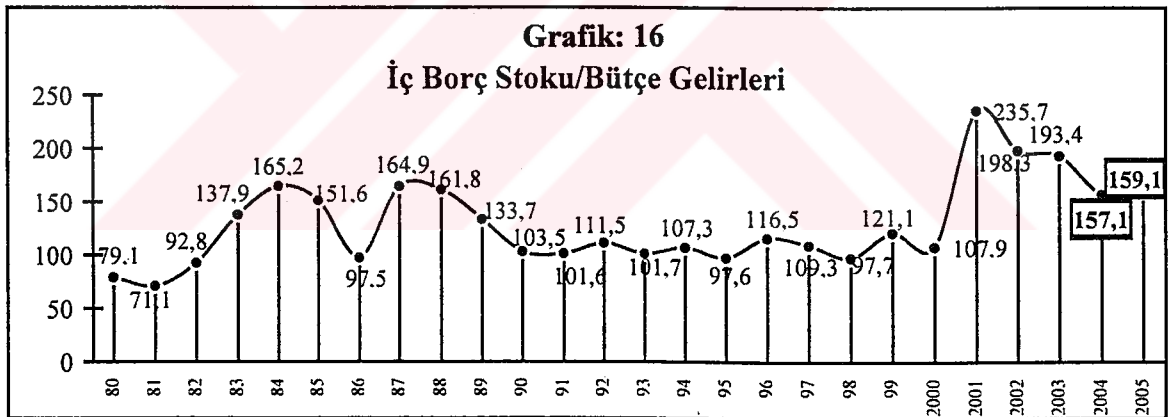
432. İç Borç Servisi/Bütçe Gelirleri Tahmini

İç borçların sürdürülebilirliğinin analizinde incelenen bir diğer gösterge iç borç servisi/bütçe gelirleri oranının 2004'de %181,2 ve 2005'de %190,0 olacağı tahmin edilmiştir. Çalışmada sürdürülebilir borçlanma oranını (%63) olduğu dikkate alındığında bu gösterge açısından iç borçların 2004 ve 2005 yıllarında sürdürülebilir olmayaacağı söylenebilir.



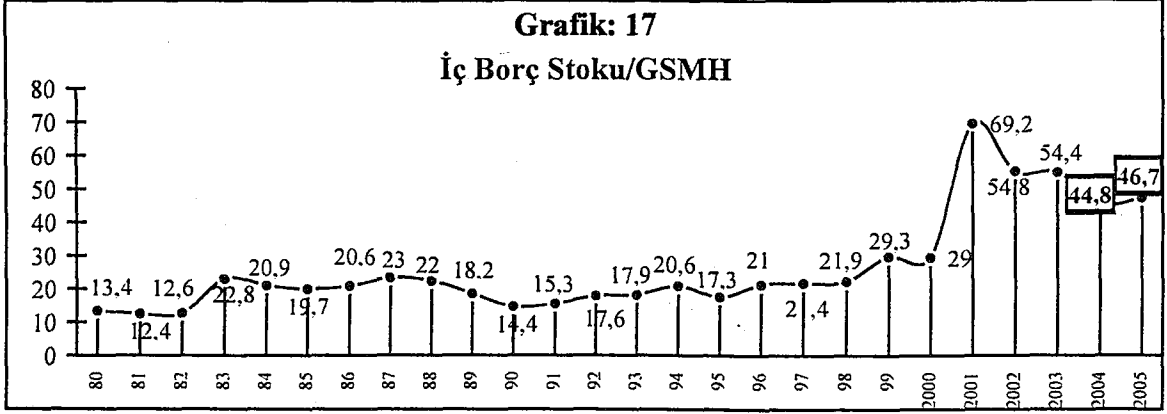
433. İç Borç Stoku/Bütçe Gelirleri Tahmini

İç borçların sürdürülebilirliğinin analizinde incelenen bir diğer gösterge olan iç borç stoku/bütçe gelirleri oranının 2004'de %157,1 ve 2005'de %159,1 olacağı öngörülmüştür. Çalışmada sürdürülebilirlik oranının %167 olduğu dikkate alındığında, bu gösterge açısından iç borçların 2004 ve 2005 yıllarında sürdürülebilir olacağı öngörülmektedir.



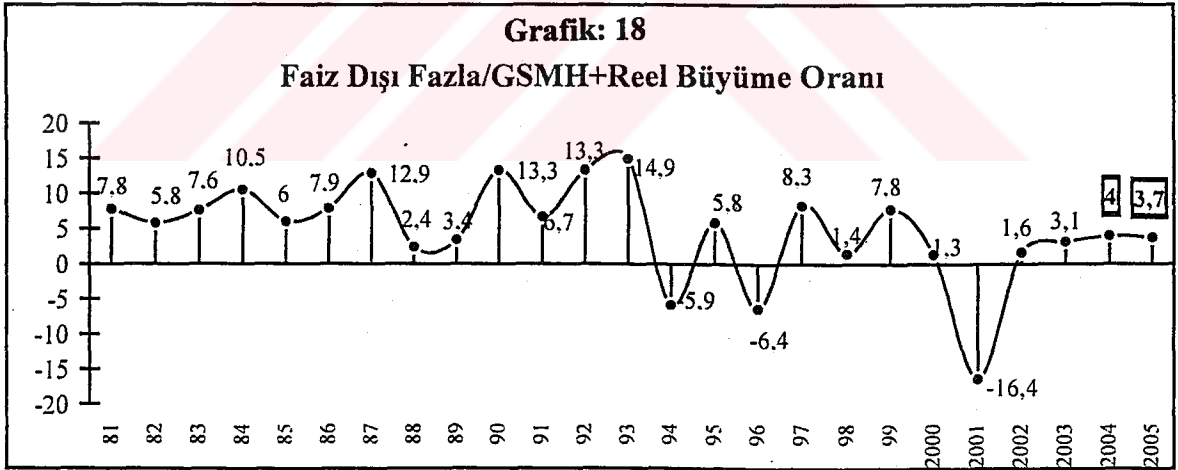
434. İç Borç Stoku/GSMH Tahmini

Yapmış olduğumuz tahmine göre; iç borç stoku/GSMH oranı 2004'de %44,8, 2005'de %46,7 olacaktır. Buna göre, iç borç stoku/GSMH oranı önceki yıllara göre azalmakta ve istikrarlı bir seyir takip etmektedir. Bu yıl ve gelecek yıllarda ekonomik büyüme oranının bizim tahminimizde ortaya çıkan orandan(%5.4) daha yüksek oranlarda gerçekleşeceği dikkate alınırsa iç borç stoku/GSMH oranının azalaacağı en azından istikrarlı bir seyir izleyeceği ortaya çıkmaktadır. Buradan hareketle iç borçlar 2004 ve 2005 yıllarında sürdürülebilir olacaktır.

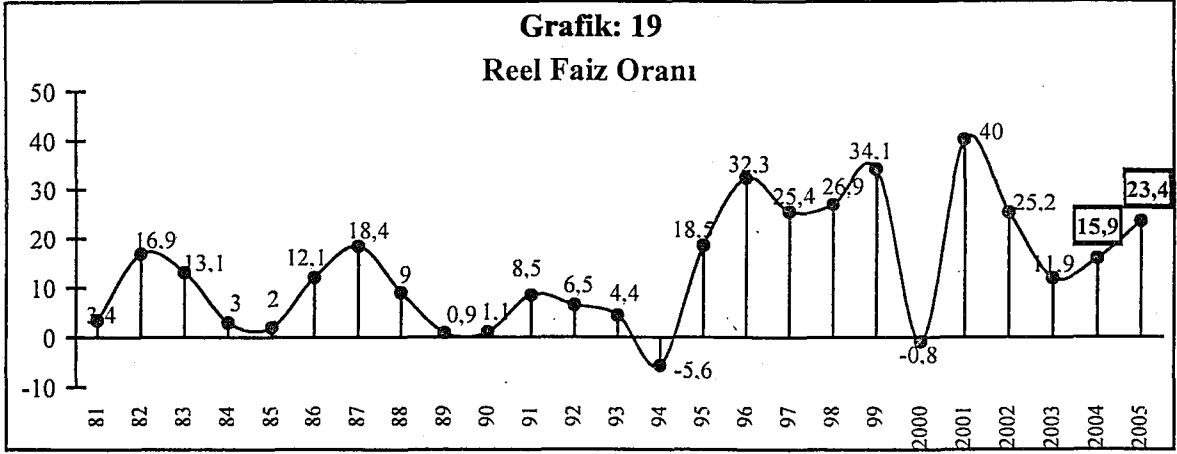


435. Faiz Dışı Fazla/GSMH+Reel Büyüme Oranı Tahmini

Grafik 18 ve 19 birlikte incelendiğinde faiz dışı fazla/GSMH+ reel büyüme oranı toplamının reel faiz oranlarından düşük gerçekleşeceği öngörülmektedir. Bu durum iç borçların 2004 ve 2005 yılında sürdürülemez olacağını göstermektedir. Ancak, daha önce de açıklandığı büyüme oranının tahminimizden daha yüksek oranlarda gerçekleşmesi iç borçların sürdürülebilirliğini sağlayacaktır.

