

KARADENİZ TEKNİK ÜNİVERSİTESİ*SOSYAL BİLİMLER ENSTİTÜSÜ

MALİYE ANABİLİM DALI

MALİYE PROGRAMI

**KAMU BORÇ YÖNETİMİN PARA VE MALİYE POLİTİKALARI İLE
KOORDİNASYONU: TÜRKİYE ÖRNEĞİ**

YÜKSEK LİSANS

Dilek KARA

MAYIS-2017

TRABZON

KARADENİZ TEKNİK ÜNİVERSİTESİ*SOSYAL BİLİMLER ENSTİTÜSÜ

MALİYE ANABİLİM DALI

MALİYE PROGRAMI

**KAMU BORÇ YÖNETİMİNİN PARA VE MALİYE POLİTİKALARI İLE
KOORDİNASYONU: TÜRKİYE ÖRNEĞİ**

YÜKSEK LİSANS

Dilek KARA

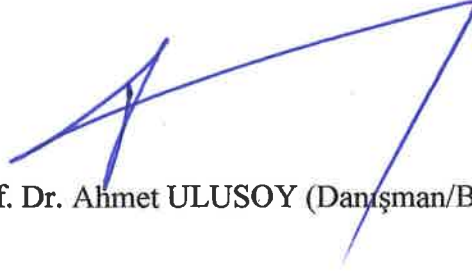
Tez Danışmanı: Prof. Dr. Ahmet ULUSOY

MAYIS-2017

TRABZON

ONAY

Dilek Kara tarafından hazırlanan “*Kamu Borç Yönetiminin Para ve Maliye Politikaları ile Koordinasyonu: Türkiye Örneği*” adlı bu çalışmada 22.06.2017 tarihinde yapılan savunma sınavı sonucunda (*oybirliği/oyçokluğu*) ile başarılı bulunarak jürimiz tarafından *Maliye Anabilim* dalında **yüksek lisans tezi** olarak kabul edilmiştir.



Prof. Dr. Ahmet ULUSOY (Danışman/Başkan)



Prof. Dr. Birol KARAKURT



Doç. Dr. Suat Hayri ŞENTÜRK

Yukarıdaki imzaların, adı geçen öğretim üyelerine ait olduklarını onaylarım .../.../2017

Prof. Dr. Yusuf SÜRMEŒ

Enstitü Müdürü

BİLDİRİM

Tez içindeki bütün bilgilerin etik davranış ve akademik kurallar çerçevesinde elde edilerek sunulduğunu, ayrıca tez yazım kurallarına uygun olarak hazırlanan bu çalışmada orijinal olmayan her türlü kaynağa eksiksiz atıf yapıldığını, aksinin ortaya çıkması durumunda her tür yasal sonucu kabul ettiğimi beyan ediyorum.

Dilek KARA

29.05.2017

ÖNSÖZ

1980’li yıllarda klasik kamu maliye anlayışında gerçekleşen reformlar ile birlikte borçlanma, sadece bütçe açığının finansman aracı olmaktan çıkmıştır. Aynı zamanda ekonominin içinde bulunduğu konjoktüre göre ekonomik göstergelere etki edecek şekilde kullanılmaya başlanmıştır. Bu doğrultuda kamu borç yönetiminin para ve maliye politikalarının aracı olmaktan çıkıp kendi amaçları ve araçları olan bir politika olması gerektiği yönünde tartışmalar ortaya çıkmıştır. Kamu borç yönetimini bağımsız bir politika olarak kabul edenlere göre kamu borç yönetiminin ekonomik istikrar sağlamada para ve maliye politikası ile birlikte koordinasyonu da büyük önem arz etmeye başlamıştır. Bu çalışma bağımsız bir politika olarak görülen kamu borç yönetiminin para ve maliye politikası ile koordinasyonunu, Türkiye’de bu doğrultuda yapılan çalışmaları ve bu çalışmaların olumlu ve olumsuz yönlerini analiz etmeyi amaçlamıştır.

Bu çalışmanın hazırlanmasında öncelikle, benden sevgi ve desteğini esirgemeyen ailem olmak başta üzere, yüksek lisans ve tez çalışması boyunca fikir, görüş ve yapıcı eleştirileriyle çalışmanın daha iyi şekillenmesine yardımcı olan tez danışmanım Sn. Prof. Dr. Ahmet ULUSOY’a ve çalışmanın şekil şartlarının oluşmasında katkıları olan Arş. Gör. Burak ŞAHİNGÖZ’e teşekkürlerimi sunarım.

Trabzon, 2017

Dilek KARA

İÇİNDEKİLER

ÖNSÖZ.....	IV
İÇİNDEKİLER.....	V
ÖZET.....	VIII
ABSTRACT.....	IX
TABLolar LİSTESİ.....	X
ŞEKİLLER LİSTESİ.....	XI
GRAFİK LİSTESİ.....	XII
KISALTMALAR LİSTESİ.....	XIII
GİRİŞ.....	1-2

BİRİNCİ BÖLÜM

1. KAMU BORÇ YÖNETİMİ.....	3-22
1.1. Kamu Borç Yönetiminin Tanımı.....	3
1.1.1. Kamu Borç Yönetiminin Temel İlkeleri.....	5
1.1.2. Kamu Borç Yönetiminin Amaçları.....	6
1.1.2.1. Devletin Finansman İhtiyacının Karşlanması.....	7
1.1.2.2. Finansal Piyasalardan Sürekli Fon Sağlanması.....	7
1.1.2.3. Borçlanmada Maliyet Minimasyonu.....	8
1.1.2.4. İkincil Piyasaların Etkinliğinin Sağlanması.....	8
1.1.2.5. Borçlanma Araçlarının Çeşitliliğinin Sağlanması.....	8
1.1.2.6. Vade Yapısında Denge Sağlanması.....	9
1.1.2.7. Finansal Krizlerin Önlenmesi.....	9
1.1.2.8. Tasarrufların Teşvik Edilmesi.....	9
1.1.3. Kamu Borç Yönetiminin Fonksiyonları.....	10
1.2. Kamu Borç Yönetimi Ofisi.....	10
1.2.1. Ön Ofis.....	11
1.2.2. Orta Ofis.....	13

1.2.3. Arka Ofis	13
1.3. Kamu Borç Yönetiminde Şeffaflık ve Hesap Verilebilirlik	14
1.4. Kamu Borç Yönetiminde Risk Yönetimi	15
1.4.1. Piyasa Riski	15
1.4.2. Borç Çevirme Riski	16
1.4.3. Likidite Riski	17
1.4.4. Kredi Riski.....	17
1.4.5. Uzlaşma Riski.....	17
1.4.6. Operasyonel Risk.....	18
1.5. Kamu Borç Yönetiminde Aktif-Pasif Yönetimi.....	18
1.6. Kamu Borç Yönetiminde Nakit Yönetimi.....	20
1.7. Kamu Borç Yönetiminde Birincil Piyasaların Önemi.....	21
1.8. Kamu Borç Yönetiminde İkincil Piyasaların Önemi.....	22

İKİNCİ BÖLÜM

2. KAMU BORÇ YÖNETİMİNİN PARA VE MALİYE POLİTİKALARI İLE KOORDİNASYONU.....23-43

2.1. Makroekonomik Politikalar Arası Koordinasyonun Sağlanması	23
2.1.1. Kamu Borç Yönetiminin Para Politikası ile Koordinasyonu	29
2.1.2. Kamu Borç Yönetiminin Maliye Politikası ile Koordinasyonu	33
2.1.3. Seçilmiş Ülkelerde Politikalar Arası Koordinasyon Uygulamaları.....	36
2.1.3.1. Brezilya.....	36
2.1.3.2. Hindistan.....	37
2.1.3.3. İtalya	37
2.1.3.4. Yeni Zelanda.....	38
2.2. Makroekonomik Politikalar Arası Koordinasyonun Önemi.....	39
2.3. Koordinasyon Eksikliğinden Kaynaklanan Sorunlar	40
2.3.1. Zaman Tutarsızlığı Sorunu	41
2.3.2. Kredibilite Sorunu	42

ÜÇÜNCÜ BÖLÜM

3. TÜRKİYE’DE KAMU BORÇ YÖNETİMİNİN PARA VE MALİYE POLİTİKALARI İLE KOORDİNASYONU	44-64
3.1. Türkiye’de Kamu Borç Yönetimi	44
3.1.1. Kamu Borç Yönetiminin Hukuki Yapısı	48
3.1.2. Kamu Borç Yönetiminin Kurumsal Yapısı	52
3.2. Türkiye’de Politikalar Arası Koordinasyonun Sağlanması	54
3.2.1. Kamu Borç Yönetiminin Para Politikası ile Koordinasyonu	44
3.2.2. Kamu Borç Yönetiminin Maliye Politikası ile Koordinasyonu	60
SONUÇ	65
YARARLANILAN KAYNAKLAR	70
ÖZGEÇMİŞ	80

ÖZET

1929 Büyük Buhranı ile uygulanmaya başlayan Keynesyen politikalar, kriz döneminde başarılı sonuçlar vermesine karşın, kriz sonrası izlenen savurgan politikalar neticesinde bütçe açıklarına ve dolayısıyla kamu borç stoku artışına sebep olmuştur. Maliye politikasının artan borç stokunun ekonomi üzerindeki etkilerini yönetmede yetersiz kalması, önceleri maliye politikasının bir aracı olarak görülen kamu borç yönetiminin, bağımsız bir politika olarak yürütülmesi yönünde görüş ayrılıklarına sebep olmuştur. Günümüzde kamu borcunun sürdürülebilirliği ve etkin bir kamu borç yönetimi politikası ile ekonomik istikrar arasında önemli bir ilişki olduğu kabul edilmektedir. Bu sebeple kamu borç yönetiminin bağımsız bir politika olarak kabul edilmesi ve makroekonomik çerçeve içerisinde para ve maliye politikaları ile uyumunun sağlanması büyük önem arz etmektedir.

Bu çalışma bağımsız bir politika olarak görülen kamu borç yönetiminin para ve maliye politikası ile koordinasyonu üzerine yapılan çalışmaların azlığını dikkate alarak kamu borç yönetiminin para ve maliye politikası ile koordinasyonu, Türkiye’de bu doğrultuda yapılan çalışmaları ve bu çalışmaların olumlu ve olumsuz yönlerini analiz etmeyi amaçlamıştır. Bu doğrultuda kamu borç yönetimi, kamu borç yönetiminin para ve maliye politikaları ile koordinasyonu, bu koordinasyonun önemi, koordinasyon eksikliğinden kaynaklanan sorunlar ve Türkiye’de politikalar arası koordinasyon sağlanması için doğrudan ya da dolaylı şekilde yapılan düzenlemeler ve gelişmeler incelenmiştir.

Anahtar Kelimeler: Kamu Borç Yönetimi, Maliye Politikası, Para Politikası, Politikalar Arası Koordinasyon.

ABSTRACT

Keynesian policies, implementing with the Great Depression of 1929, caused successful outcomes in the crisis period, but by the post-crisis resulted in extravagant policies followed increase in budget deficits and hence public debt stock. The fiscal policy, because of the increased debt stock of the economy is inadequate to manage economic influences, has led to disagreements that public debt management, which was previously seen as an instrument of fiscal policy should be carried out as an independent policy. It is assumed that there is an important relationship between public debt sustainability and effective debt management policy with economic stability. For this reason, acceptance that public debt management policies is a independent policy, coordination with the other economic policies and setting the macroeconomic framework are crucial.

The aim of this study is to ensure coordination with the monetary and fiscal policy of public debt management, which is seen as a independent policy, and to analyze the positive and negative aspects of the regulations made for coordination with the monetary and fiscal policy of public debt management in Turkey. In this direction, public debt management, coordination of public debt management with monetary and fiscal policy, the importance of this coordination, the problems arising from lack of coordination and the coordination between policies in Turkey have been examined.

Keywords: Public Debt Management, Fiscal Policy, Monetary Policy, Coordination Between Policies.

TABLULAR LİSTESİ

<u>Tablo Nr.</u>	<u>Tablonun Adı</u>	<u>Sayfa Nr.</u>
1	Çeşitli Ülkelerdeki Borç Yönetimi Amaçları	6
2	Devlet Bilançosunun Ana Bileşenleri	19
3	Koordinasyon Matriksi	32



ŞEKİLLER LİSTESİ

<u>Şekil Nr.</u>	<u>Şekil Adı</u>	<u>Sayfa Nr.</u>
1	Kamu Borç Yönetimi.....	12
2	Politikalar Arası Karşılıklı Bağımlılıklar ve Politika Dengeleri.....	27
3	Türkiye’de Borç Yönetiminin Temel İlkeleri.....	47
4	Borç ve Risk Yönetiminin Kurumsal Yapısı.....	53

GRAFİK LİSTESİ

<u>Grafik Nr.</u>	<u>Grafik Adı</u>	<u>Sayfa Nr.</u>
1	1986-2001 Döneminde Borçlanma/GSYH Oranı (%)	45
2	2002-2015 Döneminde Borçlanma/GSYH Oranı (%)	48
3	1980-2001 Döneminde Faiz Harcamaları/Merkezi Yönetim Bütçe Harcamaları Oranı (%)	61
4	2002-2015 Döneminde Faiz Harcamaları/Merkezi Yönetim Bütçe Harcamaları Oranı (%)	62

KISALTMALAR LİSTESİ

AB	: Avrupa Birliği
DPT	: Devlet Planlama Teşkilatı
GSMH	: Gayri Safi Milli Hasıla
GSYH	: Gayri Safi Yurtiçi Hasıla
IMF	: Uluslararası Para Fonu
KFBYDHK	: Kamu Finansmanı ve Borç Yönetiminin Düzenlenmesi Hakkında Kanun
KİT	: Kamu İktisadi Teşebbüsü
KMYKK	: Kamu Mali Yönetim ve Kontrol Kanunu
OECD	: Ekonomik Kalkınma ve İşbirliği Örgütü
SPK	: Sermaye Piyasası Kurulu
TBMM	: Türkiye Büyük Millet Meclisi
TCMB	: Türkiye Cumhuriyeti Merkez Bankası
TMSF	: Tasarruf Mevduatı Sigorta Fonu
UNITAR	: Birleşmiş Milletler Eğitim ve Araştırma Enstitüsü
WB	: Dünya Bankası

GİRİŞ

Ekonomik krizler ve bu krizlerin neden olduğu problemler, ülkelerin kamu borç yönetimine daha fazla odaklanmalarına ve kamu borç yönetimine olan bakış açılarının değişmesine neden olmuştur. 1980'li yıllardan itibaren kamu borç yönetiminin sadece para ya da maliye politikalarının bir aracı olmadığı, kendi hedefleri ve bu hedefler doğrultusunda kendi amaçları, araçları ve stratejisi olması gerektiği görüşü giderek daha fazla kabul görmeye başlamıştır. Kamu borç seviyesinin yüksekliği yalnız borçlanma maliyetlerini ve risklerini artırmamakta aynı zamanda ülkelerin finansal istikrarını ve mali disiplinini de etkilemektedir. Bu sebeple etkin borç yönetimi kurulması bir zorunluluktur. Etkin borç yönetiminin gerçekleştirilmesi için üzerinde durulması gereken husus, borç yönetiminin para ve maliye politikalarından ayrılmasıdır. Aksi takdirde borç yönetimi, para ve maliye politikalarından etkilenmekte ve politikalar arasında çıkar çatışmalarına neden olmaktadır.

Birçok ülkede etkin borç yönetiminin sağlanması için yapısal reformlar yapılmış ve bazı ülkelerde bağımsız, bazılarında ise yarı bağımsız borç yönetim birimleri oluşturulmuştur. Bu birimlerin amacı, kamu borç stokunun ve büyüme oranının sürdürülebilir olmasını ve fazla borç miktarının azaltılması için güvenilir ve sağlıklı bir stratejinin oluşturulmasını sağlamak olmuştur. Kamu borç yönetiminde ilk başta hedefler belirlenmekte ve daha sonra bu hedefler doğrultusunda diğer makroekonomik politikalarla koordinasyon sağlanmaktadır. Borçlanma gereksinimi maliye politikası tarafından belirlendiği için maliye politikası ile koordinasyonun eksikliği etkin bir borç yönetimini imkânsız hale getirmektedir. Özellikle ulusal sermaye piyasalarının gelişmiş olduğu ülkelerde para politikası ile koordinasyon borç maliyeti açısından büyük önem arz etmektedir. Borçlanma maliyetinin düşürülmesi için Merkez Bankası üzerinde faizleri düşük tutması yönünde oluşturulacak baskı Merkez Bankasının fiyat istikrarı hedefine zarar verirken, tam tersi durumda, Merkez Bankasının faiz kararını tamamen fiyat istikrarına yönelik aldığı ve borç stokunun maliyetini hiç dikkate almadığı durumda ise yüksek borç maliyeti ortaya çıkmaktadır. Bu da koordinasyonu zorunlu hale getirmektedir.

Borç yönetiminin ekonomi politikaları ile koordinasyonu yüksek kamu borç seviyesi kaynaklı krizleri önleyebilir veya etkilerini minimize edebilir. Dolayısıyla başarılı koordinasyon ekonomik kırılma riskleri azaltabileceği gibi borçlanma maliyetlerini de azaltabilir. Bu amaçla ele alınan çalışmada, kamu borç yönetimi ve kamu borç yönetiminin para ve maliye politikaları ile koordinasyonu ve Türkiye'de bu yönde yapılan uygulamalar incelenmiştir.

Çalışma üç bölümden oluşmaktadır. Birinci bölümde kamu borç yönetimi ele alınmıştır. Bu doğrultuda kamu borç yönetiminin amacı, ilkeleri, fonksiyonları ve kurumsal yapısı anlatılmaktadır. Ayrıca, etkin risk ve nakit yönetiminin ve aktif- pasif uygulamasının kamu borç yönetimine katkısı, kamu borç yönetiminde birincil ve ikincil piyasaların önemi incelenmektedir. İkinci bölümde kamu borç yönetiminin para ve maliye politikaları ile koordinasyonu ve çeşitli ülkelerdeki uygulamalar değerlendirilmektedir. Bu bölümde koordinasyonun önemi, koordinasyon eksikliğinden kaynaklanan sorunlar, koordinasyonun sağlanması için gerekli olan koşullar anlatılmaktadır. Üçüncü bölümde kamu borç yönetiminin Türkiye'de para ve maliye politikası ile ilişkisi incelenmektedir. Bu bölümde Türkiye'de kamu borç yönetimi için yapılan hukuki ve yapısal düzenlemeler, kamu borç yönetiminin para ve maliye politikaları ile koordinasyonu anlatılmaktadır.

BİRİNCİ BÖLÜM

1. KAMU BORÇ YÖNETİMİ

1.1. Kamu Borç Yönetiminin Tanımı

Kamu borç yönetimi, devletin finansman ihtiyacını en az maliyetle karşılamak amacıyla borcun miktarı ve bileşiminde yapılacak değişikliklerle belirlenen mantıklı bir stratejinin seçilmesi ve uygulanması sürecidir. Uluslararası Para Fonu (IMF) ve Dünya Bankası (WB)(2001)'na göre kamu borç yönetimi devletin gerek duyduğu finansmanın sağlanması amacıyla borç yönetimi stratejisi belirlemesi ve uygulaması, maliyet ve risk hedeflerine ulaşılması, etkin ve likit piyasaların oluşturulması ve geliştirilmesi gibi hedeflerin karşılanmasıdır. Ayrıca borç yönetimini aktif ve pasif borç yönetimi sınıflandırmasıyla da tanımlamak mümkündür. Aktif borç yönetimi, borcun özellikle faiz ve kur riskine karşı korunmasını içeren risk yönetim tekniklerinin kullanılması süreci, pasif borç yönetimi ise istatistikî verilere dayanarak borçlanmanın miktar ve zamanlamasıyla ilgili karar verme süreci olarak tanımlanır (Dedeoğlu, 1995: 25).

Borç yönetimi ekonomiye olabildiğince az zarar verip en fazla faydanın sağlanması, borç tahvili sahiplerinin ihtiyaçlarına cevap verebilmesi ve devlet için en az maliyet getirecek şekilde düzenlenmesi gerekliliği nedeniyle bir nevi sanat olarak da kabul edilir (Türk, 2008: 150). Çünkü kamu borç portföyü ekonomi içindeki en büyük portföydür ve sadece kamu kesimini değil ekonominin tümünü etkilemektedir. Bu yüzden borç portföyü içindeki risk, vade yapısı ve para birimi unsurları ekonomi için büyük önem arz etmektedir.

Borç yönetiminde üç temel kural vardır (Kazgan, 1988: 177-178); birincisi ekonomideki merkezi otoritelerin (Bakanlar Kurulu, Maliye Bakanlığı, Merkez Bankası, Hazine) borçların kesin miktarını, borçların kullanıldıkları alanlardaki verimleri ile vade yapısının karşılaştırılmasının sonuçlarını ve bu alanlardaki getiri dönemleriyle borçların ödeme dönemlerini bilmesi gereğidir. İkincisi borcun ödeme profilinin, ödemesiz döneminin ve vadesinin, borçla yapılan yatırımın ya da gelir getiren projenin vadesiyle karşılaştırılmasıdır. Üçüncüsü ise alınan borcun reel getirisiyle reel faiz haddinin birbiriyle

uyumlaştırılmasıdır. Bu temel kuralları baz alarak hükümetlerin borç yönetim politikası uygulamalarında takip etmeleri gereken sürecin temel öğeleri şunlardır (Cortez, 2007: 10):

- Borç yönetimi hedeflerini açık olarak belirlemek, bu hedefleri sağlam yönetim çerçevesiyle desteklemek, portföy yönetimi için ihtiyatlı maliyet ve risk yönetim stratejisi belirlemek, etkin kurumsal yapı oluşturmak, etkin bilgi yönetim sistemi kurmak,
- Portföylerle ilgili işlemleri hükümetin borç yönetim stratejisiyle uyumlu hale getirmek ve bu uygulamaları mümkün olduğu kadar etkin uygulamak,
- Borç yöneticilerinin kendilerine verilen borç yönetim sorumluluklarını uygulamaları sırasında hesap verebilmesini sağlayacak raporlama sürecini oluşturmak.

Borç miktarı ve bünyesindeki değişimin iktisadi hayata etki etmesi, para arzı ve bireylerin satın alma gücünün bundan etkilenmesinden dolayı borç yönetimi genelde iç borçlar üzerinden gerçekleştirilmektedir. Burada yalnızca iç borçların değil, aynı zamanda dış borçların da azalıp artması bireyler üzerinde etkiye neden olmaktadır. Ancak ekonomik etkileri bakımından bireyler ve ekonomik birimler üzerinde kamu iç borçlanmasını sahip olduğu etki, uygulama şansı ve esnekliği dış borçlanmada bulunmamaktadır (Çataloluk, 2009: 248).

Kamu borç yönetiminde en önemli iki unsur reel faiz ve borçların vade yapısıdır. Başarıya ulaşmak için mutlaka reel faiz oranlarının düşürülmesi ve vadenin uzatılması gerekir. Borç yöneticileri, bu riskleri minimum seviyede tutarak istikrarlı bir büyüme sağlama amacı gütmektedir (Demir, 2004: 109).

Etkin bir kamu borç yönetimi için borç yönetiminin makroekonomik çerçeve içinde doğru konumlandırılması, diğer politikalar ile ilişkilerinin doğru belirlenmesi ve ulusal borç piyasasının gelişmesi için gerekli düzenlemelerin ve teknik altyapının tasarlanması gerekmektedir.

Borçlanma koşullarının devlete en az maliyet yükleyen biçimde belirlenmesi, borçlanma miktar ve koşullarının ekonominin içinde bulunduğu durumun gereklerine uydurulması, uygun fırsatlar çıktığında borç servisi yükünün hafifletilmesi, ekonomide arzulanan likidite düzeyinin korunması, faiz maliyetlerinin asgari düzeye indirilmesi devlet

açısından borçlanmanın başlangıcından bitimine kadar başarılı sayılmasını sağlayan asgari koşullardır. Özellikle, devlet borçlarının büyük tutarlara ulaştığı ülkelerde ekonominin bütünü ile devlet borçları arasındaki bağlar son derece sıklaştığı için borçların etkin bir biçimde yönetimi önem kazanır.

1.1.1. Kamu Borç Yönetiminin Temel İlkeleri

2008 yılında ortaya çıkan küresel krize yönelik alınan tedbirlerin sonucu olarak bütçe açıklarının artması ve kamu borç stoklarının büyümesi sebebiyle 2010'da IMF ve İsveç Borç Ofisi tarafından ortaklaşa bir toplantı düzenlenmiştir. Bu toplantı sonucu 33 ülkenin anlaşması ile kamu borç yönetimi için *Stockholm İlkeleri* belirlenmiştir (Cangöz ve Balıbek, 2012: 28-29). Bu ilkeler aşağıda belirtilmiştir (IMF, 2010):

- Borç yönetiminin kapsamı, finansal varlıkların niteliği, koşullu yükümlülükler ve borç portföyünün yapısı arasındaki etkileşim hesaba katılacak şekilde tanımlanmalıdır.
- Stratejik ve operasyonel borç yönetimi kararları yerel, bölgesel ve küresel seviyede bilgi paylaşımı ile desteklenmelidir.
- Uygulama riskini en aza indirmek, fiyat oluşumunu geliştirmek, piyasa bozukluklarını azaltmak ve ikincil piyasada likiditeyi desteklemek için piyasa işlemlerinde esneklik sağlanmalıdır.
- Borç yönetimi için şeffaf ve öngörülebilir yapıyı destekleyen proaktif bir yaklaşım (olasılıkları düşünüp planlı bir şekilde harekete geçme) ve uygun iletişim stratejileri sürdürülmelidir.
- Borç yöneticilerinin operasyonel araç setindeki değişiklikler doğru şekilde açıklanmalıdır.
- Hedefler arasında daha fazla bağlantı kurularak borç yöneticileri ile parasal ve mali otoriteler arasındaki iletişim teşvik edilmeli ancak her otorite kendi rolü için bağımsızlığını ve hesap verilebilirliğini korumalıdır.
- Yatımcı özelliklerine ve tercihlerine ayak uydurmak için yatırımcı tabanı ile yakın ve sürekli ilişki teşvik edilmelidir.
- Borç portföyü riskleri ihtiyatlı seviyelerde tutulmalı, finansman maliyetleri orta ve uzun vadede en aza indirilmelidir.

- Orta vadeli borç yönetimi stratejileri belirlenirken dikkate alınan risk faktörleri, borç portföyünün en geniş tanımı ve potansiyel senaryolar ile uyumlu olmalıdır.
- Bağımsız borç yöneticilerinin karşılaştığı tüm riskleri kapsayan ihtiyatlı risk yönetim stratejileri benimsenmeli ve yatırımcılar bu konuda bilgilendirilmelidir.

1.1.2. Kamu Borç Yönetiminin Amaçları

Kamu borç yönetiminin temel amacı, devletin finansman ihtiyacının ve ödeme yükümlülüklerinin mümkün olan en düşük maliyetle orta ve uzun dönemli güvenli bir risk unsuruyla karşılanmasıdır (IMF ve WB, 2001: 10). Bunun yanı sıra kamu borç yönetiminin diğer amaçlarını; ikincil piyasaların etkinliğinin sağlanması, borçlanma araçlarının çeşitliliğinin sağlanması, dengeli bir vade yapısı oluşturulması, tasarrufların teşvik edilmesi, krizlerin önlenmesi ve vadesi gelmiş olan kamu borcunun geri ödenmesi şeklinde sıralayabiliriz.

Kamu borç yönetimi için hangi amacın ilk sırada yer alacağı, ekonominin gelişmişlik seviyesine ve ihtiyaçlarına göre belirlenecektir. Tablo 1’de çeşitli ülkelerde kamu borç yönetimi amaçlarına yer verilmiştir.

Tablo 1: Çeşitli Ülkelerdeki Borç Yönetimi Amaçları

Ülke	Borç Yönetim Amaçları
Avustralya	Avustralya Finansal Yönetim Bürosunun başlıca amacı, kabul edilebilecek derecede riske maruz kalma oranına uygun olarak, ulusal borcun mümkün olan en düşük ve uzun vadeli maliyetle çıkarılması, yönetilmesi ve ödenmesidir.
Danimarka	Devlet borçlanma politikasının genel amacı, mümkün olan en düşük uzun vadeli borçlanma maliyetlerini sağlamaktır. Bu amaç diğer düşüncelerle desteklenmektedir: <ul style="list-style-type: none"> - Riskin kabul edilebilir bir seviyede tutulması. - Genel olarak iyi işleyen, etkili bir finansal piyasanın kurulması ve desteklenmesi. - Merkezi hükümetin uzun vadede finansal piyasalara erişimini kolaylaştırmak.
İngiltere	Riski dikkate alarak uzun vadede finansman maliyetlerini en aza indirmek olarak ifade edilen borç yönetim stratejisini gerçekleştirmek ve Hazine’nin nakit ihtiyacını maliyeti göz önünde bulundurarak etkin şekilde yönetmek.

Tablo 1: (Devamı)

Ülke	Borç Yönetim Amaçları
İrlanda	Ulusal Hazine Yönetim Ajansı için borç yönetimi hedefi, vadesi gelen borcu ve hükümetin yıllık borçlanma gereksinimini, yıllık borçlanma seviyesini ve değişkenliğini, hükümetin riske maruz kalma olasılığını içeren hem kısa hem de uzun vadeli likiditeyi koruyacak şekilde finanse etmektir.
İsveç	Merkezi yönetim borcunun yönetilmesinde amaç, borç yönetimiyle ilgili riskleri dikkate alarak borcun maliyetlerini uzun vadede asgari seviyeye indirmektir. Bununla birlikte, borç yönetimi her zaman para politikası tarafından dayatılan gerekler ve Bakanlar Kurulu tarafından belirlenen yönergeler çerçevesinde yürütülmelidir.
Portekiz	Portekiz Hazine ve Borç Yönetim Kurumu'nun misyonu, Portekiz Cumhuriyeti adına aşağıda belirtilen şekilde para toplamak ve diğer finansal işlemleri yürütmektir: <ul style="list-style-type: none">- Cumhuriyet'in borçlanma gereksinimlerini istikrarlı bir şekilde yerine getirmek.- Hükümet tarafından tanımlanan risk stratejilerine bağlı olarak uzun vadeli bir perspektifle devlet borçlarının maliyetini en aza indirmek. Portekiz Hazine ve Borç Yönetim Kurumu, kamu yararına bir hizmet sunarken faaliyetlerini etkinlik ve şeffaflık ilkelerine dayalı şekilde gerçekleştirmektedir.
Yeni Zelanda	Yeni Zelanda Borç Yönetimi Ofisinin amacı, hükümetin finansal varlıklarının uzun vadeli ekonomik getirisini hükümetin mali stratejisine uygun olarak ve riskten kaçınarak maksimize etmektir.

Kaynak: Currie ve diğerleri, 2003: 32

1.1.2.1. Devletin Finansman İhtiyacının Karşlanması

Kamu kesimi dengesinin açık vermesi durumunda, bu açığın kapatılması borç yönetiminin başlıca amaçlarından biridir. Etkin bir borç yönetimi, ülke koşullarına ve piyasa durumuna göre açığın kapatılmasında uygulanabilecek alternatiflerden en etkin ve verimli olanını seçmeyi ve sağlıklı bir şekilde uygulamayı gerektirir (Devlet Planlama Teşkilatı[DPT], 2001: 123).

1.1.2.2. Finansal Piyasalardan Sürekli Fon Sağlanması

Devletin ihtiyacı olduğunda piyasalardan rahatlıkla borçlanabilmesi, piyasaların devlete olan güvenine bağlıdır. Devlet piyasalarda güveni sağlayamazsa fon temin etme

sırasındaki maliyet artış gösterecektir. Bu durum borç yönetiminin temel amacına ters düşmektedir. Bu durumun oluşmaması için devlet, piyasalarda güvensizliğe sebep olacak işlemlerden kaçınmalı, borçlarını mutlaka vadesinde ödemeli ve faiz oranını piyasada oluşan faiz oranına oranla makul seviyelerde tutmalıdır. Aksi takdirde yatırımcılar oluşacak güvensiz bir ortamdan getiri oranı yüksek başka bir yatırım aracının olduğu ortama kayacaktır (Demir, 2004: 118).