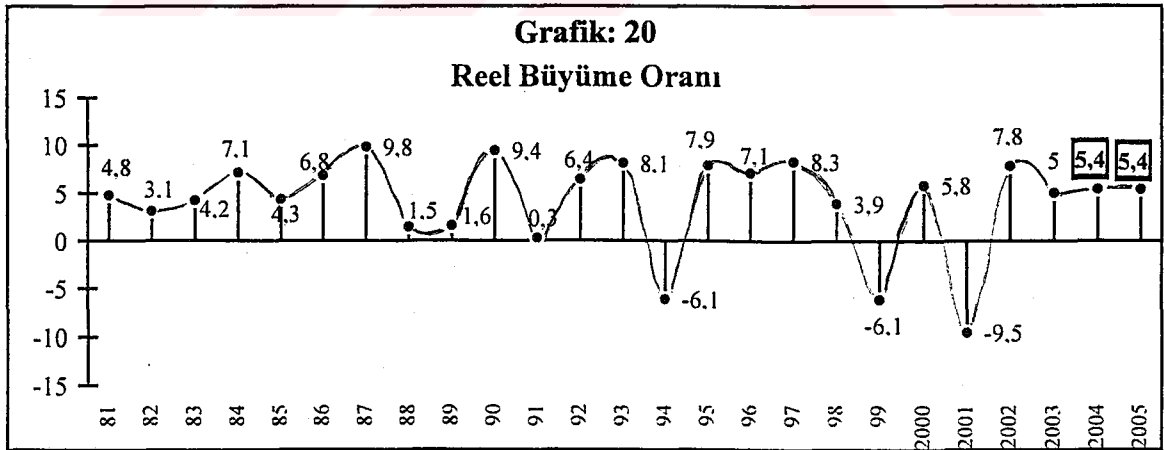


436. Reel Faiz Oranı Tahmini



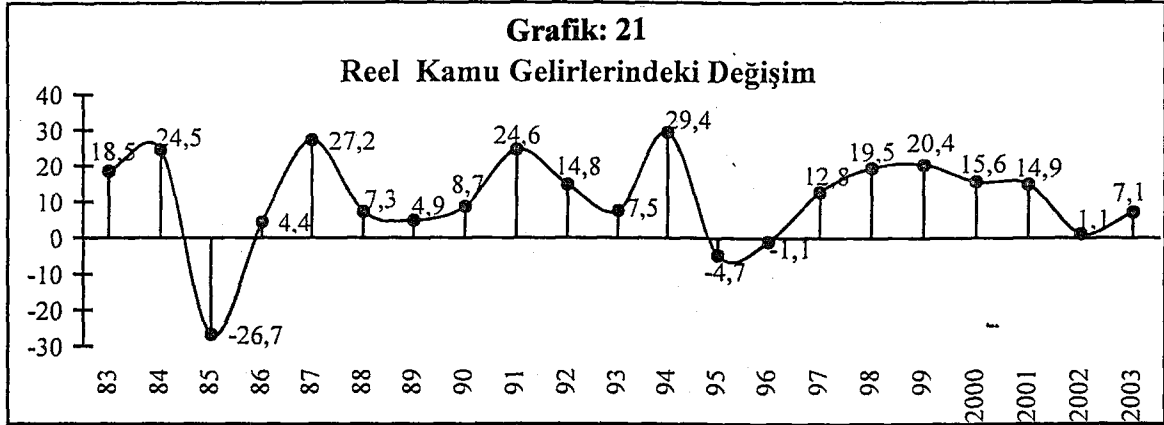
437. Reel Büyüme Oranı Tahmini

Grafik 19 ve 20 birlikte değerlendirdiğimizde reel faiz oranlarının 2004 ve 2005 yılında reel büyüme oranlarından yüksek olacağı tahmin edilmiştir. Bu durum, iç borçların sürdürülemez olacağını göstermektedir. Ancak, yapmış olduğumuz tahminde reel faiz oranlarının yüksek çıktığı ve reel büyümenin bu yıl ve gelecek yıl daha yüksek oranlarda olacağı dikkate alınır iç borçların sürdürülebilir olacağı söylenebilir.

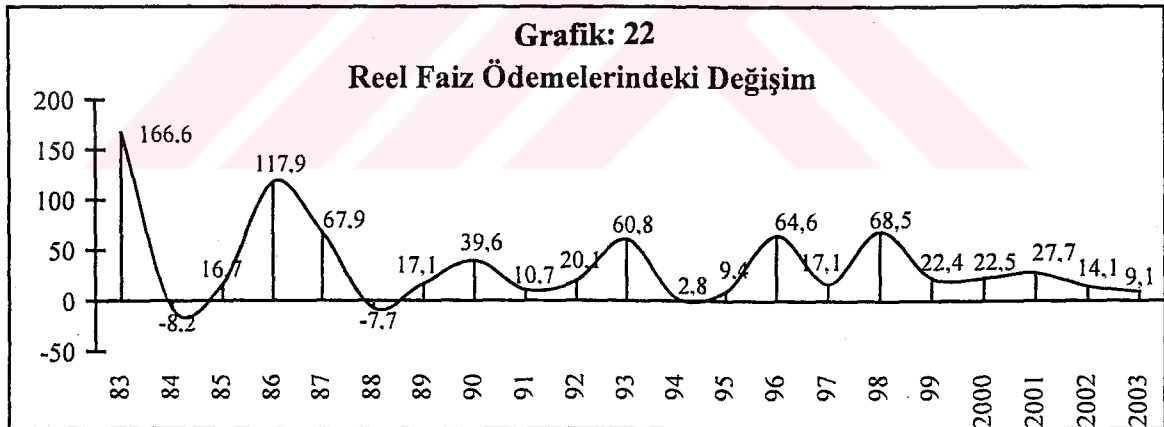


438. Reel Kamu Gelirlerindeki Değişimin Tahmini

Yapılan trend tahmininde 2004 ve 2005 yıllarında reel faiz ödemeleri ve kamu gelirlerindeki değişme hakkında anlamlı sonuç elde edilememiştir.



439. Reel Faiz Ödemelerindeki Değişme Tahmini



Sonuç olarak, bazı göstergeler iç borçların 2004 ve 2005 yılında sürdürülemez olduğunu göstermekle birlikte, uygulanmakta olan program ile iç borç stokunun milli gelire oranında ve faiz oranlarında gerçekleşen azalma ve vade yapısında sağlanan gelişmeler ve gelecekte bu durumun devam edeceği beklentisi dikkate alındığında iç borçların sürdürülebilir olacağı söylenebilir. Çünkü, yüksek konjonktür sürecindeki ekonomide GSMH artışı vergi gelirlerini de artıracaktır. Sonuçta kamunun gelir kaynaklarındaki artış iç borç servisinde sorun yaşanmamasına yol açacaktır.

SONUÇ ve ÖNERİLER

Ulus devletlerin ortaya çıkışından bu yana kamu harcamaları giderek artmaktadır. Devletin giderek artan bu harcamaları karşılaması için kamu geliri elde etmesi kaçınılmazdır. Kamu gelirleri başta vergi olmak üzere, resim harç, mülk ve teşebbüs gelirleri gibi gelirlerdir. Eğer, kamu harcamaları kamu gelirleri ile karşılanamıyorsa devlet bu açığı kapatmak için borçlanmaya başvurmaktadır. Devletler, ayrıca bütçe açıklarını finanse etmek, para politikası uygulamak, sermaye piyasalarının gelişimini sağlamak gibi değişik ekonomik amaçlarla da borçlanmaya başvurmaktadır.

Türkiye’de ise iç borçlanma büyük ölçüde bütçe açıklarının finansmanı için kullanılmaktadır. Nitekim, son yıllarda yapılan yeni borçlanmalar mevcut borç stokunun anapara taksiti ve faiz ödemelerini karşılama amacına yönelik hale gelmiştir.

Türkiye’de Hazine, farklı şekillerde borçlanma yöntemleri uygulayarak bu finansman ihtiyacını karşılamaktadır. Hazine’nin ihale yöntemiyle iç borçlanmada kullandığı Çoklu Fiyat İhale Yönteminde (ÇFİY) belirsizlik ölçüsünde faizlerin de yüksek olduğu görülmektedir. Bu nedenle, yaygın olarak kullanılan ihale yöntemi Hazinesinin miktar ve vadeyi belirleyip yalnızca faizin belirlenmesini ihaleye bıraktığı ÇFİY’dir. Bu yöntem dışındaki hazinenin borçlanma vadesi ve borçlanmak istediği miktarı ilan edip faizin oluşumunu ihaleye bıraktığı ve hazinenin borçlanma vadesini belirleyip borçlanacağı miktar ve faizi ihaleye bıraktığı diğer yöntemlerde aynı tahviller için farklı faizlerin ödenmesi söz konusudur. Bu nedenle, ihaleye katılan tarafların yüksek faiz ödeme riski ile karşılaşmamaları için diğer yatırımcıların tekliflerini de göz önünde tutmaları gerekmektedir.

Çoklu fiyat ihalelerinde, genel faiz seviyesinin altında teklif vererek, zarar etmek istemeyen yatırımcıların teklifleri genellikle TFİY’nde oluşan fiyatlardan ortalama olarak biraz daha düşük olduğu söylenebilir. Özellikle, likit piyasalarda ÇFİY genellikle Hazineye net kazanç sağlar. ÇFİY’nde ihaleye katılanlar, ihalede oluşan ortalama fiyatın

çok ötesinde bir fiyat ödeme riski olduğu için, tekliflerini belirlerken ihaleye katılan diğer yatırımcıların tekliflerini de gözönünde bulundurmaları zorundadırlar. Bu nedenle, teklif verenler piyasa araştırması yapma yolunu gitmektedirler. Böylece ihalenin ortalama fiyatı, normalde olabilecek fiyattan daha düşük olabilmektedir.

ÇFİY uygulamasında belirgin olan tüketici artığının ihaleyi kazananların elde etmelerini engelleyici bir yapıya sahip olduğu da söylenebilir. Çünkü, ihaleyi kazananlar teklif ettikleri fiyatı ödemekte, dolayısıyla tüketici artığı Hazine'ye kalmaktadır. TFİY'nde ise tüketici artığı alıcılara kalmaktadır.

Tekli Fiyat İhale Yöntemi (TFİY) ilk bakışta borçlanma maliyetlerinin artırmış gibi değerlendirilmesine rağmen, özellikle, piyasalarda faiz dalgalanmalarının yüksek olduğu dönemlerde tek fiyat ihalesi, yatırımcılara ihalede oluşacak en yüksek faizi garanti ettiği için yatırımcılar daha güvenli teklif verebilmekte, bu durum genel faiz teklifi seviyesini aşağıya çekebilmektedir.

Diğer taraftan TFİY'nde ihaleye katılmak ayrı bir uzmanlık gerektirmeyeceği için ihaleye katılım ve daha rekabetçi tekliflerin gelme olasılığı artmaktadır. Dolayısıyla, ilk bakışta TFİY'yle satışların Hazineye daha düşük gelir sağlayacağı düşünülse de, devlet iç borçlanma senetlerine olan talep yeteri kadar esnek olduğunda, yani talep miktarının Hazine'nin ödeyeceği yüksek faizi karşılayacak kadar artırılabilirdi durumlarda Hazine daha yüksek gelir elde edebilmektedir.

Ayrıca, bankaların rekabetçi olmayan fiyatlarla(birbirine yakın fiyatlarla) ihalelere katıldıkları ve ihalelerdeki paylarının büyüklüğü ve böylece tekel konumunda oldukları dikkate alındığında TFİY'nin bankacılık dışındaki kesimlerin de ihaleye katılmalarını teşvik edeceği düşünülebilir. Bu suretle, bankaların piyasadaki tekel nitelikleri kırılabilir.

Hazine ihalelerinde tek fiyatlı ihale sistemine geçilmesi, satılmak istenen hazine bonusu miktarının ve ihale kurallarının açıklanması, ihalelerin ikincil piyasalarının istikrarı doğrultusunda yönlendirilmesi, ihaleye katılımcıların sayısını ve ihaleye güveni artırmak için otomosyon düzeyinin artırılması, ihaleye katılanlara diğer katılımcıların teklifleri konusunda bilgi verilmesi gibi düzenlemeler ihale sisteminin iyileştirilmesi için

gerekmektedir. İhale sisteminin bu unsurları dikkate alacak şekilde geliştirilmesi hazinenin kolay ve düşük maliyetle borçlanabilmesini sağlayacaktır.

Son yıllarda artan kamu borçları az gelişmiş ve gelişmekte olan ülkeler açısından da sorun oluşturması nedeniyle borç yönetimi ve kamu borçlarının sürdürülebilirliği ciddi manada tartışılan bir konu olmuştur.

1990'lı yılların ortalarından itibaren gelişmiş ülkelerin toplam(iç+dış) borcu azalırken, gelişmekte olan ülkelerde toplam borcu hızla artmış, 2000 yılında gelişmiş ülkelerin ortalama borç oranlarının üzerine çıkmıştır. 2002 yılında toplam borcun GSMH'ya oranı gelişmiş ülkelerde yaklaşık %65 iken, gelişmekte olan ülkelerde yaklaşık %72 olmuştur. Gelişmekte olan ülkelerde finansman krizlerinin bu kadar sık meydana gelmesinin nedeni gerekli mali ve parasal önlemlerin uygulanmamasıdır. Gelişmekte olan ülkelerde iç borçların artmasının nedenleri; kamu gelirlerinin düşüklüğü, değişkenliği; harcamalarının büyük bir kısmını faiz giderlerinin oluşturması gibi özellikler taşımasıdır.

Gelişmekte olan ülkelerin büyük çoğunluğunun son dönemde borç/GSMH oranını sabitleyecek kadar faiz dışı fazla veremediği görülmektedir. Yalnızca birkaç gelişmekte olan ülkenin borç/GSMH oranını sabitlediği görülmektedir. Gelişmekte olan ülkelerde, faiz dışı fazlanın borç seviyesini azaltacak seviyede gerçekleşmemesi, gelişmekte olan ülke ekonomilerinin borcun sürdürülebilirliğiyle tutarlı bir mali politika izlemekte başarılı olamadığı anlamı taşımaktadır.

Bilindiği gibi Türkiye ekonomisi son 13-14 yılını giderek ağırlaşan bir iç borç sorunun etkisinde kalarak geçirmiştir. Kamu iç borç stokunun büyüklüğü özel sektör kredilerini ve dolayısıyla yatırımları dışlamakta(crowding out), yüksek enflasyon ve gelir dağılımı dengesizliği başta olmak üzere bir çok ekonomik sorunun oluşumu üzerinde etkili olmaktadır.

Türkiye'de iç borç stokunun sürekli artmasında, etkin bir vergi sisteminin olmayışı, kamu harcamalarının yeterli bir disiplin altında yapılmaması, kayıt dışı ekonominin büyüklüğü, ekonominin her kesimindeki sermaye birikimi ve verimliliğin düşüklüğü ve kamu açıklarının etkisi vardır. Kamu kesimi borçlanma gereğine bağlı olarak borçların

hızla tırmanma eğiliminde olduğu görülmüştür. 1980'li yıllarda iç borçlanmanın en önemli bölümü konsolide bütçe açıkları, 1990 yıllarda anapara ve faiz ödemelerinden oluşmaktadır. Bu gelişme zamanla açık-borç-faiz kısır döngüsü içerisinde gelişmiş ve büyümüştür.

1994 krizi öncesi verileri, iç borçlanmanın sürdürülemez olduğunu göstermiştir. Özatay(1995)'in 1985-1994 yılları arası verilerini kullanarak yaptığı çalışmada, Türkiye'de 1994 krizi öncesinde iç borçlanma politikasının sürdürülebilir olmadığını göstermektedir.

Bu çalışmada da değişik göstergeler ışığında iç borçların sürdürülebilirliği analiz edilmiştir. Bu çerçevede, iç borç düzeyinin sürdürülebilir olması için iç borç/GSMH oranının artmaması, istikrarlı seyretmesi gerekmektedir. 1998 yılına kadar iç borç stoku/GSMH oranı birbirine yakın değerler(ortalama %17,4) almıştır. Yani, bu dönemde iç borç/GSMH oranını istikrarlı bir seyir izlemiştir. 1999 yılından itibaren artmaya başlayan iç borç stoku/GSMH oranı 2001 yılında %69.2 gibi oldukça yüksek düzeylere ulaşmıştır. Bu çerçevede 2001 yılında iç borç stoku sürdürülemez seviyededir. Yapmış olduğumuz tahmine göre iç borç stokunun/GSMH oranı 2004 yılında %46,7, 2005 yılında ise %48,5 olacağı öngörülmüştür. Bu oranlar iç borç stoku/GSMH oranını istikrarlı olacağını dolayısıyla sürdürülebilir olacağını göstermektedir.

Bunun yanısıra, faiz dışı fazla yaklaşımına göre, kamu borcunu aynı düzeyde tutmak için kamunun faiz dışı fazlasının milli gelire oranı ile büyüme hızı toplamının ödenen reel faizlere eşit veya daha yüksek olması gerekmektedir. Bu açıdan bakıldığında, 1981-1994 yıllarını kapsayan faiz dışı fazla ve reel büyüme oranı değerleri reel faiz oranları ile paralel şekilde gerçekleşmiştir. Bu dönemde, sadece 14 yılın sadece 6 yılında reel faiz oranları faiz dışı fazla ve reel büyüme oranı toplamından daha yüksek oranlarda olmuştur. Bu nedenle incelenen dönemde genel olarak iç borçların sürdürülebilir olduğu söylenebilir.

1995 ve sonraki yılları kapsayan dönemde, sadece 2000 yılında faiz dışı fazla ve reel büyüme oranı toplamı reel faiz oranlarından yüksek düzeyde gerçekleşmiştir. Bu dönemde, 2000 yılı dışında yıllarda reel faiz oranları çok yüksek seviyelerde gerçekleşmiştir. Bunun anlamı 1995 sonrasında iç borçlar sürdürülemez seviyededir.

Herhangi bir ülkede, faiz dışı açıkların bulunması iç borç stokunun milli gelir içindeki payının artmasına yol açmaktadır. Bu nedenle, faiz dışı fazlaların GSMH içindeki gelişimi, iç borçların sürdürülebilirliği açısından önemlidir. 1994 yılına kadar faiz dışı fazlanın GSMH içindeki payları pozitif düzeylerde gerçekleşmiştir. Yani, iç borçlar sürdürülebilir seviyededir. 1994 sonrası dönemde faiz dışı fazlaların GSMH içindeki payları negatif düzeylerde gerçekleşmiştir. Bir başka ifadeyle, faiz dışı kamu fazlalıkları oluşmuştur. 1996 yılında %-13.5'e kadar düşen faiz dışı fazla/GSMH oranı 1999 yılında %-1.7'ye düşmesine rağmen, tekrar artış eğilimine girerek 2003 yılında %-8.1'e yükselmiştir. Yani, iç borçlar sürdürülemez seviyededir.

İç borçların sürdürülebilirliğinin göstergelerinden bir diğeri, reel büyüme oranları ve reel faiz oranlarındaki gelişmelerdir. Sürdürülebilir bir borçlanma politikası için reel büyüme oranlarının reel faiz oranlarının üzerinde gerçekleşmesi gerekmektedir. Türkiye'de 1981-1994 döneminde 14 yıldan 7'sinde reel faiz oranları reel büyüme oranlarından daha yüksek düzeyde gerçekleşmiştir. Bu dönemde, sadece 1986 ve 1987 yıllarında reel faiz oranları reel büyüme oranlarının üzerinde gerçekleştiği görülmektedir. Yani, genel olarak bu dönemde iç borçlar sürdürülebilir seviyededir. 1994 sonrası dönemde ise 2000 yılı dışında tüm yıllarda reel faiz oranları reel büyüme oranlarının üzerinde gerçekleşmiştir. Bu çerçevede, 1994 yılı sonrası dönemde borçların sürdürülebilirliğinin tehlike altına girdiği görülmektedir. Özellikle 1996, 1999 ve 2001 yıllarında borçların sürdürülebilir olmadığı açık olarak ortaya çıkmaktadır.

İç borçların sürdürülebilirliği açısından dikkat edilmesi gereken bir diğer husus reel kamu gelirlerindeki artışın reel faiz ödemelerindeki artışı karşılayıp karşılayamadığıdır. Bu bağlamda, reel kamu gelirlerinin reel faiz ödemelerine göre sürekli olarak fazla vermesi gerekmektedir. Reel faiz ödemeleri ise, 1984 ve 1988 yılları hariç reel kamu gelirleri artışından yüksek oranlarda gerçekleşmiştir. Yani reel kamu gelirlerindeki artış faiz ödemelerindeki artışı karşılamamaktadır. Özellikle, 1986, 1993 ve 1998 yıllarında reel faiz ödemelerindeki artış reel kamu gelirlerindeki artışın çok üzerinde gerçekleşmiştir. 2002 ve 2003 yıllarında reel faiz ödemelerinde azalış meydana geldiği, reel kamu gelirlerinde ise artış hızının sürdüğü görülmektedir. Son yıllardaki bu süreç Türkiye'de iç borçların sürdürülebilirliği açısından olumlu bir gelişme olarak değerlendirilebilir.

İç borç servisi/konsolide bütçe gelirleri oranı, kamunun borçlarını ulusal kaynaklardan ödeyebilme kabiliyetini göstermektedir. İç borç stokunun sürdürülebilir olması için, iç borç servisi/bütçe gelirleri oranının %63'den az olması gerekmektedir. Bu sınırlar çerçevesinde Türkiye'de, 1996, 2001 ve 2002 yıllarında iç borçların sürdürülemez seviyeye çıktığı gözlenmektedir. Özellikle 2001 yılında, iç borç servisi/ bütçe gelirleri oranının %282 gibi, sürdürülebilirlik oranının(%63) yaklaşık 4,5 katına çıkması iç borçların sürdürülemez olduğunu ortaya çıkarmaktadır.

İç borçların sürdürülebilirliği açısından analiz edilmesi gereken bir diğer gösterge ise iç borç faiz ödemelerinin, bütçe gelirleri içerisindeki gelişimidir. İç borçların sürdürülebilir olması için, iç borç faiz ödemeleri/bütçe gelirleri oranını %68 oranını aşmaması gerekmektedir. Bu sınır çerçevesinde, 2001 yılında iç borç faiz ödemeleri/bütçe gelirleri oranı(%73.4) bu yılda iç borçlanmanın sürdürülemez olduğunu göstermektedir.

İç borçların sürdürülebilirliğinin analizinde incelenmesi gereken bir diğer gösterge iç borç stoku/bütçe gelirleri oranıdır. İç borçların sürdürülebilir olması için, iç borç stoku/bütçe gelirleri oranını %167'yi geçmemesi gerekmektedir. Bu sınır çerçevesinde, iç borçlanmanın 1983-1989 döneminde(1986 yılı hariç)sürdürülebilir olmakla birlikte, sürdürülemez düzeye yaklaştığı gözlenmektedir. 1989 sonrası dönemde 2001, 2002 ve 2003 yıllarında iç borçlanmanın sürdürülemez olduğu gözlenmektedir. Özellikle 2001 yılında, iç borç stoku/bütçe gelirleri oranı %237.7 sürdürülebilir oranın(%167) çok üzerine çıktığı görülmektedir. İç borç stoku/bütçe gelirleri göstergesine göre iç borçlanma hala sürdürülemez bir seviyede olmakla birlikte, sürdürülebilir orana yaklaşmaktadır.

2003 yılında iç borç çevirme oranı %92.8 oranında gerçekleşmiştir. Hazine, nisan ayında revize ederek açıkladığı 2004 yılı finansman programıyla bu yılki iç borç çevirme oranını %87 düzeyinde tutmayı hedeflemiştir. Bu bağlamda iç borç çevirme oranının düşmesi iç borçların sürdürülebilir seviyelere düştüğünü göstermektedir.

Yukarıdaki göstergelere genel olarak bakıldığında; Türkiye'de iç borçların sürdürülebilirliğinin 1990'lı yılların ortalarından itibaren bozulmaya başladığı ancak bu yıllarda sürdürülebilir olduğu gözlenmiştir. Bununla birlikte, 1994 yılından itibaren tehlike

altına giren iç borçlanma 1996, 2001 ve 2002 yıllarında sürdürülemez düzeye ulaştığı açıkça görülmektedir.