1.1.2.3. Borçlanmada Maliyet Minimizasyonu

Borç yönetiminin en temel amacı mümkün olan en düşük maliyetle devletin finansman ihtiyacını karşılamaktır. Maliyeti oluşturan temel unsur faiz olduğundan faiz ne kadar yüksek olursa borçlanmanın maliyeti o kadar artacaktır. Bu nedenle maliyetin düşürülmesi amacıyla borçlanma türleri ve araçlarının mümkün olduğunca çeşitlendirilmesi gerekmektedir. Borç yönetimi boyunca gerçekleştirilecek performans sonucu oluşan güven maliyet minimizasyonu için hayati önem taşımaktadır. Ayrıca, maliyetin minimum seviyede seyretmesi için devlet borçlanma kâğıtlarının satışı sırasında aracılara ödenen komisyonlardan da olabildiğince kaçınılmalıdır.

1.1.2.4. İkincil Piyasaların Etkinliğinin Sağlanması

Devlet iç borçlanma senetlerinin Hazine Müsteşarlığı tarafından ilk kez satışa sunulduğu piyasaya birincil piyasa, daha önce ihraç edilmiş olan devlet iç borçlanma senetlerinin işlem gördüğü piyasalara ise ikincil piyasa denilmektedir.

Devlet borçlanma kâğıtları için geniş, derin ve işleyen bir ikincil piyasanın oluşturulması borç yönetiminin önemli amaçlarından biridir. Çünkü ikincil piyasada oluşacak faiz oranı ve vade süresi borcun çevrilmesinde önemli göstergelerdir. Ayrıca, iyi işleyen bir ikincil piyasa, yeni borçlanmalara olan talebi artıracaktır (Demir, 2004: 121).

1.1.2.5. Borçlanma Araçlarının Çeşitliliğinin Sağlanması

Kamu açıklarının artarak devam ettiği durumlarda borç yönetiminin iki önemli amacı ortaya çıkar. Bunlardan birincisi, yeni finansal ürünler ortaya çıkarmak suretiyle borçlanma araçlarının çeşitlenmesini sağlamak, diğeri ise yeni müşteri potansiyeli oluşturmaya çalışmaktır (DPT, 2001: 124). Farklı özelliklere sahip borçlanma araçlarına sahip olmak finansman ihtiyacını karşılayacak fon bulmakta pozitif etki yaratacaktır.

Bunun yanı sıra piyasa şartlarının çok ani ve önemli değişiklikler göstermesi durumunda borçlanma çeşitliliğinin fazlalığı piyasa şartlarındaki değişikliklere bağlı olarak ortaya çıkan maliyet farklılığının en aza indirilmesi ve vade uyumsuzluklarının giderilmesinde de kullanılabilir (Tandırcıoğlu ve Egeli, 2009: 15).

1.1.2.6. Vade Yapısında Denge Sağlanması

Kamu borç yönetiminin amaçlarından bir diğeri borç yönetiminden sorumlu olan idarenin borç stoku vadesini iyi dengelemesidir. Aynı veya yakın tarihlere gelen ödemeler ya da toplu girişler nakit dengesini bozacağından dolayı etkin bir borç yönetiminin vade ile ilgili değişkenleri iyi kontrol etmesi gereklidir. Aksi halde Hazine büyük nakit sıkıntısı çekecektir.

1.1.2.7. Finansal Krizlerin Önlenmesi

Dışa açık bir ekonomide oluşan ekonomik krizlerde yabancı para biriminin yerli para birimi karşısında değer kazanıp kaybetmesi sonucunda ortaya çıkan değişiklikler devletin borç miktarını etkilemektedir. Kamu borç yönetimi politikaları bu krizlerin temel sebebi olmasa bile, hükümetin borç portföyünün nakit kompozisyonu, faiz oranı, vade yapısı ve koşullu yükümlülükler birlikte düşünüldüğünde bu krizlerin derinliğinde katkısı vardır. Bu yüzden borç yönetimi kur kaynaklı krizlerden çıkışta ve borç miktarına yönelik ayarlamalarda oldukça önemli rol oynamaktadır (Tandırcıoğlu ve Egeli, 2009: 16). Özellikle gelişmekte olan ülkeler döviz piyasasındaki dalgalanmalar ve spekülasyon hareketlerle karşılaştıkları zaman serbest nakit akışı ve önemli miktarda döviz üzerinden borçlanmış olmaları dolayısıyla bu durum karşısında zayıf düşmektedir. Bu nedenle borç yönetimi bu krizleri en aza indirecek şekilde düzenlenmelidir.

1.1.2.8. Tasarrufların Teşvik Edilmesi

Devlet, borçlanma ihtiyacını bireylerden karşılama yolunu seçtiğinde bu fonları cazip hale getirmek için sunacağı ayrıcalıklar bireyler tarafından ne kadar beğenilirse tasarruf etme güdüsü o kadar güç kazanacaktır. Aynı zamanda bu yolla bireylerin ellerinde bulunan atıl fonlar ekonomiye kazandırılmış olacaktır. Kaynakların devlet tarafından verimli yatırımlar için kullanılmasının ekonomik büyümeye olumlu etkisi olacağı gibi ekonomik büyüme sonucu artan kişi başına düşen gelir de bireylerin tasarruf eğilimine

olumlu katkıda bulunacaktır (Tandırıcıoğlu, 2004: 104). Bu yüzden borç yöneticilerinin borçlanma stratejilerini belirlerken bu etkileri de göz önünde bulundurması gerekmektedir.

1.1.3. Kamu Borç Yönetiminin Fonksiyonları

Kamu borç yönetiminin fonksiyonları ekonomilerin gelişmişlik seviyelerine göre değişiklik gösteriyor olsa da genel olarak politika fonksiyonu, regülasyon fonksiyonu, muhasebe fonksiyonu, işlem fonksiyonu ve destekleme fonksiyonu şekilde sıralanabilir.

Politika fonksiyonu, bir ülkede ekonomi yönetiminden sorumlu tüm kurumları kapsayan borç politikaları ve stratejilerinin kesin ve açık bir şekilde belirtilmesidir. Regülasyon fonksiyonu, borç yönetimi için yasal, kurumsal ve idari düzenlemeleri kapsar. Borç yönetiminde faaliyet birimlerine yönelik kurallar koymak, bunları koordine etmek ve denetlemek regülasyon fonksiyonu kapsamındadır. Muhasebe fonksiyonu, her bir borçlanma sözleşmesini borç servisi yükümlülüğü şeklinde kısımlara ayırmayı ve etkin bir ödeme mekanizması oluşturmayı ifade eder. Aynı zamanda yürütülen faaliyetler ile ilgili kayıtların tutulması bu fonksiyon dâhilindedir (Laurens ve De La Piedra, 1998: 22). İşlem fonksiyonu, borç portföyünün gelişimini ve uygulanmasını sağlayan fonksiyondur. Para birimi ve faiz hareketlerinin izlenmesi, yeni finansal araçların geliştirilmesi, borçlanma seçeneklerinin analizi, portföyün yönetilmesi ve borçlanma anlaşmalarının görüşülmesi bu fonksiyon dâhilindedir. Destekleme fonksiyonu ise kaynak yönetimi, denetim, istatistik ve bilgi hizmetlerin ve ülkenin borç durumu ile ilgili bilgilerin tüm ayrıntıları ile kamuya duyurulmasını ifade etmektedir (Çaşkurlu, 2007: 35). Bu şekilde zamanında sunulan doğru bilgi hem piyasaların bilgilendirilmesi bakımından hem de karar alıcıların koydukları hedefe ulaşabilmeleri için gereklidir (Hanif, 2002: 50).

1.2. Kamu Borç Yönetimi Ofisi

Borç yönetimini daha işlevsel hale getirmek amacıyla gerçekleştirilen yeniden yapılanmanın ilk örneklerini 1988 yılında kurulan Yeni Zelanda Borç Yönetim Ofisi ve 1990 yılında kurulan İrlanda Ulusal Hazine Yönetimi Ajansı oluşturmaktadır. Bu yeni yapılanma sürecine ilk olarak özel sektördeki portföy yönetimi uygulamalarının kamuya adaptasyonu başlanmış sonrasında merkezi hükümet yapılanmasının dışında özerk borç ofisleri kurulmuştur (Cangöz ve Balıbek, 2012: 24-25).

Borçlanma politikasının uygulamasından sorumlu tek bir kurum veya kurum içerisinde bağımsız bir yapının varlığı, borç yönetim sorunlarının daha büyük bir dikkatle ele alınmasına izin vermektedir. Nasıl örgütlenirse örgütlenirse borç yönetim ofisi yapılanmalarında önemli olan nokta, borç yönetimi için gerekli özerkliğin ve bağımsızlığın sağlanmasıdır.

Kuruluş yapıları farklı olsa da ofisler kamu borcunu izlemekten, borçlanma yapısından, borçlanmaya bağlı olarak ortaya çıkabilecek riskleri yönetmekten, borçlanma stratejisini oluşturmaktan, koşullu yükümlülükleri izlemekten ve nakit yönetiminin sürdürülmesinden sorumludur (Mutlu, 2009: 22). Borç yönetimi konusunda birçok Ekonomik Kalkınma ve İşbirliği Örgütü (OECD) ülkesinde ve bazı gelişmekte olan ülkelerde yapılan reformlar sonucunda temel olarak üç husus ortaya çıkmıştır. Bunlar; borç yönetiminin politik baskılara maruz kalmaması, borç yönetiminde çalışan kişilerin teknik bakımdan yeterli olması ve gerekli teknik alt yapının sağlanmasıdır (Ateş, 2002: 7).

Borç yönetiminde uluslararası uygulamalar açısından ortaklaşa kabul gören ofis yapılanması IMF ve Dünya Bankası tarafından yayınlanan ve borç yönetimi konusunda hükümetlere yol göstermesi amaçlanan Kamu Borç Yönetim Rehberinde de detaylı olarak yer almaktadır. Borç ofisi yapılanması, görev ve sorumluluklara esas oluşturan ölçütlerin belirlenmesi ve izlenmesinden sorumlu olan organlar farklılık gösterse de temelde üçe ayrılmaktadır. Şekil 1’de genel olarak borç yönetimi yapılanması görülmektedir.

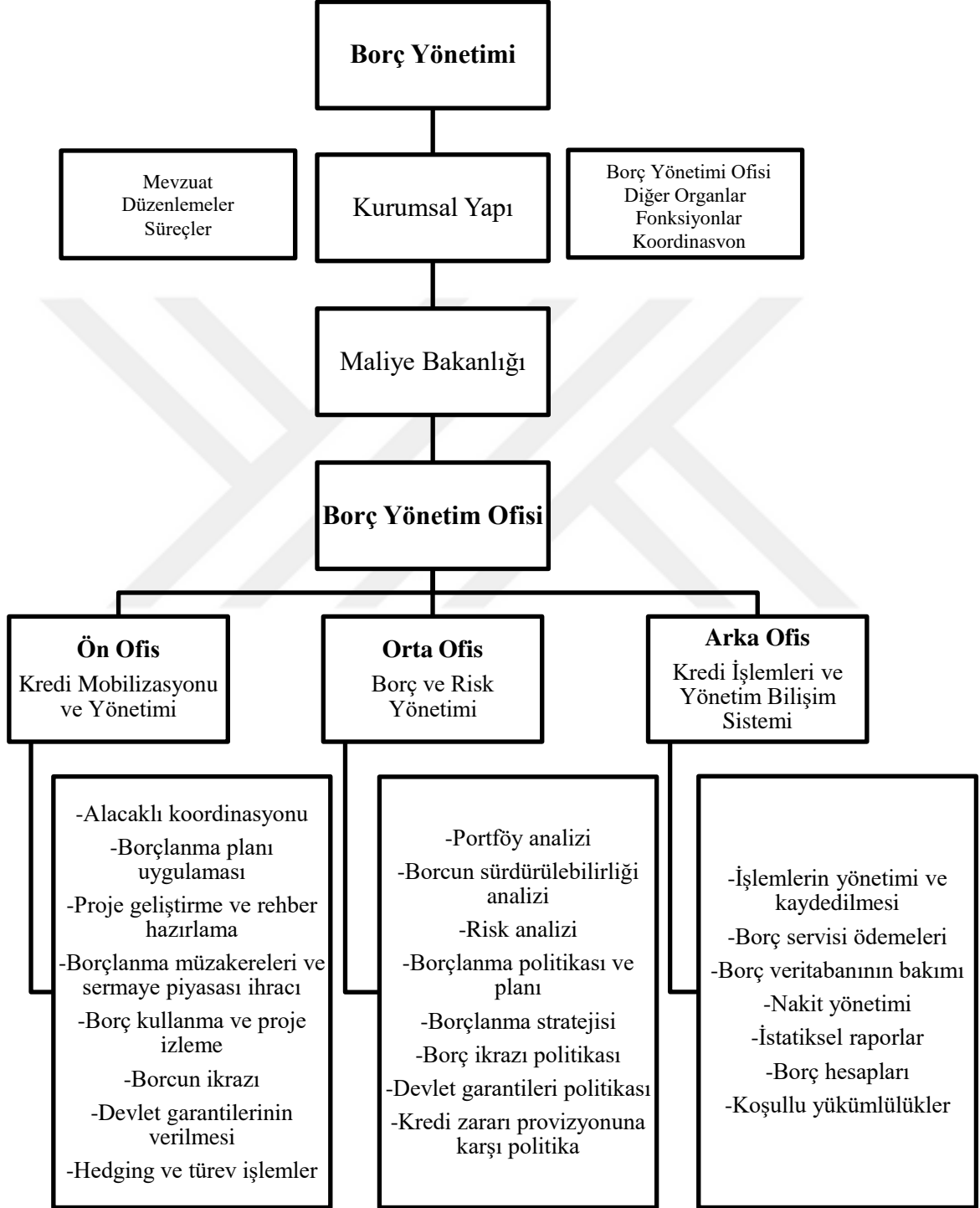
1.2.1. Ön Ofis

Ön ofis, kamu sektörü ihtiyaçlarının karşılanması amacıyla iç ve dış fon kaynaklarının kullanılması ve yeni borç anlaşmalarının yapılması fonksiyonlarını içermektedir (Cortez, 2007: 26). Ön ofis ya da portföy yönetim ekibi, fonlama işlemleri, yatırımcılar, sigortacılar ve bankacılar ile ilişkiler, dış borç görüşmeleri dâhil olmak üzere güvenlik ve borçlanma konularında, yerel hükümet borç ihaleleri ve en az maliyet oluşturacak borçlanma yöntemlerinin seçiminden sorumludur (Cosio-Pascal, 2006: 8).

Piyasadaki aktörler ile yakın ilişkisi sayesinde ön ofis fon oluşturma, hedge etme, yatırım, geri alım, borç portföyünün stratejik benchmarka mümkün olduğu kadar yakın olması gibi konularda sorumlu birime destek sağlamaktadır. Ayrıca ön ofis doğrudan piyasa işlemleriyle ilgili olduğundan ofiste çalışan kişilerin piyasayı yakından takip eden,

gereklî yorum ve analizleri hızla yapabilen uzmanlardan oluşması gerekmektedir (Wheeler, 2004: 69-70).

Şekil 1: Kamu Borç Yönetimi



Kaynak: United Nations Institute for Training and Research (UNITAR), 2002: 18

1.2.2. Orta Ofis

Orta ofis ya da risk yönetim ekibi, genel olarak hükümetin borç portföyü için maliyet ve risk yönetimi stratejisi oluşturmak, politika alternatiflerini araştırmak ve analiz etmek ve portföy ve risk yönetimi politikalarına uyumun gözlemlenmesinden sorumludur. Orta ofis, borç yönetim ofisine kamu borç yönetimi hedefleri ve çeşitli portföy yönetim stratejilerinin maliyet ve risk değişimi hakkında tavsiyede bulunur (Cosio-Pascal, 2006: 10).

Orta ofis faaliyetleri genel olarak optimum risk ve maliyeti belirlemek, çeşitli risk ölçüm maliyetlerini incelemek ve uygun risk analiz teknikleri geliştirmek, koşullu yükümlülükleri incelemek ve bunlara ait riski ölçmek, üretilen politikaların performanslarına bakarak değerlendirmelerde bulunmak, yeni borçlanma araçlarının piyasalara uygunluğunu araştırmak, diğer kurum ve kuruluşlar ile koordinasyon sağlamak, Merkez Bankası bilançosunun analizini yapmak ve özellikle ödemeler dengesi konusunda tespitlerde bulunmak, hazırladığı raporları borç komitesine iletme ve piyasanın bilgilendirilmesi amacıyla yayınlar hazırlamak, geçmişte yapılmış ve gelecekte yapılacak olan borç anlaşmalarını incelemek, ulusal ve uluslararası piyasalardaki gelişmeleri yakından izleyerek personele eğitim vermektir (Ateş, 2002: 13-14).