Çalışmanın sonunda geleceğe yönelik olarak, çalışma içerisinde yer alan 1980-2003 dönemi verileri ışığında zaman serisi analizi kullanılarak 2004 ve 2005 yılları için tahmin yapılmıştır. Yapılan tahmin sonuçları, çalışmada dikkate aldığımız 1980-2003 yılları arasındaki verilerin ışığında ve bugünkü ekonomik koşulların sabit kalacağı varsayımı altında yapılmıştır.

Yapmış olduğumuz tahmine göre bazı göstergeler iç borçların 2004 ve 2005 yılında sürdürülemez olduğunu göstermekle birlikte, uygulanmakta olan program ile iç borç stokunun milli gelire oranında ve faiz oranlarında gerçekleşen azalma ve vade yapısında sağlanan gelişmeler ve gelecekte bu durumun devam edeceği beklentisi dikkate alındığında iç borçların sürdürülebilir olacağı söylenebilir. Çünkü, yüksek konjonktür sürecindeki ekonomide GSMH artışı vergi gelirlerini de artıracaktır. Sonuçta kamunun gelir kaynaklarındaki artış iç borç servisinde sorun yaşanmamasına yol açacaktır.

Sonuç olarak, Türkiye’de iç borçlanma göstergelerinin sürdürülebilirlik açısından çok da iyi durumda olmadığı, her an ekonomik krizle sonuçlanabilecek risk taşıdığı söylenebilir. Bu nedenle borçların sürdürülebilir bir yapıya kavuşturulması gerekmektedir. Bu çerçevede yapılması gerekenler aşağıda sıralanmıştır

1- Türkiye’de borç yükünün azaltılabilmesi, sürdürülebilir olması için sağlam makroekonomik ve mali politikalar ön şarttır. Bu çerçevede, borçlanmanın makul faiz seviyelerine indirilebilmesi için, kamuoyu güvenini sağlanması büyük önem taşımaktadır. Yüksek bir borç yükü altında kredibilitenin sağlanması borçlanmanın sürdürülebilirliğini garanti altına alacak sıkı maliye politikaları ve buna bağlı olarak verilecek faiz dışı fazla ile mümkündür. Gerçekleşen faiz dışı fazla kadar borç yükünde azalma olacaktır.

2- Bütçe dışı fazlaların oluşabilmesi hem gelir artıcı hem de gider azaltıcı düzenlemelerin yapılmasına bağlıdır. Kamu gelirlerinin artırılabilmesi için kayıt dışı ekonominin kayıt altına alınması ve vergi tabanının genişletilmesi sağlanmalıdır.

Türkiye’de vergi gelirlerinin artırılmamasının nedenlerinden birisi olan devlet ile halk arasındaki güven sorununun aşılması gerekmektedir. Çünkü, halkın vergi gelirlerinin sarf yerleri konusundaki kuşkuları vergi verme isteksizliğini artırmaktadır.

3- Türkiye’de borçlanma yükünün esas kaynağının devletin finansman ihtiyacının büyüklüğü oluşturmaktadır. Bu nedenle, kamu büyüklüğünün liberal anlayış çerçevesinde yeniden dizayn edilmesi gerekmektedir. Bu doğrultuda, kamu faaliyet alanları daraltılmalıdır. Yani özelleştirmeye ağırlık verilmelidir. Bu yapılanma kamu harcamalarının azaltılmasına ve harcamaların daha rasyonel alanlarda kullanılmasına imkan tanıyacaktır. Bunun yanında devlet varlıklarının bunları daha etkin işletecek birimlere devri, vergi gelirlerini artıracaktır.

4- Düşük ve istikrarsız büyüme borç aczine düşmenin önemli bir nedenidir. Bu nedenle her halükarda reel büyümenin sağlanması gerekmektedir. Hükümet, sağlam makroekonomik ve yapısal politikalar uygulayarak büyümeye yardımcı olan bir ortamın oluşturulmasında önemli bir rol oynayabilir. Ekonomik büyüme oranındaki artış, bir yandan vergi gelirlerinin artması yoluyla faiz öncesi bütçe fazlasını güçlendirecek, diğer yandan da reel faizlerle aradaki farkı azaltarak borç/GSMH oranının azalmasını sağlayacaktır.

5- Öte yandan, borçlanma konusunda hükümetler gereğinden fazla yetki kullanmamalıdır. Kamu finansmanında borçlanmanın sınırlı bir finansman aracı olması gerektiği gözden kaçırılmamalıdır.

6- Alınan borçlar kendisini amorti edebilecek alanlarda kullanılmalıdır. Özellikle önceki borçların faiz ve anapara ödemeleri için yeni borçlanmalardan kaçınılmalıdır.

7- Borçlanmanın ekonomik sınırları, bütçe açıklarının ne ölçüde dışlama etkisi oluşturduğu ve yatırımlar üzerindeki etkilerine dikkat edilmesi gerekmektedir. Bu bağlamda, para ve maliye politikalarının uygun bir şekilde dizayn edilmelidir.

8- Hazinesinin uygun faiz ve vade yapısıyla borçlanabilmesi için Hazine ihalelerinde tek fiyatlı ihale sistemine geçilmesi, satılmak istenen hazine bonosu miktarının ve ihale

kurallarının açıklanması, ihalelerin ikincil piyasalarının istikrarı doğrultusunda yönlendirilmesi, ihaleye katılımcıların sayısını ve ihaleye güveni artırmak için otomasyon düzeyinin artırılması, ihaleye katılanlara diğer katılımcıların teklifleri konusunda bilgi verilmesi gibi düzenlemeler ihale sisteminin iyileştirilmesi için gerekmektedir. İhale sisteminin bu unsurları dikkate alacak şekilde geliştirilmesi hazinenin gelirlerini artırabilecektir.

8- Kamu borçlarının büyük boyutlara ulaştığı ve sürdürülmesinde karşılaşılan sıkıntılar sebebiyle, borçların bir kısmının para basılarak ödenmesi gündeme gelebilir. Ancak bu yol zorunlu durumlarda başvurulabilecek bir alternatif olarak görülmektedir. Monetizasyonun kamu borçlarının azaltılmasında başarılı olabilmesi için borçlanma vadelerinin yeteri kadar uzun olması gerekmektedir. Türkiye’de kamu borçlarının büyük bölümünü kısa vadeli borçlar oluşturur. Bu vade yapısı borçların monetizasyon yoluyla azaltılmasını önemli ölçüde engellemektedir. Monetizasyon enflasyona ve bunun doğurduğu zararlara yol açacaktır. Bu nedenle bu seçenekten kaçınılması gerekmektedir.

9- Borçların sürdürülebilirliği konusundaki seçeneklerden birisi de borçların konsolidasyonu yani kısa vadeli borç senetlerinin uzun vadeli borç senetleri ile değiştirilmesidir. Konsolidasyon, yüksek enflasyon ve faiz dışı fazla gerektirmeden, borcun azalmasını sağlar. Ancak, bu uygulamanın da maliyetleri vardır. Böyle bir uygulama para ve sermaye piyasalarında hükümetin gelecekteki borçlanmasını sınırlayan yada engelleyen güven kaybına neden olur. Konsolidasyon, bir kanun çıkarmak gibi kolay bir yöntem ile kaynaklara el koymak imkanı verdiğinden uzun vadede ödenmeme riskini dikkate alan piyasaların daha yüksek risk primi talep etmesi nedeniyle daha fazla faiz ödenmesine, finansal sistemin batmasına, istikrarsızlığa ve istikrarsızlığın doğurduğu sosyal maliyetlere neden olmaktadır. Ayrıca, hükümetin gelecekteki maliye politikası seçenekleri de kısıtlanır. Bu nedenle, bu seçenekten kaçınılmalıdır.

10- Borçların sürdürülebilirliği konusundaki seçeneklerden birisi de vergilerin artırılmasıdır. Ancak, yanlış vergilerin kaynak tahsisinde sapmaya yol açarak etkinliğin azalmasına neden olmaktadır. Ayrıca, vergiler artırıldıkça mükellefler daha fazla vergi

kaçırma girişiminde bulunmaktadır. Bu da vergi toplamının maliyetini artırmaktadır. Türkiye’de bu seçeneğin uygulanması pek mümkün gözükmemektedir. Çünkü, Türkiye’de kamu tarafından toplanacak vergilerin azami sınırına ulaşılmış durumdadır.

11- Borçların vergilerin artırılması yoluyla azaltılmasında kullanılabilir bir yöntem de servet vergisidir. Bir defalık bir servet vergisi, yüksek oranlı ve sapmaya neden olan vergilere göre daha uygundur. Ancak, bunun bir defalık konulması ve borçların önemli bir kısmını eriterek piyasada böyle bir verginin uzun bir süre konulmayacağı yönünde beklentilerin oluşması gerekmektedir. Ayrıca, böyle bir vergi konulmasındaki başarı birincil açığın azaltılması ve mali disiplinin getirilmesi ile mümkündür.

Servet vergisi teorik olarak iyi bir alternatif gibi gözükürken uygulamada oldukça büyük sorunlarla karşılaşmaktadır. Çünkü, demokratik toplumlarda servet vergisine karşı bir direnme olmakta, gecikmeye neden olmaktadır. Gecikme artıka dışarıya servet kaçırılacağından gelir azalacaktır. Servet vergisi yoluyla borçların azaltılması, sadece ikinci dünya savaşından sonra Japonya’da gözlenmiştir. Bu başarı hükümetin demokratik olmaması neticesinde elde edilmiştir. Diğer Avrupa ülkelerinde yeterli başarı elde edilememiştir. Bu nedenlerle Türkiye’de borçların sürdürülebilirliğini sağlamak için servet vergisinin konulması uygun bir seçenek olmayacaktır. Zira, Türkiye’de buna benzer bir vergi 1994 yılında konulmuş(net aktif vergisi) ancak bu vergi borçların milli gelire oranını azaltmamıştır.

12- İç borç stokunun azaltılmasında ve sürdürülebilir olmasında değişik borçlanma araçlarının kullanılması da önemli olacaktır. Bu çerçevede, borç stokunun bir bölümünün çeşitli değişkenlere endekslenmesi hükümetin kredibilitesini artırdığı için faiz oranlarının düşmesini ve vadelerin uzamasını sağlayacaktır.

Enflasyonun devlet borçlanması açısından yarattığı sakıncaları enflasyona endekli tahvil ihracıyla kırmak mümkündür. Bu sayede endekli tahviller tasarrufçu kurumları ve yatırımcıları enflasyona karşı korur. Endekli olarak ihraç edilen tahviller piyasadaki cari faiz oranına ve ihraç edilecek tahvillere göre devlete daha ucuza fon temin edebilirler.

Mali endeksli senetler kısa vadeli faiz oranları görece olarak düşük ise enflasyona endeksli senetlerden daha uygun olabilir. Bununla birlikte, kısa vadeli faiz oranlarında hızlı değişimler bu tür borçlanmanın reel kazancını azaltacak yada yükseltecektir. Ayrıca, borç stokunun bir kısmının bazı değişkenlere endekslenmesi, başlangıçta hükümetin kredibilitesi düşük olduğunda risk primini artırdığından dolayı önemli dezavantajlara da sahiptir. Hem faiz oranlarının yükselmesine hem de vadelerin uzamasına yol açabilir.

Döviz endeksli borçlanma senetleri döviz kuru riskine karşı koruma sağlar. Ulusal ve yabancı yatırımcılar enflasyon riskinden ziyade, döviz riskinden endişe ediyor iseler döviz endeksli borçlanma daha uygun olabilir. İstikrarsızlık dönemlerinde döviz endeksleme, yatırımcılar için uygun olabilir. Bununla birlikte, döviz endeksli borçlanma, döviz kurunda önemli miktarda değer kaybı meydana geldiğinde hükümet için daha maliyetli olabilir.

Son olarak büyümeye endeksli borçlanma senetlerinin birçok avantajları vardır. İlk olarak, büyümeye endeksli senetler, kriz riskini azaltarak borç/GSYİH oranını değişkenliğinin azalmasına yardımcı olacaktır. İkinci olarak, büyümeye endeksli borçlanma senetleri, otomatik stabilizatör tip işleyiş sağlayarak konjonktürel politika ihtiyacını azaltır. Bu tür senetler zayıf ekonomik performansın olduğu dönemlerde birincil denge istikrarında siyasi zorluklardan kaçınmaya yardımcı olur. Buna karşılık, güçlü büyümenin olduğu dönemlerde aşırı mali genişlemeden kaçınmaya yardımcı olur. Son olarak, büyümeye endeksi borçlanma senetleri, uluslararası düzeyde risk paylaşımını geliştirir.

YARARLANILAN KAYNAKLAR

a. Kitaplar

- BAĞCI, Hamdi : **Kamu Borçları Yönetimi ve Türkiye İçin Bir Değerlendirme**, Sermaye Piyasası Kurulu Yayınları, Yayın No:135, Ankara, Haziran 2001.
- ÇAŞKURLU, Eren : **Görev Zararı Kavramı ve Türkiye'de 1980 Sonrası Dönemde Görev Zararı Doğurucu Faaliyetlerin İncelenmesi ve Analizi**, Sermaye Piyasası Kurulu, Yayın No:138, Ankara, 2002.
- EĞİLMEZ, Mahfi : **Hazine**, Creative Yayıncılık, 3. Baskı, İstanbul, 2001.
- ERDEM, Metin : **Devlet Borçları**, Ekin Kitabevi Yayınları, 1. Baskı, Bursa , 1996.
- ORHAN, Osman Z. : **Türkiye'de İç Borç Sorunu ve Çözüm Önerileri**, İstanbul Ticaret Odası, Yayın No: 1996-47, İstanbul
- TOPRAK, Metin : **Küreselleşme ve Kriz: Türkiye ve Dünya Deneyimi**, Siyasal Kitabevi, Ankara, 2001.
- TÜRK, İsmail : **Kamu Maliyesi**, Turhan Kitabevi, Ankara, 2002.
- ULUSOY, Ahmet : **Devlet Borçlanması**, Derya Kitabevi, Trabzon, 2001.

b. Makale ve Bildiriler:

ABIZADEH, Sohrab

YOUSEFI, Mahmood

:“Do Deficit Matter? A Review of The Deficit And Inflation Debate”, **Budget Deficit And Debt, A Global Perspective**, Connecticut, London, 1999.

AKÇAY, O. Cevdet ve diğeri

:“Budget Deficit, Inflation and Debt Sustainability: Evidence From Turkey(1970-2000)”,
<http://www.econ.boun.edu.tr/papers/pdf/wp-01-12.pdf>.

AKTIŞ, Muhammet

:“Türkiye’nin Borç Gelişimi Sorunlar-Öneriler”
<http://makdis.pamukkale.edu.tr/debt.htm>.

ALESINA, A.

PRATI, A.

TABELLINI, G.

:“Public Confidence and Debt Management: A Model and Case Study of Italy”, *National Bureau of Economic Research*, Workig Paper No: 3135, October 1989.

ALKİN, Kerem

:“İç Borç Çevirme Oranı”, **Finansal Forum Gazetesi**, 16 Ocak 2004.

ALOY, M and NANCY G.

:“Economic Growth and Debt Sustainability Under A Fixed Exchange Rate Regime”,
http://sceco.univ-aix.fr/ceders/travaux/documents/currency_board_8.pdf

ATEŞ, Gürkan

:“Borç Yönetim Ofisi ve Türkiye Uygulaması Üzerine Bir Çalışma”, <http://www.treasury.gov.tr/arastirma/BorcYonetimiUzerine.pdf>

- AYDIN, Faruk :“Tükiye’de Kamu Kesimi İç Borçlanmasının Bankacılık Sektörü Bilançolarına ve Risklerine Olan Etkileri”, TCMB, Araştırma Genel Müdürlüğü Çalışma Tebliği, No: 13, Kasım 2002.
- BEAUGRAND, Philippe ve diğerleri :“The Choice Between External and Domestic Debt In Financing Budget Deficits: The Case of Central And West African Countries”, <http://www.imf.org/external/pubs/ft/wp/2002/wp0279.pdf>.
- BERUMENT, Hakan MALATYALI, Kamuran :“Determinants of Interest Rates In Turkey” <http://www.bilkent.edu.tr/~berument/papers/interest.pdf>.
- CANSEN, Ege :“Merkez Bankası’nı Kim Uyarsın”, **Hürriyet Gazetesi**, 11 Ağustos 2004.
- CASELLI, Franceso ve diğerleri :“Fiscal Discipline and the Cost of Public Debt Sevice: Some Estimates for OECD Countries” <http://www.imf.org/external/pubs/ft/wp/wp9855.pdf>
- COLE, H. L. KEHOE, T. J. :“Self-Fulfilling Debt Crises”, Federal Reserve Bank of Minneapolis, Staff Report 211, July 1998.ss.1-44.
- COLLIGNON, Stefan MUNDSCHENK, Susanne :“The Sustainability of Public Debt in Europe”, <http://stefancollignon.de/Word/Debt%20sustainability.DOC>.

CONROY, Patrick

ZHANG, Xin

:“APEC Initiative on The Development of Domestic Bond Markets: The Role of Government in the Development of Domestic Bond Markets”, [http://wbln0018.worldbank.org/html/FinancialSectorWeb.nsf/\(attachmentweb\)/Wb-gov/\\$FILE/Wb-gov.doc](http://wbln0018.worldbank.org/html/FinancialSectorWeb.nsf/(attachmentweb)/Wb-gov/$FILE/Wb-gov.doc).

ÇANAKCI, İbrahim H.

:“Sürdürülebilir Yüksek Büyüme ve Makroekonomik İstikrar Büyüme”, **İktisat İşletme Finans**, Sayı: 221, Ağustos 2004, ss.21-28.

DEMİRHAN, Erdal,

:“İç Borçlanmanın Sürdürülebilirliği ve Türkiye Örneği”, **Vergi Dünyası Dergisi**, Sayı 242, Ekim 2001, ss. 137-144.

DODHIA, Dinesh,

:“Post-HIPC Debt sustainability and Commonwealth HIPC’s”, <http://www.csdrrms.org/PDFS/PostHIPCdebt.pdf>.

DPT

:“Borçlanma, İç ve Dış borç Yönetimi”, **VIII. Beş Yıllık Kalkınma Planı, Özel İhtisas Komisyonu Raporu**, DPT:2595-ÖİK: 607.

DRAZEN, Allan,

:“Towards a Political-Economic Theory of Domestic Debt” <http://www.tau.ac.il/~drazen/Domdebt.pdf>.

EDWARDS, Sebastian,

:“Debt Relief and Fiscal Sustainability” <http://papers.nber.org/papers/w8939.pdf>.

EĞİLMEZ, Mahfi,

:“Biraz Daha Aritmetik”, **Radikal Gazetesi**, 15 Haziran 2004.

- EKZEN, Nazif :“Cumhuriyet’in Ortaçağı: Kamu Ekonomisinde Finansman Politikası Aracı Olarak İç Borçlanma (1984-1999)”, **İktisat Üzerine Yazılar II, İktisadi Kalkınma, Kriz ve İstikrar, (Oktar Türel’e Armağan)**, İletişim Yayınları, I. Baskı, İstanbul, 2003, ss. 629-665.
- EMİL, M. Ferhat :“Kamu Borç Yönetimi Sempozyumu”, http://www.treasury.gov.tr/duyuru/basin/Ferhat_sunum_20030530.pdf. (29.03.2003).
- ERÇEL, Gazi :“Reel Faizler Neden Yüksek”, [http://www.digimedya.com/default.asp?yz=21&h=26623\(29.01.2003\)](http://www.digimedya.com/default.asp?yz=21&h=26623(29.01.2003)).
- ERTUNA, Özer, :“Ekonomik İstikrar Programı ve Borçlanma Stratejisi”, **MUFAD**, Sayı 10, Nisan 2001, ss.11-22.
- EVGİN, Tülay :“90’lı Yıllarda İç Borçlanmamızın Ekonomik Açıdan Değerlendirilmesi”, **Ankara Üniversitesi, Siyasal Bilgiler Fakültesi Dergisi**, Cilt-50, No:1-2, Ocak- Haziran1995, ss.209-218.
- FRASER, A. Gabriella, :“The Monetary and Fiscal Implications of Achieving Debt Sustainability” <http://www.centralbankbahamas.com./public/debtsustainability.doc>.
- GANCY, G.
ALOY, M, :“Economic Growth and Debt Sustainability Under a Fixed Exchange Rate Regim” http://www.up.univ-mrs.fr/~wlaglea/dept-lea/recherche/currency_bssoard_2.pdf.

- GARCIA, Valeriano F. :“Public Debt sustainability and Demand for Monetary Base”, <http://www.worldbank.org/html/dec/Publications/Workpapers/WPS1700series/wps1774/wps1774.pdf>.
- GHEENZI, Piero :“Public Debt sustainability in Selected EM” <http://www.utdt.edu/~fsturzen/Debtapril01.pdf>.
- GOLDSTEIN, Morris :“Debt Sustainability, Brazil and the IMF” <http://www.iie.com/publications/wp/2003/03-1.pdf>.
- GRAY, Simon :“Debt Sustainability And Developing Economics” http://www.cemla.org/pdf/dri_gray_sustain.pdf.
- GOSH, Rex Atish :“Assessing Debt Sustainability”, <http://www.dse.de/ef/sdrm/gosh.htm>.
- GUNNING, Jan Willem,
MASH, Richard,
CHRISTOPHER , Adam :“Analytical Issues In Domestic Debt Relief” <http://www.csae.ox.ac.uk/reports/Rep0003/rep0003.pdf>.
- GUNNING, Jan Willem,
MASH, Richard :“Fiscal Implications of Debt And Debt Relief”, <http://www.csae.ox.ac.uk/reports/Rep0001/rep0001.pdf>.
- GUNNING, Jan Willem
MACH, Richard, :“Debt Relief and Debt sustainability for Low Income Countries”, http://www.archives.premier-ministre.gouv.fr/jospin_version2/PM/CAE/GUNN MASH.PDF.