Ön ve orta ofis arasında kapsamlı etkileşim gerekmesine karşın iki ofisin ilgili sorumlulukları zaman zaman gerginliğe neden olabilir. Orta ofisin uygun bir risk yönetimi, durum tespiti ve performans raporlamasını üstlenme sorumluluğu, ön ofisin işlem odaklı yapısına ters düşebilir. Bu gerilimleri gidermek için iki ofisin temel rolleri üzerinde anlaşılması, bunlara saygı duyulması ve net bir sorumluluk kapsamı belirlenmesi gerekmektedir (Wheeler, 2004: 71-72).

1.2.3. Arka Ofis

Arka ofis (Hazine işlemleri) genellikle borçların kaydedilmesinden, ödenmesinden, muhasebeleştirilmesinden sorumludur. Sistem planlaması, yeni sistemlerin uygulanması ve mevcut uygulamaların bakımı ve güncellenmesi de dâhil olmak üzere borç ofisinin sistem ihtiyaçlarını yönetme sorumluluğu da genellikle bu ofise verilir (Cortez, 2007: 22). Arka ofisin belli başlı görevleri genel olarak şöyle sıralanabilir (Wheeler, 2004: 72):

- Borçlanma ile ilgili işlemleri uygun şekilde kayıt etmek, bunlara ilişkin ödemeleri yapmak,
- Borç projeksiyonlarını kayıt ederek gerekli tabloları hazırlamak ve bunları tek bir veri bankasında toplamak,
- Hazırlanan tabloların devletin diğer kurum ve kuruluşlarına ulaşmasını sağlayarak koordinasyonu gerçekleştirmek.

1.3. Kamu Borç Yönetiminde Şeffaflık ve Hesap Verilebilirlik

Kamu borç yönetiminde şeffaflık, borçlanma faizlerindeki risk primini azaltmak üzere taraflar arasındaki bilgi asimetrisini ortadan kaldırmak amacıyla kamunun ve özellikle borç yönetiminde sorumlu otoritenin politikalarının tahmin edilebilirliğini sağlamaya yönelik uygulamalar, hesap verilebilirlik ise, politika otoriteleri ile bireyler arasında kurulacak ilişkinin bir nevi samimiyet göstergesi olarak tanımlanmaktadır (Demir, 2004: 100).

Hükümetin borç yönetim hedeflerinin ve kamu borç yöneticilerinin sorumluluklarının kamuya açıklanması, güvenilir bir borç yönetimi oluşturulması ve bu konudaki hesap verebilirliğin sağlanması için şarttır.

Şeffaflığı dikkate alarak yürütülen kamu borç yönetimi sonucu piyasadaki belirsizlikler ortadan kalkar. Belirsizliklerin ortadan kalkması veya azalması sadece borçlanma maliyetini düşürmekle kalmayıp aynı zamanda kamu borç yönetiminin kendi hedeflerine odaklanmasını sağlamaktadır (Currie ve diğerleri, 2003: 33).

Borç yönetim işlemlerindeki şeffaflık iki temel noktaya dayanmaktadır. Bunlardan birincisi, borç yönetimin amaçlarının ve araçlarının halk tarafından bilinmesidir. Yetkililer borç yönetimini şeffaflıkla buluşturacağına halkı inandırırorsa, borç yönetimi işlemlerinin etkinliği güçlenecektir. İkincisi ise Merkez Bankasının, Maliye Bakanlığının ve borç yönetimini kapsayan diğer kamu kurumların iyi yönetimi sayesinde hesap verilebilirliğini artmasıdır (IMF ve WB, 2003: 13).

Borç yönetimi faaliyetleri yıllık olarak dış denetim organlarıyla denetlenmeli ve borç yönetim ofisinin amaçları ve ofisin yasal çerçevesi kanunlarla net olarak tanımlanmalıdır. Bu işlemler ofisin borç yönetimindeki etkinliğini ve hesap verilebilirliğini artıracaktır.

1.4. Kamu Borç Yönetiminde Risk Yönetimi

İktisadi karar birimlerinin verecekleri kararlar sonucunda ortaya çıkacak getiriye olumsuz etkileyebilecek olayların gerçekleşme olasılığı risk olarak tanımlanmaktadır. Risk yönetimi, gerçekleştirilen faaliyetlerde ortaya çıkacak riskin tanımlanması ve bu risklerle başa çıkmak için stratejilerin geliştirilerek uygulanması sürecidir (Mutlu, 2009: 48). İstenmeyen sonuçların meydana gelebilme ihtimali ve bu sonuçlardan doğabilecek olumsuzlukların boyutu ne kadar büyük olursa risk oranı da o kadar büyük olur. Borç yöneticileri, borç portföyünden beklenen maliyet ve risk arasındaki dengelerin belirlenmesine ve yönetilmesine olanak sağlayacak olan risk yönetimi yapısı geliştirmelidir.

Uluslararası uygulamada risk yönetiminin çerçevesi risklerin tanımlanması, ölçülmesi, izlenmesi ve kontrol altına alınması aşamalarından oluşmaktadır. Bu aşamalar (Pehlivan, 2003: 388-389):

- Borç yöneticilerince ilk olarak borç portföylerinin taşıdığı en önemli riskler ve bu riskler için uygun ölçüm teknikleri belirlenmek.
- Katlanılabilecek maksimum risk düzeyini bulunmak, borçlanma politikaları ve kullanılacak araçların, vade, faiz ve döviz kompozisyonlarının seçimi sırasında söz konusu risk limitleri dikkate alınmak.
- Piyasadaki gelişmeler sürekli olarak izlenerek borç portföyünün risk yapısı üzerindeki etkileri değerlendirilmek ve raporlanmak.
- Borç portföyünün risk yapısının öngörülen limitler dışına çıkması durumunda portföyünün yapısının risk limitleri dâhilinde olması için gereken değişiklikleri belirlenmek ve borçlanma politikalarını bu çerçevede yeniden düzenleyerek portföyün taşıdığı riskleri kontrol altına almaya çalışmak.

Kamu borç portföyünün riske maruz kalması, portföyün yapısının içerisindeki uzun vadeye karşı kısa vadenin payı, sabit faizli borca göre değişken faizli borç ve döviz cinsinden borç oranı da dâhil olan borç kompozisyonu tarafından belirlenir.

1.4.1. Piyasa Riski

Piyasa riski döviz, faiz oranları ve emtia fiyatları gibi finansal değişkenlerin hareketlerinden ötürü bilanço kalemlerinin değerindeki belirsizlik olarak ifade edilmektedir (Currie ve Velandia, 2002: 12). Borç yönetimi açısından piyasa riski, borçlanmanın

başlangıcından tamamının ödenmesine kadar geçen süre içerisinde ödenecek toplam tutarı etkileyen göstergeleri olumsuz yönde etkileyebilecek her türlü gelişme olarak tanımlanabilir. Piyasalarda meydana gelen değişiklikler döviz kuru, faiz oranı ve fiyat seviyesindeki dalgalanmalar nedeniyle ortaya çıkmaktadır (Kalay, 2006: 46).

Piyasa riskine karşı devletin aldığı önlem doğal hedge kullanımındır. Kamu bilançosundaki aktifler ve pasifler doğal hedgeler ile desteklendiği zaman muhtemel bir piyasa riskine karşı devletin yeni kaynaklar ayırmasına gerek kalmayacaktır (Cosio-Pascal, 2006: 11).

Piyasa riskinin en yaygın türleri faiz oranı riski ve döviz kuru riskidir. Faiz oranı riski, faiz oranındaki dalgalanmalardan kaynaklanan borç maliyetindeki artış riskini ifade eder. Döviz kuru riski ise döviz kurundaki dalgalanmalardan kaynaklanan borç maliyetindeki artış riskini ifade eder. Döviz cinsinden borçlanma, döviz kuru hareketlerinden ötürü yerel para cinsinden ölçülen borç servis maliyetlerine dalgalanma getirir. Kur riski ölçüsü, yerel para borcunun toplam borç içindeki payı ve kısa vadeli dış borcun uluslararası rezervlere oranıdır (WB ve IMF, 2014: 18).

1.4.2. Borç Çevirme Riski

Borç çevirme riski, borcun olağandışı yüksek maliyetle yeniden finanse edilmesi gerekeceğini veya olağanüstü durumlarda tamamen finanse edilemeyeceğini ifade eder. Sürdürülebilir borç yükündeki artış, politik belirsizlik ve finansal istikrarsızlık piyasalarda güvenin azalmasına neden olmaktadır. Bu durumda yeniden borçlanma ihtiyacı ancak piyasanın kabul ettiği risk priminin maliyetlere dâhil edilmesiyle karşılanabilmektedir. Faiz oranlarındaki artışlar borç servisine ve dolayısıyla sürdürülebilir borç yüküne ilave bir yük getirmektedir. Bunun sonucu olarak borçlanma maliyetleri daha yüksek seviyelere çıkmakta ve borç yönetimini borç çevirme riski ile karşı karşıya bırakmaktadır (Ateş, 2002: 20).

Borç portföyündeki uzun vadeli, yerli para cinsinden borcun oranı ne kadar fazla olursa borç çevirme riski de o kadar düşük olmaktadır. Tam tersine kısa vadeli, değişken oranlı veya kura endeksli borç oranı ne kadar fazla olursa, borç çevirme riski de o kadar fazla olur. Bu tür riski minimize etmenin en önemli koşullarından biri ulusal borç piyasasının geliştirilmesi ve kısa vadede maliyetli olsa bile bu piyasada işlem gören kamu

kâğıtlarının ağırlıklı olarak yerel para cinsinden uzun vadeli ve sabit oranlı kâğıtlar olmasını sağlamaktır (Garcia, 2002: 17).

1.4.3. Likidite Riski

Likidite riski, sahip olunan varlıkların nakit talebini karşılayamaması olarak tanımlanabilir. Bu risk özellikle nakde ihtiyaç duyulduğu zaman varlıkların satılamaması ve paraya çevrilememesinden kaynaklanmaktadır. Varlıkların vadelerinin, yükümlülüklerin vadelerinden daha uzun olması durumu likidite riskini artırmaktadır.

Likidite riskinin yönetimi özellikle borç düzeyi yüksek, iç piyasaları derin ve likit olmayan gelişmekte olan ülkeler için büyük önem arz etmektedir. Likidite riskinin en aza indirgenmesi amacıyla borç geri ödemeleri ile gerekli olan finansman ihtiyacını doğru öngörmek ve mali piyasalardaki kullanılabilir fon seviyesinin doğru ve sürekli olarak takip etmek gerekmektedir (Pehlivan, 2003: 390).

1.4.4. Kredi Riski

Kredi riski, bir borçlunun borcunu ödeme noktasında başarısız olması durumunda borcu veren kişi ya da kurumun karşılaştığı risk anlamına gelir. Bu risk borcu veren için kayıp anapara ve faiz, nakit akışında kesinti ve artan tahsilat masraflarını içerir.

Kredi riski için kabul edilebilir sınırlar genellikle, egemen kredi derecelendirme kuruluşları tarafından tahsis edilen kredi notlarına ve pazardaki piyasa pozisyonuna, ilgili aracın türüne ve vadeye kadar yerine getirilme süresine dayanmaktadır. Sınırlar, hükümetin döviz rezervlerini yönetmekle yükümlü olan yetkililerle görüşülmeli, böylelikle arzulan kredi riski seviyesi, hükümetin bilançosunun daha geniş bir bileşeni bağlamında değerlendirilebilir. Uygulanan politika, karşı tarafın kredi notunun belirli bir seviyenin altına düşmesi durumunda, takas pozisyonlarını kapatma gereksinimlerini de içerebilir. Standart takas türevleri sözleşmeleri ve teminatları netleştirme düzenlemeleri ile takas işlemlerine ilişkin kredi riski de azaltılabilir (Wheeler, 2004: 99).

1.4.5. Uzlaşma Riski

Uzlaşma riski, sözleşmenin karşı tarafının yükümlülüğünü yerine getirmemekten başka herhangi bir sebepten dolayı oluşan sözleşme başarısızlığı olarak hükümetin maruz kalacağı potansiyel kayıpları ifade eder (Medeiros ve diğerleri, 2007: 9).

Borç yönetimi işlemlerindeki sözleşme ödemeleri son derece büyük olabilir ve sözleşme başarısızlıkları önemli faiz giderlerine yol açabilir. Uzlaşma riskini yönetmek için alınacak tedbirler arasında uygun takas bankalarını, emanetçileri, takas komisyoncularını ve mali araçları seçmek ve herhangi bir anlaşma kurumuna karşı risklerin maksimum miktarına karar karar vermek gibi önlemler bulunmaktadır (Wheeler, 2004: 100).

1.4.6. Operasyonel Risk

Operasyonel risk, yetersiz ve başarısız içsel süreçlerden, personel ve sistemlerden ya da dışsal olaylardan kaynaklanan, doğrudan veya dolaylı zarar etme riskidir (Basel Committee, 2001: 2). Ayrıca operasyonel risk, işlemlerin yürütülmesi ve kaydedilmesi aşamalarındaki çeşitli işlem hataları da dâhil olmak üzere; yetersiz ya da başarısız iç kontroller ya da sistem ve hizmetlerde itibar riski, hukuki risk, güvenlik ihlalleri veya doğal afetler gibi borç yöneticisinin borç yönetimi hedeflerini gerçekleştirmek için gerekli faaliyetleri sürdürme kabiliyetini etkileyen bir dizi farklı risk türünü barındırır (WB ve IMF, 2014: 19). Bu riski önceden tahmin etmek zor olduğundan önlem olarak Merkez Bankası bünyesinde bir karşılık hesabı oluşturulabilir (Ateş, 2002: 24).

1.5. Kamu Borç Yönetiminde Aktif-Pasif Yönetimi

Kamu borç yönetimi açısından aktif-pasif yönetimi bir ülkenin varlık veya yükümlülük yapısında piyasalardaki dalgalanmalar sonucu gelecekteki nakit akım yapısında oluşabilecek zıt yönlü değişimleri en aza indirmeyi amaçlayan bir yaklaşımdır (Bal, 2001: 140).

Aktif-pasif yönetimi, riski hesaba katarak bilançonun aktifleri ile pasiflerinin finansal özelliklerini uyumlaştırmaya ve bu şekilde bilanço içinde doğal bir hedge oluşturmaya çalışmaktadır. Buradaki amaç varlıkları minimum risk taşımasını sağlayacak şekilde çeşitlendirirken yükümlülüklerin maliyetinin de aynı şekilde aza indirilmesi ve devlet varlıkları ile yükümlülüklerinin mali özelliklerinin mümkün olduğu kadar birbirine yakın olmasıdır (Currie ve Velandia, 2002: 2-3). Aktif-pasif yönetimi yaklaşımı piyasa risklerinin tanımlanması ve yönetilmesi, hükümetin borç servisi için kullanacağı gelirlerin ve diğer nakit akışlarının finansal karakteristiklerinin analizini kapsamaktadır (Mutlu, 2009: 57).

Kamu, finansal değerlendirme yaparken özel kuruluşlar gibi bilanço ile değil bütçe ile değerlendirme yapmaktadır. Bütçede daha çok nakit hesaplamalar kullanıldığından dolayı genellikle koşullu yükümlülük sorunu ortaya çıkmaktadır, çünkü koşullu yükümlülükler nakit değerle bütçede yer atmamakta ve kısa vadede bütçe açığı mevcut olandan daha küçük gözükmektedir. Bütçenin değerlendirmedeki yetersizliğinden ve çoğu durumda kısa vadede hükümetin uygulamalarını kolaylaştırmak amacı gütmemesinden dolayı daha kapsamlı bir kamu bilançosuna gerek duyulmaktadır. Ayrıca Tablo 2’de görüldüğü gibi kamu bilançosunun geleneksel bütçeden iki önemli farkı söz konusudur. Birincisi, hem aktifler hem de pasifler nakit akışları veya şimdiki değer üzerinden ifade edilebilmektedir. İkincisi, devletin borç geri ödemesine yardım edebilecek öğeler bilançoya dâhil edilirken mali getiri sağlamayan öğeler (milli parklar, kamuya ait binalar gib) hesaba katılmamaktadır. Pasifler tarafında ise en önemli husus koşullu yükümlülüklerin belirlenmesi ve hesaplamada dikkate alınmasıdır (Currie ve Velandia, 2002: 5).

Tablo 2: Devlet Bilançosunun Ana Bileşenleri

Varlıklar	Yükümlülükler
Nakit Yatırımlar ^a	Koşullu Yükümlülükler
Alacak Hesapları	Kamu Borcunun Bugünkü Değeri ^b
Vergi Gelirleri	Kamu Harcamalarının Bugünkü Değeri
Genişletilmiş Krediler	
Kamu İktisadi Teşebbüslerine Yapılan Yatırım ^c	
Altyapı Yatırımları ^d	
Döviz Rezervleri	
<p>a. Merkez Bankasında ve devlet kurumları tarafından işletilen yurtiçi banka hesaplarında mevduatlar; Borç ofisince yatırım yapılan döviz likiditesi.</p> <p>b. Kısa vadeli Hazine bonoları ve diğer devlet iç borçlanma senetleri</p> <p>c. Merkez Bankasında ve özel sektörle rekabet eden devlet şirketlerinde mülkiyet çıkarlarını içerir. Bazı durumlarda, bu hisse senedi tutumu olumsuz olabilir.</p> <p>d. Ticari mülkiyet ve diğer gayrimenkul (ör. Tarım ve ormancılık mülkleri, konut stoku)</p>	

Kaynak: Wheeler, 2004: 83

Aktif-pasif yönetimi yaklaşımının amacı, hükümetin yönettiği çeşitli varlık ve yükümlülük türlerini incelemek ve bu varlıklarla ilişkili mali özelliklerin hükümet

yükümlülüklerinin maliyetini ve riskini yönetmek için bilgi sağlayıp sağlamayacağını araştırmaktır. Bu analiz, varlıkların nakit akışlarının finansal özelliklerinin incelenmesini ve olası şokların borç servis maliyetleri üzerindeki bütçe etkisinin sorunsuz olmasına yardımcı olmak için mümkün olan en iyi özelliklere sahip yükümlülükleri seçmeyi içerir. Bu analiz, borç yöneticilerinin vergi gelirleri ve doğrudan borç portföyünün yanı sıra hükümetin yönettiği diğer varlık türlerini ve borç portföylerini de göz önünde bulundurmasını sağlar. Bu portföylerin etrafındaki ana riskleri değerlendirmek, bir hükümetin bilançosundaki genel riski azaltmak için kapsamlı bir strateji tasarlamasına yardımcı olabilir. Aktif-pasif yönetimi yaklaşımı, hükümetin bilançosunu yönetmek için düşünülen yönetim düzenlemelerini değerlendirmek için yararlı bir çerçeve sunmaktadır (IMF ve WB, 2003: 25).

Aktif-pasif yönetimi analizi borç yönetim ofislerine, borç yönetim stratejisini tasarlamasına ve ödemeler bilançosundaki risklerin azaltmasına yardımcı olmaktadır. Aktif-pasif yönetimi kamu borç yönetimi açısından aktifler ile pasifler arasında eğer varsa mali tutarsızlıklar ve uyumsuzlukların belirlenmesi için önemlidir. Diğer yandan maktu vergiler dışındaki vergilerin ekonomik açıdan saptırıcı etkisi olduğundan aktif-pasif yönetimi vergi yolu ile finansmana başvurulmaması için makul bir yöntemdir.

1.6. Kamu Borç Yönetiminde Nakit Yönetimi

Borçlanmaya ilişkin yaklaşımlardaki önemli değişiklik Hazine işlemlerinin bir diğer unsuru olan nakit yönetimini de etkilemiştir. Borçlanmanın geçici bir finansman aracı olduğu anlayışından uzaklaşmasıyla birlikte nakit yönetiminin borç yönetimiyle entegre bir yapıda ve geleneksel nakit tayinlaması yaklaşımından öte nakit akımlarının uzun dönemler için planlanması ve nakit hareketlerinin etkin yönetimini içerecek şekilde yürütülmesi bir zorunluluk haline gelmiştir (Cangöz ve Balıbek, 2012: 20).

Nakit yönetimi, hükümetin kısa vadeli nakit akışlarını ve nakit dengelerini hem hükümet içinde hem de hükümet ile diğer sektörler arasında maliyet etkin bir şekilde yönetmek için strateji kurmak ve bununla ilişkili süreçler olarak tanımlanabilir. Öncelikli hedef kamu harcamalarının finansmanı ve yükümlülüklerinin yerine getirilmesidir. Ancak, maliyet etkinliği, risk azaltma ve verimlilik gibi ek hedefleri de vardır. Daha spesifik olarak verimli kamu nakit yönetiminin hedefleri şu şekilde sıralanabilir (Williams, 2004: 3):

- Bankacılık sisteminde tutulan atıl bakiye hacminin asgari düzeyde tutulması.
- Operasyonel, kredi ve piyasa riskini azaltmak.
- Hükümetin nakit giriş ve çıkışlarının zamanlamasının eşleşebilmesini sağlamak.
- Diğer finansal politikaları desteklemek.

Devletin etkin nakit yönetimi için sağlam bir temel oluşturması devlet kurumlarının gelir ve harcama akışlarını düzenli olarak tahmin etmesine bağlıdır. Kamu borç yöneticilerinin hem bu tahminlere hem de fiili nakit dengeleri ile karşılaştırmalara erişebilmesi etkin kamu nakit yönetimi için önemlidir. Böylece kamu borç yöneticileri gerekli nakit yönetimi işlemlerinin boyutunu ölçebilir, kamu kurumlarındaki nakit yönetim kalitesini değerlendirir ve gerekirse hükümetin genel borçlanma programını gözden geçirir ve değiştirir (Wheeler, 2004: 39-40).

Borçlanma araçlarıyla nakit ihtiyaçlarını önceden finanse etmek, hükümete sadece atıl dengenin azaltılmasında yardımcı olmamakta aynı zamanda nakit pozisyonunun sürdürülmesini kolaylaştırmaktadır. Bunun yanı sıra, nakit dengesindeki ve Merkez Bankasının kısa dönem faiz oranlarındaki dalgalanmayı ve para piyasasındaki belirsizlikleri azaltmaktadır. Etkin nakit yönetimi, hükümet adına atıl nakit miktarını ve ödemelerini kısararak dolaysız tasarrufun oluşmasını sağlamaktadır. Bu durum, hükümetin borç faiz maliyetlerini minimum seviyeye indirmeye de yardımcı olmaktadır. Etkin nakit yönetimi piyasa ve kredi riskini daha iyi yönetmeye ve izlemeye katkıda bulunmakta, iç borç piyasasında ve borç yönetiminde şeffaflığı ve tahmin edilebilirliği geliştirmektedir (Mu, 2006: 13).

1.7. Kamu Borç Yönetiminde Birincil Piyasaların Önemi

Sermaye piyasası araçlarının ilk kez işlem gördükleri piyasalar birincil piyasa olarak adlandırılmaktadır. Birincil piyasalardaki borç yönetimi işlemleri şeffaf ve öngörülebilir olmalıdır. Çünkü şeffaf ve öngörülebilir durumlarda yatırımcılar için belirsizlik azalacağından dolayı risk maliyeti de düşecektir.

Borç ihracında mümkün olduğunca piyasaya bağlı mekanizmalar kullanılmalıdır. Bununla birlikte borç yöneticileri borçlanma planlarını, değişken piyasa koşullarına göre ayarlamak, borçlanma ihtiyacındaki ya da piyasaya talebinin yapısındaki değişikliklere karşı esnekliğini korumalıdır. Değiştirilen ya da yeni getirilen koşullar kamuoyuna

duyurulmalı ve piyasa aktörleri ile sürekli iletişim halinde olunmalıdır. Böylelikle borç yönetimi değişen şartlara karşı hızlı şekilde tepki verecek konumda bulunur. Birincil piyasada devlet borçlanma senetleri için kamunun fonları artırmaya yönelik genellikle piyasa temelli mekanizmaları kullanmanın en iyi uygulama olduğu ileri sürülmektedir (WB ve IMF 2014: 48).

1.8. Kamu Borç Yönetiminde İkincil Piyasaların Önemi

İkincil piyasalar menkul kıymetlerin ilk kez ihracından sonra ticaretinin yapıldığı piyasalardır. İkincil piyasaların temel fonksiyonları ilgili menkul kıymete likidite kazandırmak ve yeniden fiyatlandırmaktır. Bu fonksiyonları nedeniyle etkin bir ikincil piyasanın varlığı borç yönetimi açısından son derece önemlidir.

İkincil piyasalar, sağladıkları likidite nedeniyle, borçların daha kolay yönetilebilir hale gelmesine neden olmaktadır. Bu piyasalarda üretilen fiyatlar, ihalelerde oluşacak faizleri ve satış miktarını belirlemede borç yöneticilerine önemli bir gösterge sunmaktadır. Böylelikle ikincil piyasada üretilen faiz oranlarına bakarak borç yönetimi ne kadar menkul kıymeti hangi fiyattan satabileceğine doğru olarak karar verebilir. Ayrıca yatırımcılar ikincil piyasalar vasıtasıyla likidite kazanan borçlanma araçlarına daha fazla talep gösterecektir. İkincil piyasalar, büyük miktarda devlet borçlanma senetleri tutan bankaların portföylerini daha rahat idare etmelerine neden olacaktır. Likiditeye ihtiyaç duyduğunda, bankalar portföylerini rahatlıkla satabileceklerdir. Portföy yönetimlerinin esneklik kazanması, bankaların daha fazla devlet borçlanma senedi talep etmelerine neden olacaktır. Talep artışı faiz maliyetinde azalmaya ve vadenin daha kolay idare edilmesine neden olacaktır. Bu piyasaların varlığı yabancı yatırımcıların kamu borçlanma araçlarına daha fazla talep göstermesine neden olacaktır. Yabancı yatırımcılar risklerini daha kolay idare edebilir hale gelecek, ihale dışında da kolaylıkla makul bir fiyattan devlet borçlanma senedi satın alabileceklerdir (Bağcı, 2001: 232-233).

Hükümet yatırımcıların menkul kıymet ticareti konusundaki istekliliğini azaltacak vergilendirme ve düzenleyici engelleri kaldırarak, etkin bir ikincil piyasanın geliştirilmesini teşvik edecek düzenlemeler yapabilir. Bu düzenlemeler, finansal araçlardan düşük faiz oranlarıyla hükümete bağlı fon sağlayan muhtemel düzenlemelerin kaldırılmasını ve finansal araçların yatırımını ve ticaretini bozan vergi politikalarını değiştirmeyi içermelidir (WB ve IMF 2014: 49).

İKİNCİ BÖLÜM

2. KAMU BORÇ YÖNETİMİNİN PARA VE MALİYE POLİTİKALARI İLE KOORDİNASYONU

Kamu borç seviyesinin yüksekliği yalnız borçlanma maliyetlerini ve risklerini artırmamakta aynı zamanda ülkelerin finansal istikrarını ve mali disiplinini de etkilemektedir. Bu sebeple etkin borç yönetimi kurulması bir zorunluluktur.

Kamu borç yönetiminin Merkez Bankasına bağlanarak etkinleştirileceğini savunan görüşler mevcuttur. Bu görüşü savunanlara göre, borçlanma yetkisi yalnızca Merkez Bankası tarafından kullanılmalıdır. Ülkenin dış borçluluk durumuna ve merkezi otorite tarafından kararlaştırılan ve borç servisi için döviz oluşturma kapasitesini dikkate almadan hiçbir kurum ve kuruluşun borçlanmasına izin verilmemelidir. Borç yönetiminin Merkez Bankasınca gerçekleştirilmesinin bir takım sakıncalara sahip olması borç yönetiminin Maliye Bakanlığına bağlanması görüşlerini güçlendirmiştir. Borç yönetiminin Maliye Bakanlığına bağlı olmasını savunan görüşlere göre ise yasal açıdan yalnızca Maliye Bakanı borçlanma yetkisine sahip olmalıdır. Bu bakımdan Maliye Bakanı ve Merkez Bankası gibi diğer kurumların borçlanma hususundaki konumları ilgili yasada tanımlanmalıdır (UNITAR, 1999: 7).

Etkin borç yönetiminin gerçekleştirilmesi için üzerinde durulması gereken husus, borç yönetiminin para ve maliye politikalarından ayrılmasıdır. Kamu borç yönetiminin bağımsız bir politika olarak kabul edilmesi ve para ve maliye politikaları ile koordinasyonunun sağlanması büyük önem arz etmektedir.

2.1. Makroekonomik Politikalar Arası Koordinasyonun Sağlanması

Kamu borç yönetimi, para ve maliye politikalarının uygulanması ve etkileri yalnızca söz konusu politikaların kendi alanları ile sınırlı kalmaz. Uygulanan politikalar sonucunda diğer politikalar üzerinde oluşacak etkinin göz ardı edilmesi, etkinliğin ölçülmesi konusunda yanıltıcı olacak ve zamanla ekonomik istikrarı olumsuz etkileyecektir. Bu nedenlerle politikalar arası koordinasyon kurulması kaçınılmaz bir hal

alır. Politikalar arası koordinasyonun sağlanabilmesi için her bir politikanın amaçlarının ve bu amaçlara ulaşmak için kullandığı araçların açık şekilde belirlenmesi ve diğer otoriteler tarafından kabul edilmesi gerekmektedir.

Kamu borç yönetiminin temel amacı devletin finansman ihtiyacının ve ödeme yükümlülüklerinin mümkün olan en düşük maliyetle orta ve uzun dönemli güvenli bir risk unsuruyla sağlanmasının garanti edilmesidir. Kamu borç yönetimi borç portföyünün kompozisyonunda ve vadesinde değişiklik yaparak amacına ulaşmaya çalışmaktadır.

Para politikası, ekonomik büyüme ve fiyat istikrarı gibi belirli amaçlara ulaşabilmek için paranın elde edilebilirliğini ve maliyetini etkilemeye yönelik olarak alınan kararları ifade eder (Paya, 2013: 450). Para politikası uygulanmasından sorumlu kuruluşlar ise Merkez Bankalarıdır. Para politikası uygulamalarında temel amaç enflasyon olgusuna sebep olmadan yüksek istihdam oranına ulaşmak olarak tanımlanabilir (Mishkin, 2000: 221). Fiyat istikrarı, tam istihdam, iktisadi büyüme, faiz istikrarı, finansal piyasalarda istikrar, ödemeler dengesi olmak üzere para politikasının altı temel amacı vardır. Önceleri para politikası ekonomide bu amaçları aynı anda gerçekleştirmeyi hedeflemekleyen günümüzde öncelikli hedefini fiyat istikrarı olarak belirlemiştir (Karaçor, 2012: 71).

Fiyat istikrarı, para politikasının uzun dönemli büyüme ve istihdam amaçlarına yönelik olarak ekonomik birimlerin karar alma süreçlerinde göz önüne alınmayacak derecede düşük ve istikrarlı bir enflasyon oranının varlığını ifade etmektedir. Fiyat istikrarı günümüzde para politikasının en önemli ve temel amacıdır. Merkez Bankasının bağımsız ve güvenilir oluşu fiyat istikrarını sağlamak için gerekli olan en temel faktördür. Tam istihdam, geniş anlamda ekonomide mevcut üretim faktörlerinin, dar anlamda ise sadece emek faktörünün tamamının üretimde katılması olarak tanımlanmaktadır (Muratoğlu, 2011: 167). Ekonomideki mal ve hizmet üretiminin artması anlamına gelen iktisadi büyüme hem özel ekonomik birimlerin hem de devletin gelirlerinde bir artış meydana gelmesi demektir. Merkez Bankasının faiz istikrarı amacı hem para politikaları hem de finansal piyasalar için önemlidir. Faiz oranlarında istikrarın sağlanması, gerek tüketicilerin gerekse işletmelerin geleceğe yönelik beklentilerinin netleşmesini sağlar. Merkez Bankası kullandığı araçlar ile faiz oranının istikrarlı olmasına dikkat etmektedir (Pınar ve Erdal, 2013: 43). Finansal piyasalarda oluşacak krizler ekonomik dalgalanmalara neden olacağından ekonomide daralma meydana getirecektir (Mishkin, 2000: 86). Bu sebeple

finansal piyasalarda istikrar sağlama Merkez Bankaları için finansal sistemi krizlere karşı korumak adına para politikası uygulamasında önemli bir amaç olarak yerini almıştır. Finansal piyasalarda istikrar sağlamak amacıyla Merkez Bankası finansal sistemdeki hareketleri izlemekte, para miktarını ayarlamakta, menkul kıymet transferleri, ödeme gibi mutabakat sistemleri kurmaktadır. Ödemeler dengesi, bir ekonomide yerleşik kişilerin diğer ekonomilerde yerleşik kişiler ile belli bir dönem içinde yapmış oldukları ekonomik işlemlerin sistematik kayıtlarını elde etmek üzere hazırlanan istatistiki bir rapordur (Terimler Sözlüğü, t.y.: 32). Küreselleşme uluslararası sermaye hareketlerinin yoğunluk kazanmasına ve dış ticaretin artmasına neden olmuştur. Bu durum para politikası amaçları arasında ödemeler dengesinin sağlanmasını öncelikli hale getirmiştir. Buradaki amaç ekonomik dengenin sağlanmasından ziyade, onun iyileştirilmesidir. Merkez bankası amaçlarını yerine getirebilmek için başlıca beş araca başvurmuştur. Bu araçları açık piyasa işlemleri, reeskont oranları, zorunlu karşılıklar, faiz oranları ve döviz kuru olarak sıralayabiliriz.