- GÜRLER, A. Sema :“Devlet İç Borç Yönetimi OECD Ülkeleri ve Türkiye Uygulaması”, Uzmanlık Tezi, Yayın No: DPT:2488, Yıllık Programlar ve Konjonktür Değerlendirme Genel Müdürlüğü Finansman Dairesi, Ankara, 1997.
- HEES ve diğerleri :“ Putting Sustainable Development First”
http://www.eurodad.org/uploadstore/cms/docs/eurodad_puttingsustainabledevelopmentfirst.pdf.
- İNAN, Alper İnan : “Kamu Borç Stokunun Sürdürülebilirliği ve Türkiye”, **Bankacılar Dergisi**, Sayı 46, 2003.
- JOHNSON, Alison :“Key Issues for Analysing Domestic Debt Sustainability” Debt Relief International Ltd, Publication, No: 5, 2001.
- KALAYCI, Şeref
AYTEMİZ, Levent
HELHEL, Yeşim :“İç Borç, Faiz, Enflasyon ve Üretim Etkileşimleri: Türkiye Örneği”, **İktisat İşletme Finans**, Sayı:221, Ağustos 2004, ss.80-88.
- KARACAN, Ali İhsan :“Yetişkinler İçin Makroekonomi III Faiz ve Reel Faiz Üzerine Bazı Notlar”, **Finansal Forum Gazetesi**, 2 Mayıs 2002, s.1.
- KARAGÜL, Mehmet
DEMİRHAN, Erdal :“İç Borçlanmanın Sürdürülebilirliği ve Türkiye Örneği”, **Vergi Dünyası Dergisi**, Sayı 242, Ekim 2001.

- KEYDER, Nur :“Program ve 2001 yılında Türkiye’de Ekonomik Gelişmeler”, **Düşün, Ekonomi Özel Sayısı**, No:15, Ağustos 2002, ss.7-37.
- KEYDER, Nur :“Kur Değişimi ve Türkiye’de Borcun Sürdürülebilirliği”, **İktisat İşletme ve Finans**, Haziran 2003, ss.57-73.
- KIZILKAYA, Ertuğrul :“Turkey: Selected Issues and Statistical Appendix Raporu Üzerine Bir Not”, **İ.Ü. Siyasal Bilgiler Fakültesi Dergisi**, No: 23-24 (Ekim 2000-Mart 2001), ss.1-15.
- KOÇ, Selman :“İç Borç Tartışmaları”, **Finansal Forum Gazetesi**, 9 Mayıs 2003, s.5.
- KUMCUOĞLU, Ümit :“Türkiye’de Para Politikası ve Kamu Borçlanma”, [http://www.ekonomistler.com/makale.asp?mid=294\(21.08.2002\)](http://www.ekonomistler.com/makale.asp?mid=294(21.08.2002)).
- LAOUROU, Greguire ve diğerleri :“Domestic Debt Sustainability”, 4.th Inter-regional Debt Management Conference, UNCTAD, 10 November 2003.
- LEE, Jeong Yeon :“The Role of Foreign Investors in Debt Market Development: Conceptual Frameworks and Policy Issues” <http://econ.worldbank.org/docs/1183.pdf>.
- LOBENTE, Marc :“What If The National Debt Were Eliminated? Some Economic Consequences”, <http://policy.house.gov/assets/budgandnationaldebt.pdf>.

MARCHESI, Silvia

:“Buybacks of Domestic Debt in Public Debt Management”, <http://www2.warwick.ac.uk/fac/soc/economics/research/papers/twerp573.pdf>

MYLONAS, Paul
ve diğerleri

:“New Issues In Public Debt Management: Government Surpluses in Several OECD Countries, The Common Currency In EUROPE And Rapidly Rising Debt In Japan”,
[http://www.oilis.oecd.org/oilis/2000doc.nsf/4f7adc214b91a685c12569fa005d0ee7/c125685b0057c558c12568c00049802f/\\$FILE/00076532.PDF](http://www.oilis.oecd.org/oilis/2000doc.nsf/4f7adc214b91a685c12569fa005d0ee7/c125685b0057c558c12568c00049802f/$FILE/00076532.PDF).

NORTHOVER, Henry

:“A Joint Submission To The World Bank And IMF Review of HIPC And Debt Sustainability”,
http://www.interaction.org/files.cgi/990_HIPC_and_Debt_Substainability.pdf.

ÖZGEN, Ferhat Başkan
KARAKAYA, Erdem

:“Kamu Finansmanında Mali Tutarlılık ve İç Borçların Sürdürülebilirliği (Bütçe Kısıt Denklemi Üzerine Analizler)”, <http://web.adu.edu.tr/akademik/fbozgen/turkce.htm>.

ÖZGEN, Ferhat Başkan

:“Türkiye’de İç Borç Sorunu ve İç Borçların Sınırlandırılması”, Dokuz Eylül Üniversitesi, Sosyal Bilimler Enstitüsü, Maliye Anabilim Dalı, Doktora Tezi, İzmir, 2002.

ÖZATAY ve Diğerleri

:“1980 Sonrasında Kaynakların Kamu ve Özel Sektör Arasında Paylaşımı ve Sonuçları”, www.tusiad.org/turkish/rapor/1980kamu/1980PDF.pdf.

- ÖZATAY, Fatih :“Sürdürülebilir Yüksek Büyüme ve Makroekonomik İstikrar”, **İktisat İşletme Finans**, Sayı:221, Ağustos 2004, ss.28-37.
- PEHLİVAN, Nilgün :“Risk Analizine Dayalı Kamu Borç Yönetimi”, **XVIII. Türkiye Maliye Sempozyumu “Türkiye’de Kamu Borçlanması”**, Yayın No: 16, 12-16 Mayıs Girne, 2003, ss. 385-418.
- PEROTTI, Roberto :“Fiscal Policy in Good and Bad Times”, <http://www.iue.it/Personal/Perotti/papers/BADTIMES.PDF>
- SCALERA, Stefano :“Development of The Domestic Debt Market: The Italian Experience”, Conference On: Public Debt Management, London, November30, 2000, ss.1-19.
- SELÇUK, Faruk
RANTANEN, Anjariitta :“Türkiye’de Kamu Harcamaları ve Kamu Borçlanması: Mali Disiplin Üzerine Gözlem ve Öneriler”, <http://www.tusiad.org/turkish/rapor/kamu/bolum2.3.pdf>.
- SERDENGECİ, Süreyya, :“2001 Yılı Para Politikası Raporu”, TCMB, 15 Mayıs 2001.
- SERVEN, Luis :“Uncertainty, Instability and Irreversible Investment: Theory, Evidence and Lessons For Africa”, <http://econ.worldbank.org/docs/690.pdf>.

- SOLAK, Metin :“ Bütçe Yönetimi İle Borç Yönetiminin Ayrılmasının Konsolide Bütçeye Yansımaları”, **XVIII. Türkiye Maliye Sempozyumu “Türkiye’de Kamu Borçlanması”**, Yayın No: 16, 12-16 Mayıs Girne, 2003, ss.89-104.
- TANNER E,
P. LIU :“Is The Budget Deficit Too Large: Some Further Evidence, **Economic Inquiry**, 1994, vol. 32, Issue 3, pp 511-18.
- TÜRKOĞLU, Faruk :“Ekonomik Görünüm”, Dünya Ekonomik Araştırma Birimi, Sayı 5, Aralık 2002.
- TÜSİAD :“1980 Sonrasında Kaynakların Kamu ve Özel Sektör Arasında Paylaşımı ve Sonuçları”, Yayın No: TÜSİAD-T/96-1/189, İstanbul, 1996.
- UYGUR, Ercen :“Türkiye Ekonomisinde İstikrar”, **İktisat İşletme Finans**, Nisan 2003, ss.13-22.
- ÜNAL, Fisun, :“Türkiye’nin Borç Yükünde İç Borçlanmanın Rolü”, Dokuz Eylül Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü İktisat Anabilim Dalı Yüksek Lisans Tezi, İzmir, 2002.
- YELDAN, Erinc :“Küreselleşme Sürecinde Türkiye Ekonomisi”, **Bölüşüm, Birikim ve Büyüme**” İletişim Yayınları, 9. Baskı, İstanbul, 2003.

c. Diğerleri

“Towards A Sustainable Debt Workout For Indonesia”,
<http://www.eurodad.org/uploadstore/cms/docs/TowardsasustainabledebtworkoutforIndonesia.pdf>.

“Sustainability of Domestic Debt”,
<http://www.mefmi.org/publication/pub-2002-study-sustainability-of-domestic-debt.pdf>

“Türkiye Ülke Ekonomik Raporu: Makroekonomik İstikrar ve Sürdürülebilir Büyümeye Doğru”, Rapor No:26301-TU, Cilt I: Özet Rapor, Resmi Olmayan Çeviri, 2003

“Kamu Borç Yönetim Raporu”,
T.C Başbakanlık Hazine Müsteşarlığı, Nisan 2003

“Achieving Fiscal Sustainability”,
<http://www.africaaction.org/docs03/eca0308a.htm>.

“The Domestic Debt Burden And Fiscal Sustainability”,
<http://www.csae-ox.ac.uk/reports/Rep0003/exesum.html>.

“Macroeconomic Framework For Debt Management”,
<http://www.spdc-pak.com/pub/pp/pp19.pdf>.

“Türkiye'nin Güçlü Ekonomiye Geçiş Programı”,
www.milliyet.com.tr/content/dosya/program01.html.(15.06.2002).

EK: 1 Zaman Serisi Analizinin Hesaplamaları

X1	Faiz Dışı Fazla/GSMH
X2	İç Borç Faiz Ödemeleri /Bütçe Gelirleri
X3	İç Borç Servisi/Konsolide Bütçe Gelirleri
X4	İç Borç Stoğu/Konsolide Bütçe Gelirleri
X5	İç Borç Stoku/GSMH
X6	Faiz Dışı Fazla / GSMH + Reel Büyüme Oranı
X7	Reel Faiz Oranı
X8	Reel Büyüme Oranları
X9	Reel Kamu Gelirlerindeki Değişme
X10	Reel Faiz Ödemelerindeki Değişme

X1: Faiz Dışı Fazla/GSMH'nin Tahmini

Dependent Variable X1 -	Estimation by Cochrane-Orcutt
Annual Data From	1981:01 To 2003:01
Usable Observations 23	Degrees of Freedom 20
Centered R**2 0.501967	R Bar **2 0.452163
Uncentered R**2 0.501968	T x R**2 11.545
Mean of Dependent Variable	-0.008695652
Std Error of Dependent Variable	5.112099110
Standard Error of Estimate	3.783770681
Sum of Squared Residuals	286.33841129
Durbin-Watson Statistic	1.943612
Q(5-1)	3.623474
Significance Level of Q	0.45935377

Variable	Coeff	Std Error	T-Stat	Signif
1. Constant	6.406160417	2.719523531	2.35562	0.02881054
2. TREND	-0.501704689	0.180601693	-2.77796	0.01160865
3. RHO	0.341413635	0.211246445	1.61619	0.12171923

2004 Yılı Tahmini:

2005 Yılı Tahmini:

X1=6.406-0.502(24)= - 5.64

X1=6.406-0.502(25)=-6.14

X2 İç Borç Faiz Ödemeleri /Bütçe Gelirleri Tahmini**AR1(METHOD=CORC) X2; # CONSTANT TREND**