Maliye politikası, kamu harcamaları ve kamu gelirleri gibi kamu sektörünün mali değişkenlerinin miktar ve bileşiminde politika amaçlarına ulaşmak için yapılan düzenlemeler şeklinde tanımlanabilir (Ulusoy, 2016: 15). Maliye politikasının etkileri, hükümetlerin topladığı gelirler ve yaptığı harcamalara ilişkin aldığı kararlarla bütçede meydana getirdiği değişimler sonucu milli gelir, işsizlik ve enflasyon gibi makro büyüklükler üzerinde ortaya çıkmaktadır (Pınar, 2010: 2).

Maliye politikasının amaçları ülkelerin gelişmişlik seviyesine, benimsedikleri ekonomik sisteme, sosyal ve ekonomik yapısına göre şekillenmesine rağmen genel olarak ekonomik istikrarın sağlanması, ekonomik büyüme ve kalkınmanın sağlanması, gelir dağılımında adalet ve kaynak dağılımında etkinlik olarak sıralamak mümkündür. Ekonomik istikrar hedefinin gerçekleştirilebilmesi için fiyat istikrarı ve tam istihdam koşulunun sağlanması gerekmektedir (Erdem ve diğerleri, 2006: 360). Ekonomik büyümenin hedefi, fiili büyüme oranını eldeki kaynaklar ve etkinlik koşulu ile hedeflenen büyüme oranına yaklaştırmaktır (Önder, 2013: 19). Maliye politikası, kamu harcamaları ile kişi başına düşen milli gelirin sürekli artırılmasında, ekonomik ve sosyal yapının geliştirilmesinde, ekonomik kalkınmanın gerçekleştirilmesinde önemlidir. (Türk, 2008: 19). Gelir dağılımında adaletin kendiliğinden gerçekleşmesinin mümkün olmaması nedeniyle hükümet tarafından maliye politikası kullanılarak gelir dağılımına müdahale

edilmesi sosyal devletin bir gereği olarak kabul edilmektedir (Hazman, 2011: 208). Kaynak tahsisinde etkinlik, piyasa mekanizmasının sağlamada yetersiz olduğu sosyal malların en uygun düzeyde sağlanması için kaynakların tahsis edilmesidir (Akalin, 1986: 8). Maliye politikası otoriteleri bu amaçlara ulaşmak için kamu harcamalarını, kamu gelirlerini ve bütçeyi araç olarak kullanmaktadır. Özellikle maliye politikasının kullandığı araçlar içinde kamu gelirleri ile harcama politikalarının uygulandıkları ülkenin sosyal, ekonomik ve mali yapısı üzerinde yarattığı önemli sonuçlar sebebiyle ayrı bir yere ve öneme sahip olduğu söylenebilir.

Yukarıda anlatıldığı gibi her politikanın hem kendine özgü amaçları vardır ve politikalar kendi amaçları doğrultusunda diğer politikaları etkilemeye çalışmaktadır. Aşağıda belirtilen karşılıklı amaç ilişkisi politikalar arası koordinasyon için temel nedenleri oluşturmaktadır (Hanif ve Arby, 2003: 3):

- Enflasyonist olmayan istikrarlı büyümeyi gerçekleştirmek amacıyla kendi içerisinde tutarlı ve karşılıklı olarak kabul edilen ortak hedefleri olan politikalar oluşturmak.
- Politikaların belirli amaçlarını karşılıklı olarak destekleyici bilgi paylaşımı ve bu amaçlara yönelik politika kararlarının etkili uygulamalarını kolaylaştırmak.
- Hem para ve maliye politikası otoritelerini hem de kamu borç yönetimini sürdürülebilir bir politika benimsemeye zorlamak.

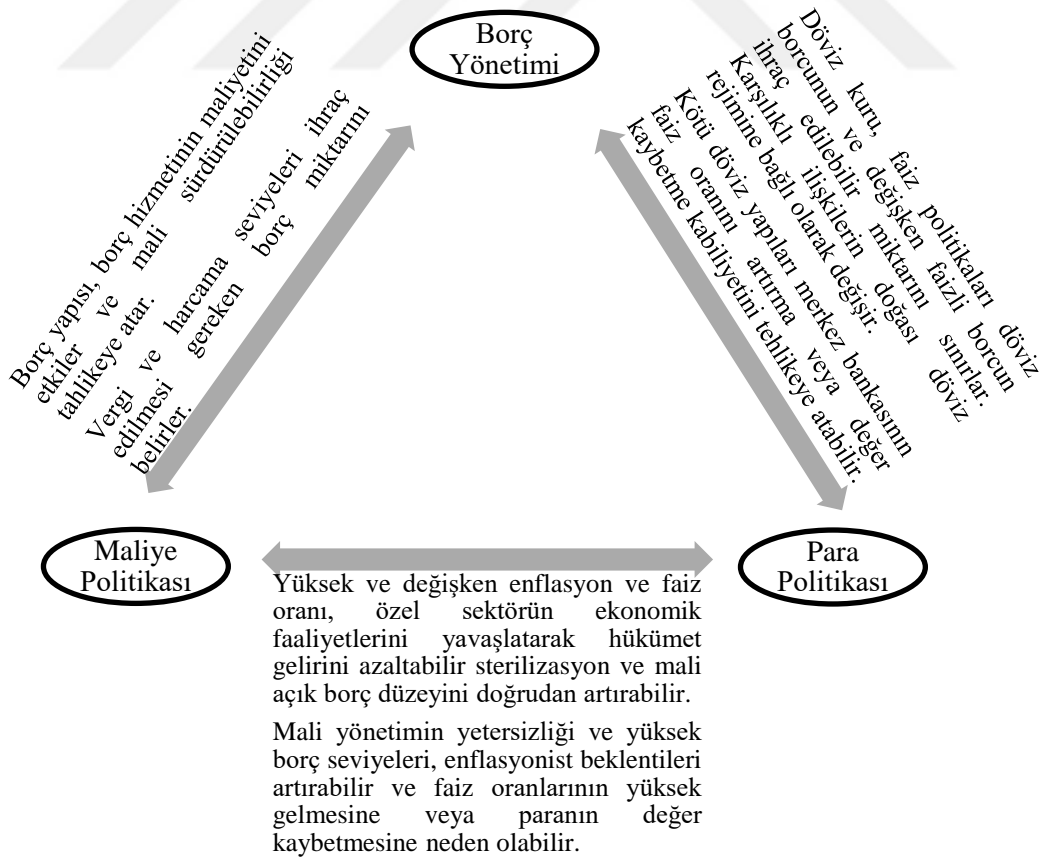
Koordinasyonun temelinde işbirliği, işbirliğinin temelinde de güven esaslı taahhütler yatmaktadır. Koordinasyonun etkin sonuçlar doğurabilmesi için politika otoritelerinin verdikleri taahhütlere sıkı sıkıya bağlı kalmaları gerekir. Bu taahhütlere uyulmaması durumunda oluşturulan koordinasyon beklenmedik sonuçlara neden olabilir. Politikaların koordinasyonu, gücün ve kaynakların kurumlar üstü başka bir birime devredilmesini içeren ve tamamlayıcılık temeline oturtulmuş bir model olarak algılanmalıdır. Ancak, kurumlar arası ilişkilerin tamamen geliştirilip gerekli güven ortamı oluşturuluncaya kadar makroekonomik politikaların koordinasyonu kurumlar üstü bir birimin danışmanlığında yürütülebilir (Halaç, 2007: 32).

Kamu borç yönetimi ile diğer politikalar arasındaki koordinasyon ya kurumlar arasında politikaların planlanması ve uygulanması sürecinde sürekli irtibat kurulması ile ya da etkin, katı kurallar ve prosedürler belirlenerek sağlanabilir. Örneğin, Yeni Zelanda ve

Brezilya gibi ülkeler sağduyulu şekilde kendi mali pozisyonlarını yönetmek için gerekli olan kriterleri ilan etmiştir ve hükümetler bu amaca uygun hazırlanmış olan mevzuatları kabul etmiştir (Wheeler, 2004: 42).

Şekil 2’de borç yönetimi, para ve maliye politikası arasındaki karşılıklı ilişki ve belirlenen politika hedeflerinin diğer politikalar üzerindeki olası etkileri görülmektedir. Zayıf borç yönetimi, borçlanma maliyetlerini aniden artırabileceği gibi borçlanma yükümlülüklerini yerine getirmek için hükümeti planlanan harcamaları kısımaya zorlayabilir. Bunun sonucunda mali otorite mevcut politika seyrini değiştirmek zorunda kalabilir. Tersine zayıf maliye politikası vergi ve harcama politikaları, faiz dışı fazla/bütçe açığı borç miktarını belirlediğinden, borç yönetiminin etkinliğini etkileyebilir. Örneğin, bütçe açığının fazla olması dolayısıyla yatırımcılar daha yüksek bir risk primi talep eder. Bu durum, borç yöneticilerinin istenen borçlanma araçlarını en az maliyetlerle ihraç etmesini ve hedeflenen borç kompozisyonunu elde etmesini zorlaştıracaktır.

Şekil 2: Politikalar Arası Karşılıklı Bağımlılıklar ve Politika Dengeleri



Kaynak: Togo, 2007: 9

Döviz kuru ve faiz politikaları, döviz cinsinden borçlanmayı ve değişken faizli borcu kısıtlayabileceğinden, para politikası da borç yöneticisinin eylemlerini sınırlayabilir. Örneğin, eğer gevşek para politikasının uygulandığı düşünülüyorsa uzun vadeli, sabit oranlı yerel para cinsinden borçlanma zorluğu ortaya çıkacaktır. Böyle bir borçlanma için ya yüksek maliyete katlanmayı göze almak ya da döviz cinsinden veya borçlanma faiz oranının enflasyon veya kısa vadeli faiz oranına endeksli olduğu değişken faizli veya kısa vadeli borçlanmaya yolunu seçmek gerekmektedir. Döviz cinsinden veya kısa vadeli veya değişken faizli borçlanmanın yapıldığı durumda, Merkez Bankası faiz artıramaz veya devalüasyon yapamaz, çünkü böyle bir durumda borç krizi daha da kötüleşecektir.

Ayrıca para ve maliye politikası, yüksek ve değişken enflasyon ve reel faiz oranları, özel sektörün ekonomik faaliyetini yavaşlatarak hükümet gelirini azaltabileceği ve Merkez Bankası sterilizasyonunun ve mali bütçe açıkların doğrudan borç seviyesini artırabileceği için birbirine bağlıdır. Zayıf mali yönetim ve yüksek borç seviyeleri, enflasyonist beklentileri artırabileceği ve reel faiz oranlarının yükselmesine veya değer kaybetmesine neden olabileceği için para politikası hedeflerini tehlikeye atabilir (Togo, 2007: 10).

Bu üç politika arasındaki çatışmaya genel bir örnek verebiliriz. Merkez Bankası enflasyonist eğilimlerin hissedildiği dönemlerde para arzını ve kredileri kısıcı ve yüksek faizli sıkı para politikası izlemeyi tercih eder. Bu durumda, hükümet açık bütçeli bir maliye politikasıyla izlenen para politikasını etkisiz hale getirebilir ya da Merkez Bankası piyasada yüksek faiz politikası izlerken Hazine borç yönetimi politikası olarak faiz giderlerinden tasarruf sağlamak amacıyla kısa süreli borçlanmaya gitmeyi uzun süreliyle tercih eder. Bu durum para akışını hızlandıracağından enflasyonist etki yapar. Bu durumda bir çatışma söz konusu olmaktadır. Yine enflasyon dönemlerinde bütçe fazlalığı varsa, Hazine borçların erken ödenmesine başvurabilir ki bu da genel anlamda enflasyonu daha da kamçılayıcı etki yapar.

Politika yapıcılarının tam bilgiye sahip olmalarını sağlamak için tam bir bilgi değişimi gereklidir. Bilgi değişimi ile desteklenen koordinasyonlar, geçmiş dönem tartışmalarının kayıtlarıyla gerçek ekonomik sonuçları kıyasladığı ölçüde, hem politika yapıcılarının yaptıkları ile yapmayı taahhüt ettikleri hem de ülkeye biçtikleri modelin anlamlı olup olmadığı konusunda gerçekliğin sınanması faaliyetidir. Özellikle süreklilik arz eden istikrar programlarında bilgi alışverişi oldukça önemlidir (Dobson, 1991: 45).

Koordinasyon dar anlamda ülkelerin ulusal ekonomi politikalarının fiyat istikrarını tehlikeye atan uygulamalarının sınırlandırılmasıdır. Geniş anlamda ise ülkeler için ortak politik amaçlarının ortaya çıkarılması ve onlara ulaşılması için gerekli uygulamaları kapsamaktadır (Carracedo, 2008: 223). Bu bağlamda politika koordinasyonunun, ulusal boyutta uygulanan politikaların birbiri ile çelişen uygulamalarının azaltılması için her politikaya yönelik olarak ortaya konan kuralların yanı sıra, ülkenin dâhil olduğu uluslararası entegrasyonlar ve bu entegrasyona üye ülkeler çerçevesinde değerlendirilmesi gerekmektedir.

2.1.1. Kamu Borç Yönetiminin Para Politikası ile Koordinasyonu

Kamu borç yönetimi ile para politikası koordinasyonunun sağlanması hem gelişmiş hem de gelişmekte olan ülkeler açısından son derece önemlidir. Çünkü bu politikalar arasında koordinasyonun olmaması ekonomik istikrarsızlıkları artırmakta bu istikrarsızlıkların artması ise alınacak politika önlemlerinin başarısını zayıflatmaktadır (Tandırcıoğlu, 2004: 104).

Kamu borç yönetimi ile para politikası arasındaki ilişki amaç önceliği açısından çelişkiler doğurabilmektedir. Kamu borç yönetimi borç maliyeti ve risk hedeflerinin tehlikeye girmesini, para politikası ise borç yönetiminin faaliyetlerinin fiyat istikrarı hedefine zarar verecek nitelikte olmasını istememektedir (Storkey, 2001: 8). Kamu borcunun maliyetini düşürme isteğinin mutlaka uzun vadede para politikasını fiyat istikrarı hedefinden uzaklaştıracağı düşünülmekteydi. Bu görüşe paralel olarak borç yönetiminin Merkez Bankası bünyesinde ayrı bir birim olarak faaliyet göstermesinin yeterli olamayacağı, böyle bir tercihin her iki politikanın optimal strateji belirlemesine engel olacağı belirtiliyordu. Bu sebeple birçok ülkede en iyi çözümün iki politikanın bir birlerinden bağımsızlaştırılması ve aralarında etkin bir koordinasyonun kurulması olduğuna karar verilmiştir (Currie ve diğerleri, 2003: 12-13).