Dependent Variable X2 -	Estimation by Cochrane-Orcutt
Annual Data From	1981:01 To 2003:01
Usable Observations 23	Degrees of Freedom 20
Centered R**2 0.917475	R Bar **2 0.909223
Uncentered R**2 0.970615	T x R**2 22.324
Mean of Dependent Variable	28.126086957
Std Error of Dependent Variable	21.385152398
Standard Error of Estimate	6.443191314
Sum of Squared Residuals	830.29428626
Durbin-Watson Statistic	1.961460
Q(5-1)	3.857655
Significance Level of Q	0.42561280

Variable	Coeff	Std Error	T-Stat	Signif
1. Constant	-11.35705708	4.45676089	-2.54828	0.01914744
2. TREND	3.00805092	0.29689976	10.13154	0.00000000
3. RHO	0.31781694	0.21050769	1.50976	0.14674124

2004 Yılı Tahmini:

$$X2 = -11.357 + 3.008(24) = 60.82$$

2005 Yılı Tahmini:

$$X2 = -11.357 + 3.008(25) = 63.84$$

X3 İç Borç Servisi/Konsolide Bütçe Gelirleri Tahmini

AR1(METHOD=CORC) X3; # CONSTANT TREND	
Dependent Variable X3 -	Estimation by Cochrane-Orcutt
Annual Data From	1981:01 To 2003:01
Usable Observations 23	Degrees of Freedom 20
Centered R**2 0.725492	R Bar **2 0.698041
Uncentered R**2 0.906827	T x R**2 20.857
Mean of Dependent Variable	90.243478261
Std Error of Dependent Variable	66.141458777
Standard Error of Estimate	36.345246516
Sum of Squared Residuals	26419.538886
Durbin-Watson Statistic	1.993808
Q(5-1)	3.765885
Significance Level of Q	0.43861595

Variable	Coeff	Std Error	T-Stat	Signif
1. Constant	-17.72627605	15.96533574	-1.11030	0.28004198
2. TREND	8.30961344	1.09661416	7.57752	0.00000027
3. RHO	-0.04184596	0.22526540	-0.18576	0.85450175

2004 Yılı Tahmini:

$$X3 = -17.727 + 8.310(24) = 181.17$$

2005 Yılı Tahmini:

$$X3 = -17.727 + 8.310(25) = 190.02$$

X4 İç Borç Stoğu/Konsolide Bütçe Gelirleri Tahmini

AR1(METHOD=CORC) X4; # CONSTANT TREND

Dependent Variable X4 -		Estimation by Cochrane-Orcutt	
Annual Data From	1981:01 To 2003:01		
Usable Observations 23	Degrees of Freedom 20		
Centered R**2 0.336136	R Bar **2 0.269750		
Uncentered R**2 0.943064	T x R**2 21.690		
Mean of Dependent Variable	129.54782609		
Std Error of Dependent Variable	40.57044233		
Standard Error of Estimate	34.66933555		
Sum of Squared Residuals	24039.256551		
Durbin-Watson Statistic	2.002601		
Q(5-1)	0.853357		
Significance Level of Q	0.93115505		

Variable	Coeff	Std Error	T-Stat	Signif
1. Constant	103.22612902	34.57793904	2.98532	0.00731352
2. TREND	2.24344814	2.22642027	1.00765	0.32565978
3. RHO	0.51050516	0.19764228	2.58298	0.01776869

2004 Yılı Tahmini:

$$X4 = 103.226 + 2.2432(24) = 157.06$$

2005 Yılı Tahmini:

$$X4 = 103.226 + 2.2432(25) = 159.30$$

X5 İç Borç Stoku/GSMH Tahmini

AR1(METHOD=CORC) X5;	# CONSTANT TREND
Dependent Variable X5 -	Estimation by Cochrane-Orcutt
Annual Data From	1981:01 To 2003:01
Usable Observations 23	Degrees of Freedom 20
Centered R**2 0.648528	R Bar **2 0.613381
Uncentered R**2 0.914919	T x R**2 21.043
Mean of Dependent Variable	25.053478261
Std Error of Dependent Variable	14.476958686
Standard Error of Estimate	9.001585614
Sum of Squared Residuals	1620.5708713
Durbin-Watson Statistic	2.239369
Q(5-1)	1.483380
Significance Level of Q	0.82958134

Variable	Coeff	Std Error	T-Stat	Signif
1. Constant	1.576943468	12.385049454	0.12733	0.89995358
2. TREND	1.803380635	0.767429327	2.34990	0.02915710
3. RHO	0.631285371	0.185874904	3.39629	0.00286576

2004 Yılı Tahmini:

$$X5=1.577+1.803(24)=44.85$$

2005 Yılı Tahmini:

$$X5=1.577+1.803(25)=46.65$$

X6 Faiz Dışı Fazla / GSMH + Reel Büyüme Oranı Tahmini

AR1(METHOD=CORC) X6;	# CONSTANT TREND.
Dependent Variable X6 -	Estimation by Cochrane-Orcutt
Annual Data From	1982:01 To 2003:01
Usable Observations 22	Degrees of Freedom 19
Centered R**2 0.181439	R Bar **2 0.095274
Uncentered R**2 0.791628	T x R**2 17.416
Mean of Dependent Variable	6.8318181818
Std Error of Dependent Variable	4.0862587807
Standard Error of Estimate	3.8867293725
Sum of Squared Residuals	287.02663909
Durbin-Watson Statistic	2.019059
Q(5-1)	5.822326
Significance Level of Q	0.21281585

Variable	Coeff	Std Error	T-Stat	Signif
1. Constant	10.22134946	2.10740384	4.85021	0.00011118
2. TREND	-0.27011689	0.14900135	-1.81285	0.08568661
3. RHO	0.12340334	0.22539190	0.54751	0.59040564

2004 Yılı Tahmini:

$$X6=10.221-0.270(23)=4.01$$

2005 Yılı Tahmini:

$$X6=10.221-0.270(24)=$$

X7 Reel Faiz Oranı Tahmini

AR1(METHOD=CORC) X7;	# CONSTANT TREND
Dependent Variable X7 -	Estimation by Cochrane-Orcutt
Annual Data From	1982:01 To 2003:01
Usable Observations 22	Degrees of Freedom 19
Centered R**2 0.195479	R Bar **2 0.110793
Uncentered R**2 0.645626	T x R**2 14.204
Mean of Dependent Variable	13.809090909
Std Error of Dependent Variable	12.540673222
Standard Error of Estimate	11.825574971
Sum of Squared Residuals	2657.0402447
Durbin-Watson Statistic	1.885579
Q(5-1)	0.648890
Significance Level of Q	0.95747896

Variable	Coeff	Std Error	T-Stat	Signif
1. Constant	3.3018312248	5.9522353316	0.55472	0.58555697
2. TREND	0.8382617661	0.4228918694	1.98221	0.06210732
3. RHO	0.0602796158	0.2353077134	0.25617	0.80056995

2004 Yılı Tahmini:

$$X7=3.302+0.838(23)=15.97$$

2005 Yılı Tahmini:

$$X7=3.302+0.838(24)=23.41$$

X8 Reel Büyüme Oranları Tahmini

AR1(METHOD=CORC) X8;	# CONSTANT TREND2
Dependent Variable X8 -	Estimation by Cochrane-Orcutt
Annual Data From	1983:01 To 2003:01
Usable Observations 21	Degrees of Freedom 18
Centered R**2 0.196109	R Bar **2 0.106788
Uncentered R**2 0.490201	T x R**2 10.294
Mean of Dependent Variable	3.9809523810
Std Error of Dependent Variable	5.3708117680
Standard Error of Estimate	5.0759497017
Sum of Squared Residuals	463.77477674
Durbin-Watson Statistic	2.100253
Q(5-1)	6.859891
Significance Level of Q	0.14348021

Variable	Coeff	Std Error	T-Stat	Signif
1. Constant	5.620293039	1.287614061	4.36489	0.00037337
2. TREND2	-0.008376130	0.005078045	-1.64948	0.11639123
3. RHO	-0.384936850	0.219876341	-1.75070	0.09702243

2004 Yılı Tahmini:

$$X8=5.620-0.008(22)=5.44$$

2005 Yılı Tahmini:

$$X8=5.620-0.008(23)=5.44$$

YIL	X1	X2	X3	X4	X5	X6	X7	X8	X9	X10
1980	8.2	2.1	0.5	79.1	13.4	-	-	-	-	-
1981	3.0	1.6	14.0	71.1	12.4	7.8	3.4	4.8	-	-
1982	2.7	2.8	18.0	92.8	12.6	5.8	16.9	3.1	-	-
1983	3.4	3.5	53.4	137.9	22.8	7.6	13.1	4.2	18.5	166.6
1984	3.4	6.3	14.2	165.2	20.9	10.5	3.0	7.1	24.5	-8.2
1985	1.7	5.6	32.5	151.6	19.7	6.0	2.0	4.3	-26.7	16.7
1986	1.1	9.6	42.2	97.5	20.6	7.9	12.1	6.8	4.4	117.9
1987	3.1	12.5	60.2	164.9	23.0	12.9	18.4	9.8	27.2	67.9
1988	0.9	18.6	47.6	161.8	22.0	2.4	9.0	1.5	7.3	-7.7
1989	1.8	16.8	49.2	133.7	18.2	3.4	0.9	1.6	4.9	17.1
1990	3.9	17.4	44.7	103.5	14.4	13.3	1.1	9.4	8.7	39.6
1991	6.4	17.5	52.0	101.6	15.3	6.7	8.5	0.3	24.6	10.7
1992	6.9	17.5	66.7	111.5	17.6	13.3	6.5	6.4	14.8	20.1
1993	6.8	26.3	85.1	101.7	17.9	14.9	4.4	8.1	7.5	60.8
1994	0.2	31.3	109.8	107.3	20.6	-5.9	-5.6	-6.1	29.4	2.8
1995	-2.1	34.1	120.0	97.6	17.3	5.8	18.5	7.9	-4.7	9.4
1996	-13.5	49.2	174.9	116.5	21.0	-6.4	32.3	7.1	-1.1	64.6
1997	0.0	34.4	89.1	109.3	21.4	8.3	25.4	8.3	12.8	17.1
1998	-2.5	48.1	121.7	97.7	21.9	1.4	26.9	3.9	19.5	68.5
1999	-1.7	49.4	134.6	121.1	29.3	7.8	34.1	-6.1	20.4	22.4
2000	-4.5	56.5	112.0	107.9	29.0	1.3	-0.8	5.8	15.6	22.5
2001	-6.9	73.4	282.6	235.7	69.2	-16.4	40.0	-9.5	14.9	27.7
2002	-6.2	61.9	191.1	198.3	54.8	1.6	25.2	7.8	1.1	14.1
2003	-8.1	52.6	160.0	193.4	54.4	3.1	11.9	5.0	7.1	9.1
2004	-5.64	60.82	181.17	157.06	44.85	4.01	15.97	5.44	-	-
2005	-6.14	63.84	190.02	159.30	46.65	3.74	23.41	5.44	-	-
YIL	X1	X2	X3	X4	X5	X6	X7	X8	X9	X10