Ekonomik büyüme, fiyat istikrarı, kamu borç maliyeti gibi göstergelerin hedeflenen düzeyde olmasında para politikası otoritesinin ve kamu borç yönetiminin politikalarının ve hedeflerinin net ve uyumlu olması büyük rol oynamaktadır. Bu bağlamda kamu borç yönetiminin para politikası içinde fiyat istikrarına yönelik bir politika aracı olarak kullanılmasının önüne geçilmesi öncelikli koşullardan biridir. Birçok ekonomide Merkez Bankasının kamu borç yönetimindeki yetkileri elinden alınmıştır. Ancak iki politikanın

kısa sürede tamamen birbirinden ayrılması kolay değildir. Kamu borç yönetimi ayrı bir politika olarak kabul edildikten sonra da Merkez Bankası kamu borç yönetiminin faaliyetleri için altyapı hizmetleri sunmaya devam etmektedir. Kamu borç yönetiminin bağımsızlaştırıldığı, fakat belli işlemlerin para politikası kurumu birimlerince gerçekleştirildiği durumda kesin anlaşmalarla bu işlemlerin para politikasının amaçları ön planda tutularak gerçekleştirilmemesi sağlanmalıdır. Aynı şekilde para politikası otoritesine borç maliyetinin düşmesine ve özel sektör harcamalarının artmasına yönelik baskı uygulanmaması da (kısa vadeli faiz oranlarını düşük tutmak suretiyle) fiyat istikrarı açısından önemlidir. Başka bir önemli husus da kamu borç yönetiminin nakit işlemleri gerçekleştirdiği zaman bunun para politikası otoritesi ile yapılan bir anlaşma çerçevesinde gerçekleştirilmesidir (Currie ve diğerleri, 2002: 8-9).

Birincil ve ikincil piyasaların gelişmişlik düzeyi para politikası ile kamu borç yönetimi arasındaki koordinasyona etki eden önemli bir başka konudur. İkincil piyasanın gelişmiş olduğu ekonomilerde para politikası ikincil piyasada işlem gerçekleştirmektedir. Devlet finansman ihtiyacını ise birincil piyasadaki işlemler ile karşılamaktadır. İkincil piyasanın gelişmediği yani borç yönetiminin ve para politikasının birincil piyasada faaliyet gösterdiği ekonomilerde bu iki politika arasındaki çizgi belirsizleşmekte ve işlemleri birbirlerini büyük ortanda etkilemektedir. Hükümetin Merkez Bankasından borçlanarak harcamalarını finanse ettiği durumlarda iki politika arasındaki ilişki daha da karmaşık bir hal almaktadır. Hükümetin Merkez Bankasından borçlanarak piyasaya likidite sağlaması aynı anda hem kamu borç yönetimini hem de para politikasını doğrudan etkilemektedir (Wheeler, 2004: 44).

Kamu borç yönetimi ve para politikası arasında koordinasyon yoksa para otoritesinin piyasaya doğrudan faiz oranlarını belirlemek veya kredi limitleri getirmek yoluyla müdahale ettiği durumlarda büyük ekonomik maliyetler ortaya çıkar. Bu tür doğrudan müdahalelerin yapılması kısa vadede amaca ulaşılmasına yardım etse bile uzun vadede kaynak dağılımını bozucu etki göstermekte, likidite bolluğuna, tahvil ve bono piyasasının gelişiminin engellenmesine, yatırımların kontrolün daha gevşek olduğu piyasalara yönlenebilmesine neden olacak saptırıcı etkiler doğurmaktadır (Alexander ve diğerleri, 1996: 14-15). İki politika arasındaki koordinasyon devletin daha sıkı düzenlemeler yapmasının, kamu kâğıtları için tekeli piyasalar oluşturmasının ve yüksek enflasyon tehlikesinin önüne geçebilir. Bu koordinasyon dâhilinde dolaylı müdahalelerin

kullanılması finans sektörünün gelişmesini, para politikalarının daha esnek olmasını ve finansal şoklara daha çabuk ve etkin tepki verilmesini sağlayacaktır (İsmayılov, 2012: 119).

Kamu borcunun sürdürülebilirliği ve borç yönetiminin kredibilitesi para politikasını doğrudan etkileyen unsurlardandır. Örneğin, borç stokunun yüksek olduğu ve sürdürülebilirliği ile ilgili şüphelerin olduğu ortamda faiz oranları yükselecek, yüksek faiz oranları, sermaye hareketleri serbest olduğunu varsayarsak, ülkeye para girişini hızlandıracak ve bu da para politikasının piyasaya müdahalesini gerektirecektir (Laurens ve De La Piedra, 1998: 14).

Enflasyon baskısı ve enflasyon beklentisinin yüksek olması dolarizasyona, bu da iç borç piyasasında derinliğin kaybolmasına ve borç yönetiminin yerel para cinsinden uzun vadeli borçlanmasını zorlaştırmaktadır. Bunun önüne geçmek için bazı ülkeler (Kolombiya) açık piyasa işlemlerinde Merkez Bankasının sadece kamu kâğıtları ile işlem yapmasını zorunlu kılmıştır. Bazıları bütçe açığının finansmanının doğrudan Merkez Bankasından sağlanmasını yasaklarken bazıları ise (Kenya, Sri Lanka ve Zambiya) Merkez Bankasının birincil piyasada kamu kâğıtları almasına izin vermemekte ve tahvil ve bono piyasası ile para piyasasını geliştirmeye çalışmaktadır (WB, 2007: 40).

Para politikasının kullandığı politika araçları kamu borç yönetimi üzerinde etkilidir. Kamu borç yönetimi için uygun olanı para politikasının açık piyasa işlemlerinde kendi kâğıtları yerine Hazine bono ve tahvillerini kullanmasıdır. Bu durum hem piyasada kamu kâğıtlarının likiditesi artıracak hem de finansal piyasaların gelişmesine yol açacaktır. Merkez Bankasının kendi kâğıtlarını ihraç ettiği durumda bile koordinasyon gereklidir çünkü Merkez Bankası fiyat istikrarını tehlikeye atmamak adına yüksek faiz kullanarak piyasadan likidite çekmeye çalışırken, maliye politikası düşük faizle borçlanma maliyetini düşürmeye çalışacaktır. Bu rekabet her iki politika için de ihraçların maliyetini artıracaktır. Reeskont oranı ve munzam karşılık oranı da kamu kâğıtlarına olan talebi etkileyen diğer unsurlardır. Merkez Bankası bu iki oranla piyasada kamu kâğıtlarının likiditesini ve kamu kâğıtlarına olan talebi belirleyebilmektedir (Hawkins, 2004: 5-7).

Hazine ve Merkez Bankası arasındaki koordinasyonun derecesi, ekonominin içinde bulunduğu finansal reform süreci aşamasına ve bütçe açığının yapısına bağlı olarak değişmektedir. Tablo 3’de görüldüğü gibi mali sektörde reform sürecinin başlangıç

aşamasında bütçe açığı da devresel ise sorun örgütsel bazda çözülmeye çalışılmaktadır. Eğer sorun kronik ise örgütsel yaklaşım yanında borç yönetim komitesi ile yakın koordinasyon gerekmekte, eğer reform süreci ikinci aşamada ve açıklar kronik ise bilgilerin paylaşımı ve sürekliliği, Merkez Bankasından borç yönetimini destekleyici müdahalelerin olduğu bir yapı, fakat aynı piyasada faaliyette bulunmanın getirdiği problemler ile karşılaşmakta, reformların ileri aşamasında ise daha kurumsal ve Hazinesinin uzun vadeli borçlanmaya gittiği bir yapı ortaya çıkmaktadır.

Tablo 3: Koordinasyon Matriksi

Mali Sektör Reform Süreci	Bütçe Açığının Yapısı	Koordinasyon Derecesi ve Problemler
Başlangıç Aşaması	Küçük Devresel	<ul style="list-style-type: none"> ▪ Koordinasyon sorununa örgütsel yaklaşım.
Başlangıç Aşaması	Kronik	<ul style="list-style-type: none"> ▪ Örgütsel yaklaşım, ▪ Borç yönetim komitesi ile çok yakın koordinasyon.
İkinci aşama	Kronik	<ul style="list-style-type: none"> ▪ Nakit akım ve likidite tahmini ile bilgilerin paylaşılma zorunluluğu ve sürekliliğin sağlanması. ▪ Duyarlı koordinasyon yapısı. ▪ Aynı piyasada Hazine ve Merkez Bankasının bulunması. ▪ Merkez Bankasından borç yönetimini destekleyici müdahaleler.
İleri aşama	Küçük	<ul style="list-style-type: none"> ▪ Bağımsız Merkez Bankası para piyasası operasyonlarını yürütürken, Hazinesinin uzun vadeli olarak borçlanması

Kaynak: Emil ve Gelberi, 1996: 55

Birçok ülkede para politikası ile borç yönetim politikasının uyumlu bir şekilde yürütülmesi zor olabilmektedir. Ancak, Yeni Zelanda bu iki politikanın koordinasyon

içinde yürütülmesini sağlayan ülkeler arasındadır. Bunun sebebi ise her iki politikanın sınırlarının iyi bir şekilde kanunlarla tanımlanmasıdır. 1997 yılından itibaren Yeni Zelanda'nın kamu borçlarında ciddi azalışlar yaşandığı görülmektedir. Alanında başarılı olan Yeni Zelanda Borç Yönetim Ofisi para ve borç yönetimi politikalarının koordinasyonu ve etkin borç yönetimi ile iyi bir örnek teşkil etmektedir (WB, 2007: 38).

2.1.2. Kamu Borç Yönetiminin Maliye Politikası ile Koordinasyonu

Kamu borç yönetimi ile maliye politikası arasında belli bir risk yönetimi çerçevesinde ve seçilmiş hedefler doğrultusunda borç stokunun maliyetinin düşürülmesi ve borç stokunun sürdürülebilir düzeylerde kalmasını sağlamak gibi bir ortak amaç söz konusudur. Borç yönetiminin operasyonel bağımsızlığa sahip olduğu durumlarda bu ortak amaçlara uygun olmayan politikaların uygulanmaması için koordinasyon sağlanması ve politika otoritelerinin merkezi hükümeti bilgilendirmesi önemlidir.

Devletin günlük harcamaları, bu harcamaların günlük finansmanının temin edilmesi ve nakit dengeleri maliye politikası ile borç yönetimi koordinasyonunun önemli bir gerekliliğidir. Bu koordinasyon piyasaya sürülecek veya piyasadan çekilecek likidite miktarına karar verilebilmesinde avantaj sağlamaktadır. Kamu borç yönetimi ve maliye politikası arasında devletin mali kararlarının ve finans piyasalarındaki aktivitelerinin ne tür etkiler doğuracağı ve kamu iktisadi teşebbüsleri (KİT) konusunda bilgi alış verişi bu faaliyetlerin etkinliği açısından önemlidir (Laurens ve De La Piedra, 1998: 27).

Politikalar arası işbirliğinin borç yönetimi açısından başka bir avantajı da maliye politikasının döviz rezervi yönetimindeki tecrübesidir. Bu tecrübe ve altyapı sayesinde özellikle gelişmekte olan ülkelerde döviz cinsinden borçlanmayı çoğunlukla Merkez Bankası gerçekleştirmektedir. Gelişmiş ülkelerde ise ya döviz cinsinden borçlanmaya hiç başvurulmamakta ya da minimum düzeyde tutulmaktadır (Wheeler, 2004: 33). Kamu borç yöneticileri için yabancı para cinsinden borçlanmanın gerekliliği ve borç portföyünde yaratacağı risk, döviz rezervleri de göz önünde bulundurularak önemle üzerinde durulması gereken bir konudur.

Kamu borç yönetimi ile maliye politikası arasındaki koordinasyonun sağlanması açısından önem arz eden başka bir konu benimsenen stratejilerin kapsadıkları dönemdir. Hem borç yönetiminin hem de maliye politikasının stratejileri belirlerken orta vadeden

uzun vadeye doğru bir strateji ve hedef belirlemeleri gerekmektedir. Her iki otorite de stratejilerini kısa vadeli hedeflere yönelik belirlediği zaman etkinsizlik ve yüksek ekonomik maliyet, herhangi biri belirlediği zaman ise hem etkinsizlik, hem de uyumsuzluk ortaya çıkmaktadır. Örneğin, maliye politikası ideal olarak orta ve uzun vadeli ufuk için formüle edilmesine rağmen uygulamada bazı ülkelerde (Kosta Rika, Lübnan, Pakistan ve Sri Lanka), yıllık bütçe döngüleri esas alınmıştır. Hükümetler, kısa vadede bütçe sonuçlarını yönetirken orta vadede riskin artması pahasına borç yöneticilerinin cari bütçe dönemindeki maliyetleri düşürmesi yönünde baskı oluşturmuştur. Bu ülkelerde resmi bir borç yönetim stratejisinin olmaması, bu tür kısa vadeli baskıların hâkimiyetini kolaylaştırmış ve borç portföyünün risk profilinin bozulmasına neden olmuştur. Yüksek borçlanma ihtiyacı ve yüksek faiz oranları maliye politikasının kamu borç yönetimi üzerinde kısa vadeli borçlanması için baskı uygulaması ile birleşince borç maliyeti sert bir şekilde artmaktadır. Örneğin, böyle bir ortamda Sri Lanka'da 2001-2002 yıllarında borç geri ödemelerinin maliyeti %59 oranında artış göstermiştir (WB, 2007: 36-37).

Kamu borç yönetiminin maliye politikası ile koordinasyonunda en önemli hususlardan biri de borcun vergi politikasına olan etkisidir. Borcun miktarı ve yapısı vergilendirmeyi yakından ilgilendirmektedir. Kamu borçlanması vergiden vazgeçildiği anlamına gelmediği için borçlanırken verginin bugünkü değerinin dikkate alınması önemlidir (Barro, 1999: 281).

Borç stokunun GSYH'ya oranının yüksek olması, borç stokundaki büyümenin GSYH'nın büyümesinden daha yüksek olması ve borç stoku içinde kısa vadeli borçların oranının büyük olması borç yönetiminin kredibilitesi ile ilgili sorunlara yol açmaktadır. Bu sorunların giderilmesi için en etkin çözüm maliye politikasının devreye girmesi ve faiz dışı bütçe hedefine yönelik strateji belirlemesidir.

Ekonomide artan reel faiz oranı ve uzun süreli mali açıkların sermaye stokunda yavaşlamaya dolayısıyla düşük bir büyüme oranına neden olmaktadır. Gerçek ücretler, emeğin marjinal ürünü azaldığında gerilemektedir. Yabancı yatırımcıların yurtiçi varlıklar üzerindeki getirilerinden paylarını arttırmaları nedeniyle, milli gelir artışı da yavaşlamaktadır. Bu nedenle daha yüksek kamu borcu seviyeleri ekonominin ekonomik ve finansal şoklara karşı savunmasızlığını artırmakta, faktör gelir dağılımını değiştirmekte ve

politika yapıcıların mali politika taleplerini, yapısal değişikliklere bağlı olarak yönetme kabiliyetini azaltmaktadır (Wheeler, 2004: 27).

Kamu borç yönetimi ve maliye politikası otoriteleri çeşitli alanlarda birbirini etkilemektedir. Her iki otorite de genellikle kamu borcunun sürdürülebilir şekilde büyümesi, kamu sektörü borcunun aşırı seviyesini azaltmak için güvenilir mali strateji sağlaması, kamu borç yönetimi için bir risk yönetimi yapısı ve hedefler geliştirme ile ilgilenir. Borç yöneticileri ortaya çıkan borç sürdürülebilirlik sorunlarıyla ilgili olarak hükümete zamanında bilgi vermelidir.

Borcun sürdürülebilirliğinin sağlanmasına ilişkin sorumluluk mali otoritelere ait olmakla birlikte, borç yöneticilerinin borç portföyü için yaptığı maliyeti ve risk analizi, mali otoritelerin borç sürdürülebilirlik analizi için yararlı bilgiler sunabilir. Ayrıca, borç yöneticileri hükümet adına mali piyasalarda borçlanma yoluyla bu borcun kompozisyonunun belirlenmesinde önemli bir rol oynamaktadır. Bu nedenle borç yönetimi otoriteleri piyasa katılımcılarıyla doğrudan temas halindedir. Birinci ve ikincil piyasada yatırımcı davranışlarını gözlemlemeler ve piyasa katılımcıları ile görüşmeler yapar böylece yatırımcının bu borcu elinde tutma isteğine ilişkin yararlı bilgiler sağlayabilir. Yatırımcıların görüşlerine ilişkin bu gözlemler mali otoritelerin sürdürülebilirliği değerlendirmeleri sırasında yararlı bir girdi olabilir ve politika otoritelerinin yeni çıkan borç sürdürülebilirlik kaygısını belirlemelerine yardımcı olabilir. Bu nedenle borç yöneticileri, borç portföyü maliyet ve risk analizinden ilgili göstergeleri çıkarmalı ve finansal piyasa katılımcılarının hükümetin borcunun sistematik biçimde sürdürülebilirliği hakkında görüşlerini toplamalı ve analiz etmelidir. Ayrıca bu bilgileri mali otoritelerle zamanında paylaşabilecekleri uygun iletişim kanallarına sahip olmalıdır (IMF ve WB, 2003: 12-13).