X9	Reel Kamu Gelirlerindeki Değişme
X10	Reel Faiz Ödemelerindeki Değişme

Ek: 2 Kamu Borcunun Sürdürülebilirliği Konusunda Türkiye Üzerine Yapılan Belli Başlı Çalışmalar

Çalışma	Ülke/Yıllar	Kullanılan Veri	Varsayımlar	Analiz Metodu	Sonuçlar
Anand ve Wijnbergen (1988)	Türkiye (1988)	Reel iktisadi büyüme oranı, faiz, GSYİH, Kamu harcamaları ve gelirleri, borç ve senyoraj vb.	Para talebi fonksiyonu sabit değildir.	Kamu finansmanı yaklaşımı ve bütçe kısıtı denklemi	Türkiye’de mali politikanın tutarlılığı üzerine, teorik ve uygulamalı çerçeve sunuyor. Cari faiz oranlarının, hükümetin mali pozisyonunu zayıflatığı bulunmuş.
Özatat (1996)	Türkiye (1985:5-1993:11)	Borç, Faiz, Enflasyon, Merkez Bankası Rezervleri vb.	--	Birim Kök Testleri, (DF ve PP) Buitter-Patel (1992) yaklaşımıyla Solvency analizi.	Türkiye’de mali politika 1994 krizinden çok daha önce sürdürülebilir olmaktan çıkmıştı. Sorun aslında bir “güven” kriziydi.
TUSİAD (1996)	Türkiye (1970-2000)	Reel iktisadi büyüme oranı, faiz, GSYİH, Kamu harcamaları ve gelirleri, borç ve senyoraj	Devletin borçlanmada kredibilite sorunu yoktur. Kamu borcunun ortalama vadesi “bir yıl”dır. Reel büyüme ve faiz sabittir.	Bütçe kısıtı denklemi kullanılarak, 1995-2000 dönemine ait simülasyon denemesi.	Borç stoku/GSYİH oranının 2000 yılında bugünkünden (1995’dekenden) 26 kat daha fazla olacağı bulunmuş. Mali politika sürdürülemez.
Ütkülü (1998)	Türkiye (1950-1996)	İthalat ve İhracat, dış açıklar	--	Kamu açıklarının sürdürülebilirliği konusunda iyi bir literatür özeti veriyor. Birim kök testleri ve koentegrasyon analizini kullanıyor.	Dış açıklar sürdürülebilir değildir. Para, maliye ve döviz kuru politikaları etkin değildir.
Çanakçı (1997)	Türkiye (1987-1997)	Reel iktisadi büyüme oranı, faiz, GSYİH, Kamu harcamaları ve gelirleri, borç ve senyoraj	Türkiye’de para talebi fonksiyonunun, senyoraj gelirini değil, enflasyon vergisini etkilediği varsayılıyor.	Bütçe kısıtı denklemi üzerinde statik analizler	Türkiye’de kamu açıkları sürdürülebilir değil.
Özmen ve Kogar (1998)	Türkiye (1981:1-1998:1)	Borç, Faiz, Kamu açığı, Kamu harcamaları, Enflasyon, TCMB kredileri vb.	Geleneksel ADF analizleri, sürdürülebilirlik için yeterli değildir.	Geleneksel testler (ADF ve KPSS) Koentegrasyon, Peron-Wogelsang Birim Kök Testleri	Zayıf sürdürülebilirlik koşulu doğrulanmış, güçlü sürdürülebilirlik koşulu reddedilmiş. Sıkı para politikası, sürdürülebilirlik için uzun vadede doğru çözüm olmayabilir.
Özgün (2000)	Türkiye (1981:1-1998:1)	Mali açık, Enflasyon, Parasal taban, ve borç rasyoları vb.	Kamu sektörünün yarı-mali aktiviteleri de mali açık tanımına dahil edilmelidir.	Anand-Wijnbergen modeli (Bütçe kısıtı denklemi) kullanılmış. Koentegrasyon ve Ekzojenite testi ve VAR analizi	Enflasyon, açık ve parasal taban arasında uzun dönem yakın ilişki bulunmuş. Sürdürülebilirlik için, kamu maliyesi, açıklık ve sadelik yönünde değişmeli.
Akçay Alper ve Özmucur (2001)	Türkiye (1970-2000)	Genel, konsolide bütçe açıkları, Borçlanma gereği, GSMH, İç-Dış borç serileri, Faiz oranları	Açığın, emisyon, iç-dış borçlanma ve Merkez Bankası rezervleriyle karşılandığı varsayılıyor.	Bütçe kısıtı denklemi analizleri ve birim kök testi (ADF ve PP), Koentegrasyon ve Error Correction Model	1970-2000 döneminde borç serilerinin stasyonier olmadığı bulunmuş. Sürdürülebilirlik yok. Ödeme kapasitesinin devamı için mali politika, mali sadelik yönünde değişmeli.

Kaynak: ÖZGEN-KARAKAYA, 2003, s. 3.

Ek: 3 Kamu Borcunun Sürdürülebilirliği Konusunda Amerika Birleşik Devletleri Üzerine Yapılan Çalışmalar

Çalışma	Ülke/Yıllar	Kullanılan Veri	Varsayımlar	Analiz Metodu	Sonuçlar
Flavin-Hamilton (1986)	ABD (1960-1984)	Reel birincil fazla ve senyoraj, Reel borç stoku (piyasa değeriyle)	--	Mali açıkların ve borcun durağan olup olmadığı test ediliyor.	Her ikisi de durağan. Bu, mali politikanın sürdürülebilirliğini ima ediyor.
Trehan ve Walsh (1988)	ABD (1890-1986)	Reel hükümet harcamaları, Reel faiz ödemeleri, Reel gelirler ve senyoraj	Sabit reel faiz oranları, Devlet gelir ve harcamaları durağan ya da durağan değil olabilir.	Reel faiz ödemelerini içine alan mali açıkların durağan olup olmadığı test ediliyor.	Durağan olmadığı reddediliyor. Mali politika sürdürülebilir.
Wilcox (1989)	ABD (1960-1984)	Kamu tahvillerinin piyasa değeri, Kamu tahvillerinin reel getirisi	Borç genel ARIMA sürecini izler.	Deflate edilmiş (discounted) borç serisinin sıfır ortalama ile stasyoner olup olmadığı test ediliyor.	Deflate edilmiş (discounted) borç serisinin durağanlığı konusunda güçsüz kanıtlar bulunmuş. Bu yüzden mali politika sürdürülebilir değil.
Trehan ve Walsh (1991)	ABD (1960-1984)	Flavin-Hamilton Data Seti	Kamu tahvillerinin reel getirisi tamamen pozitifdir. Ancak sabit olmayabilir.	Reel faizleri ya da borç serisinin birinci farkını içine alan reel açıkların durağan olup olmadığı	Borç stokunun birinci farkı durağan. Mali politika sürdürülebilir.
Hakkio-Rush (1991)	ABD (1950:II-1988:IV)	Reel faizleri içine alan reel hükümet harcamaları, Reel kamu geliri	Reel faiz oranları durağandır. Hükümet harcama (G) ve gelirlerinin (T) birinci farkı durağandır.	Kamu gelirleri ve faizleri de içeren hükümet harcamalarının koentegrasyon testi.	1976:III-1988:IV dönemi hariç, bütün örnekler için koentegrasyon ilişkisi bulunmuş. Bu yüzden son dönem mali politika sürdürülebilir değil.
Ahmed-Rogers (1995)	ABD (1792-1992) İngiltere (1692-1992)	Reel vergi gelirleri, harcamaları ve reel faiz ödemeleri	(s_{t+j}) , (G_{t+j}) ve (s_{t+j}) (T_{t+j}) Birinci dereceden farkları stasyonerdir. (s_{t+j}) : Ödünç verenin marjinal ikame oranı	Reel vergi gelirleri, harcamaları ve reel faiz ödemelerinin koentegrasyon testi yapılmıştır	ABD ve İngiltere için koentegrasyon ilişkisi bulunmuş. Mali politika sürdürülebilir.

Kaynak: ÖZGEN-KARAKAYA, 2003, s. 3.

Ek 4: Kamu Borcunun Sürdürülebilirliği Konusunda Diğer Ülkeler Üzerine Yapılan Çalışmalar

Çalışma	Ülke/Yıllar	Kullanılan Veri	Varsayımlar	Analiz Metodu	Sonuçlar
Corsetti-Roubini (1991)	OECD (1960-1989)	Net genel hükümet borcu, Kamu tahvillerinin ex post (gerçekleşmiş) getirisi	--	Deflate edilmiş borcun durağanlık testi ve serinin trentten etkilenip etkilenmediği.	OECD ülkeleri için sonuçlar karışık. Farklı sonuçlar var.
Buiter (1993)	--	Bütçe kısıtı denkleminde kullanılan veriler	Para talebi fonksiyonu sabit değildir.	--	Mali tutarlılık analizleri için bir model öneriyor.
Dinh (1999)	Zambia, Hindistan ve Arjantin (1995-1997)	Sürdürülebilirlik rasyolarında kullanılan veriler	Mali başarının ölçülmesinde geleneksel metotların büyük eksiklikleri vardır.	Mali sürdürülebilirlik ve borç ödeme gücü ile ilgili bir model öneriyor ve bu kavramların kalite ile ilgili yönleri vurgulanıyor.	Mali sürdürülebilirlik için Zambia ve Hindistan'da farklı hedeflere yönelmesi gereken mali ayarlamalar öneriliyor. Arjantin'de fon akımlarına dikkat edilmesi şartıyla sürdürülebilirlik sorunu yok.
Beckerman (2000)	Ekvator (1994-2000)	GSMH, Enflasyon, Uluslararası rezervler, iç ve dış açıklar vb.	Ekvator'da, para ve maliye politikaları etkindir.	Ödemeler dengesi ve dış açıklar üzerinden, politika yapıcıların temel makroekonomik hedeflerini içeren bir matematiksel vektör elde edilmeye çalışılıyor ve buradan kamu açıklarının tutarlılığını ölçen simülasyonlar yapılıyor.	Kamu açıkları, makroekonomik hedeflerle tutarlı tespit edilmelidir. Ekvator için yapılan simülasyonlar, "makroekonomik hedefler vektörünün" gelecekte çok farklı şekillerde değişmesine bağlı olarak, kamu açıklarının tutarlılığı ya da tutarsızlığı sonucunu vermektedir.

Kaynak: ÖZGEN-KARAKAYA, 2003, s.3.

ÖZGEÇMİŞ

Mehmet CURAL, 1977 yılında Samsun'un Bafra ilçesinde doğdu. İlk öğrenimini Elifli Köyü İlk Okulunda tamamladı. Orta ve Lise öğrenimini ise Bafra'da tamamladı. 1997 yılında Karadeniz Teknik Üniversitesi İktisadi ve İdari Bilimler Fakültesi Maliye Bölümünde lisans öğrenimine başladı. 2001 yılında adı geçen bölümden mezun olan CURAL, 2001-2002 yılında KTÜ Sosyal Bilimler Enstitüsü Maliye Ana Bilim Dalında yüksek lisansa başladı. Bir yıl İngilizce hazırlık programına devam etti.

CURAL, İngilizce bilmektedir