Kamu borç yönetimi ve maliye politikası arasındaki koordinasyon günlük nakit yönetimi gerektirmektedir. Bankacılık sistemi ve hükümet arasındaki net nakit akışlarının boyutlarını belirlemek amacıyla gelir akışının ve bakanlığın günlük güvenilir harcama tahminlerine ihtiyaç vardır. Bu tahminler, enjeksiyonun boyutunu belirlemek için kamu nakit yöneticilerine ya da para politikası yapısını korumaya yardımcı ve bu nakit akışını tarafsız çalıştırmak için gerekli likiditenin stopajında imkân tanımaktadır (Wheeler, 2004: 32).

Koordinasyon sürecinde borç yönetimi açısından belli dönemlerde uygulanan sıkı maliye politikasının başarısı iki kriterden birine göre ölçülebilir. Bunlardan birincisi, sıkı maliye politikasının uygulanmaya başladığı yıldan sonraki üç yıl boyunca faiz dışı bütçe dengesinin GSYH'ya oranı ortalamasının sıkı maliye politikasının uygulanmaya başladığı yıldaki faiz dışı bütçe dengesinin GSYH'ya oranından en az 2 puan düşük olmasıdır. İkinci kriter, sıkı maliye politikasının uygulanmaya başladığı yıldan sonraki üç yıl boyunca kamu borç stokunun GSYH'ya oranı ortalamasının sıkı maliye politikasının uygulanmaya başladığı yıldaki kamu borç stokunun GSYH'ya oranından en az 5 puan düşük olmasıdır (Alesina ve Perotti, 1996: 12).

2.1.3. Seçilmiş Ülkelerde Politikalar Arası Koordinasyon Uygulamaları

1980'li yıllara kadar birçok ülkede kamu borç yönetimi para politikasının bir uzantısı olarak kabul edilmekteydi. 1990'lı yıllardan itibaren ise kamu borç yönetimi ayrı bir politika olarak görülmeye başlandı (Currie ve diğerleri, 2003: 11). Günümüzde kamu borç yönetiminin para veya maliye politikasının aracı olarak görülmeye devam edildiği ülkeler varken ayrı bir politika olarak görüldüğü ülkelerde mevcuttur. Değişen kamu borç yönetimi anlayışıyla birlikte kamu borç yönetimi, para ve maliye politikaları koordinasyonuna dair düzenlemeler yapılan bazı ülkeler aşağıda yer almaktadır.

2.1.3.1. Brezilya

Brezilya'da 1991 Anayasası ile Merkez Bankası'nın para ve döviz kuru politikasından sorumlu bağımsız bir kurum olduğu Maliye Bakanlığı'nın ise maliye politikasından sorumlu olduğu açıkça belirtilmiştir. Borç yönetimi ise, Kamu Kredisi Genel Müdürlüğü bünyesinde yer almaktadır. Politikalar arası koordinasyon sürecinde Brezilya'da atılan önemli bir adım çıkarılan Mali Sorumluluk Kanunu ile 2002 yılı Mayıs ayından itibaren Brezilya Merkez Bankası'nın kendi menkul kıymetlerini ihraç etmesinin yasaklanmasıdır. Para politikası, Hazine bonosu ile ikincil piyasa işlemleri yoluyla yürütülmektedir (Medeiros, 2012: 18). Bu sayede makroekonomik politikalar arasındaki şeffaflık artmaktadır.

Para politikası, borç yönetimi ve makroekonomik gündeme ilişkin olarak Merkez Bankası ile koordinasyonu gerektiren konular, Maliye Bakanlığı'nın üye olduğu Merkez Bankası Yönetim Kurulu'nun iki haftada bir düzenlenen toplantıları ile bir araya gelinerek

tartılmaktadır. Merkez Bankası ayrıca iç borç piyasasının uyumlaştırılmasından ve temizlenmesinden sorumludur ve bu da iç borç yönetiminde mali ve parasal otoriteler arasında koordinasyonu gerektirmektedir. Bu koordinasyonun sağlanması için Merkez Bankası'ndan iki yetkili, borç yönetimi ve borç verme programına ilişkin esasları belirleyen Borç Danışma Komitesi'nin üyeleri arasında yerini almaktadır (IMF ve WB, 2003: 36).

2.1.3.2. Hindistan

Hindistan Merkez Bankası, hükümetin pazarlanabilir iç borcu için borç yöneticisi olarak görev yapmaktadır. Hindistan Merkez Bankası aynı zamanda para yönetiminden de sorumlu olduğu için özellikle piyasa faiz oranlarına göre borçlanma programının yapılması açısından para ve borç yönetimi politikaları arasında koordinasyona ihtiyaç duyulmaktadır. Bütçenin hazırlandığı sırada, Hindistan hükümeti ile Merkez Bankası arasında, merkezi hükümetin piyasa borçlanma programının genel büyüklüğü ve toplam piyasa borçları üzerine istişareler yapılmaktadır (Giavazzi ve Missale, 2004: 19).

Borç yönetimi ile para ve maliye politikaları arasındaki koordinasyon; piyasaların, likiditenin ve ortaya çıkabilecek diğer mali hususların değerlendirilmesi için günlük olarak toplanan Hindistan Merkez Bankası bünyesindeki Finansal Piyasalar Komitesi ve borç yönetimi görevlilerinin katılımı ile en az ayda bir kez toplanan Nakit ve Borç Yönetimi Daimi Komitesi ile gerçekleştirilmektedir. Mali Sorumluluk ve Bütçe Yönetimi Kanunu'na göre Hindistan Merkez Bankası'nın birincil piyasaya katılımı ortadan kaldırılmıştır. Bu borç yönetiminin para politikasından ayrı tutulmasının ilk adımı olarak algılanmaktadır. Bu adımın atılması ile düşük bir mali açık hedefi, hükümet borçlanmalarının finansal piyasalarda bozucu etki yapmaması ve borç yönetiminin Merkez Bankası'ndan ayrılması sırasında yumuşak bir geçiş yapması için gerekli ön koşul olarak kabul edilmiştir. Mali Sorumluluk ve Bütçe Yönetimi Kanunu ile finansal piyasaların geliştirilmesi, yeni araçların entegrasyonu ve katılımcılara sunulması ve kurumsal altyapının güçlendirilmesi konularında önemli ilerleme kaydedilmiştir (IMF ve WB, 2003: 68).

2.1.3.3. İtalya

Maliye ve para politikaları ile borç yönetimi faaliyetleri arasındaki koordinasyon, İtalyan makamları için öncelik taşımaktadır. Kanunlar ile görevler, sorumluluklar ve

uzmanlaşmanın farklı kurumlar arasında paylaşılması açıkça belirtilmiştir. Kamu Borç Müdürlüğü, kamu borcunun verilmesi ve yönetilmesinden sorumlu iken Hazine Bakanlığı, devlet Hazinesinin yönetiminden ve merkezi hükümetin finansman ihtiyaçlarının izlenmesinden sorumludur.

Avrupa Birliği (AB)'nin tüm üyeleri için olduğu gibi borç yönetiminin İtalya'daki para politikasıyla koordine edilmesi konusu Maastricht Antlaşması çerçevesinde şekillenmiştir. Anlaşma, birincil piyasada devlet iç borçlanma senetleri satın alarak, devlet açığını finanse eden para otoritelerine karşı bir yasak oluşturmaktadır. Anlaşmanın bu hükmü 1993 yılında ulusal mevzuatta yansıtılmış ve bunun sonucunda İtalya Merkez Bankası'nın devlet tahvil ihalelerine katılmasını yasaklanmıştır. Yasal çerçeve, para politikası ve borç yönetimi hedeflerinin ve hesap verebilirliğinin tam bir şekilde ayrılmasını sağlamaktadır. İtalya Merkez Bankası, hükümetten tamamen bağımsızdır ve herhangi bir müdahale olmadan faaliyetlerini yerine getirmektedir (IMF ve WB, 2003: 97-98).

2.1.3.4. Yeni Zelanda

Yeni Zelanda, 1994 yılında Mali Sorumluluk Kanunu'nu kabul etmiştir. Merkez Bankası'nın sadece para politikasından sorumlu olduğu, Maliye Bakanlığı'nın ise makro ve mikro ekonomik değişkenler üzerinde (örneğin kamu harcamaları, gelirleri gibi) düzenleme ve uygulama yapmaya yetkili kılındığı ve borç ofisine düşük maliyetle piyasalardan borçlanarak, piyasadaki istikrarı sağlama görevi verildiği hükmüne bağlanmıştır. Hükümet, Kanun'da geçen borç yönetimi ilkelerine uygun hareket etmektedir. Bu ilkeler, borcu ihtiyatlı bir seviyeye indirmeyi ve bu seviyede tutmayı, mali risk yönetimi konusunda ihtiyatlı olunmasını ve makul ve öngörülebilir vergi oranlarının uygulanmasını içermektedir (Wheeler, 1996: 15). Kanun ihtiyatlı bir borç seviyesi tanımlamamaktadır. Daha ziyade her hükümet ihtiyatlı gördüğü borç seviyesini kendisi belirler ve kamuoyuna açıklar. Bununla birlikte mevcut resmi brüt borç hedefi ekonomik döngü boyunca ortalama olarak GSYH'nin yüzde otuzudur (IMF ve WB, 2003: 156).

Borç ofisinin kurulması ile borç yönetimi Merkez Bankasının para politikası uygulamasından bağımsız hale gelmiştir. Yeni Zelanda Borç Yönetim Ofisi devlet borçlarını verimli şekilde yönetmekten sorumludur. Merkez Bankası ise para politikası oluşturması ve uygulamasından sorumludur. İki otorite arasındaki yakın ilişki sözleşmeler

ile sürdürülmektedir. Bu sözleşmeleri, döviz müdahalesi de dâhil olmak üzere her iki otoritenin sorumluluklarını açıkça tanımlar nitelikte yapılmaktadır. Merkez Bankası, borç ofisinin iç piyasadaki ihraç aracı, kayıt memuru ve ödeme acentesi görevini görür. Ofis adına borçlanma kâğıtlarının ihalelerini yapar. Ancak Ofis bu araçlarla ilgili tüm fiyatlandırma ve diğer koşulları kendisi belirlemektedir (Currie ve diğerleri, 2003: 21). 1994 Mali Sorumluluk Kanunu Yeni Zelanda'da maliye politikalarının, kamu borç politikalarının temel ilkelerini belirlemenmiş ve hükümetin düzenli olarak kısa ve uzun dönemli mali amaçlarını ilan etmesini gerektirmiştir. Kanun; mali strateji raporlarının, ekonomik ve mali güncelleştirmelerin yayınlanmasını zorunlu hale getirmiştir (Wheeler, 1996: 16).

2.2. Makroekonomik Politikalar Arası Koordinasyonun Önemi

Makroekonomik politikaların ortak amacı ekonominin enflasyonist bir etki yaratmayacak şekilde büyümesini sağlamak ve sürdürmektir. Bu sebeple kamu borç yönetimi, para ve maliye politikaları arasında yakın bir ilişki söz konusudur ve politikalar arası koordinasyonun sağlanması önem arz etmektedir. Etkin bir koordinasyonun yokluğu finansal istikrarsızlıkların ortaya çıkmasına, yüksek faiz oranlarına, döviz kuru baskısına, enflasyonun artmasına ve ekonomik büyümenin olumsuz etkilenmesine neden olur (Laurens ve De La Piedra, 1998: 5).

Kamu borç yönetiminin diğer makroekonomik politikalarla koordinasyon sağlanmasının gerekçelerinin başında; bu üç politikanın kamu borçlanmasına ve kamu borç stokuna yaklaşımları arasında önemli farklılıkların mevcut olması gelmektedir. Örneğin, maliye politikası, kamu harcamasının ve vergilendirmenin temel makroekonomik göstergeler üzerindeki etkilerini ön plana çıkarırken, kamu borç yönetimi kamu borç portföyünün yapısı üzerinde yoğunlaşarak, borç stokunun maliyet ve risk değerlerinin kabul edilebilir düzeyde olmasına dikkat etmektedir (Hanif ve Arby, 2003: 3).

Makroekonomik politikaların farklı amaçlara sahip olmaları politikaların yapısı gereği normaldir. Burada temel sorun, farklı amaçların çatışması ve bu çatışma ile birlikte her politika için etkinlikten uzaklaşılması durumudur. Bu açıdan ekonomik koordinasyona ilişkin en temel gerekçenin politikaların etkinliğinin sağlanması olduğu söylenebilir. Etkili koordinasyon politika yapıcılarının açıklamış oldukları politika amaçlarına ulaşmalarını daha kolay hale getirebilir. Aynı zamanda bu karar alıcıların karşılıklı olarak aynı amaçta

ve aynı fikirde olmalarını sağlar. Çünkü bir alanda zayıf bir politika duruşu diğer alana yük getirecek ve uzun dönemde sürdürülemezdir (Laurens ve De La Piedra, 1998: 5).

Borç yönetimi, para ve maliye politikalarının uygulanması ve makroekonomik etkinlikleri yalnızca söz konusu politikaların alanı ile sınırlı kalmaz. Uygulanan politika sonucunda diğer politikalar üzerinde oluşacak etkinin göz ardı edilmesi, etkinliğin ölçülmesi konusunda yanıltıcı olabilecektir. Herhangi bir politika konusunda karar verici konumundaki otorite, yalnızca kendi politikasının sonuçlarını değerlendirmek yerine, diğer ekonomi politikaları ile oluşabilecek etkileşimi de değerlendirmek durumundadır. Diğer politikalar ile karşılıklı etkileşimin sağlanabilmesi ve bu etkileşim içinde politikaların etkinliklerinin azalmasının önlenmesi, politikalar arasında koordinasyonun varlığına ilişkin gerekliliği ortaya koymaktadır. İyi bir koordinasyon birbirini tamamlayan makroekonomik politikaların oluşturulmasına yardım eder ve kararların makul biçimde uygulanmasını yanı sıra politikalar arasındaki çelişkiyi de önler. Genellikle çoğu ülke etkinliği artırabilmek için ulusal seviyede kurumlar arası koordinasyona ihtiyaç duyarlar (Matei ve Dogaru, 2013: 66).

Politikalar arasındaki koordinasyon, devletin daha sıkı düzenlemeler yapmasının, kamu kâğıtları için tekelleri piyasalar oluşturmak zorunda kalmasının ve yüksek enflasyon tehlikesinin önüne geçebilir. Ayrıca yapısal reformlar ve finansal sektörün serbestleşmesi politika koordinasyonuna olan ihtiyaç artırmaktadır. Finansal piyasa ve kurumların düzenlenmesi ve denetlenmesinde alınan önlemlerin istemeden birincil ve ikincil piyasaların işleyişini etkileyebileceği düşünülmektedir. Kamu borç yönetimi, para ve maliye politikaları arasındaki koordinasyon, kamu borç piyasalarının düzgün şekilde işlemesini kolaylaştıran, aynı zamanda maliye politikası hedeflerini de gerçekleştiren çözümleri teşvik eder (WB ve IMF, 2014: 21). Kısacası makroekonomik politikalar arası işbirliği ne ölçüde güçlü olursa istenen ekonomik amaçlara da o ölçüde kolay ulaşılabilecektir.

2.3. Koordinasyon Eksikliğinden Kaynaklanan Sorunlar

Kamu borç yönetimi, para ve maliye politikalarının en temel kesişme noktası bütçe açıklarının finansmanı konusudur. Devletin finansman ihtiyacı ve finansmanın maliyeti, bu üç politikanın birbirlerini kendi hedefleri doğrultusunda etkileme çabalarını gündeme getirmektedir. Bu çabalar sonucunda kamu borç yönetimi ile para ve maliye politikaları

arasında hedefler ve yöntemler açısından bir takım anlaşmazlıklar söz konusu olur (Laurens ve De La Piedra, 1998: 5).

Kamu borç yönetimi, para ve maliye politikası uygulamaları, politika hedefleri ve hesap verme zorunluluğu için yeterince açık şekilde belirlenmediği zaman da makroekonomik politika yöneticileri arasında politik gerginlikler artmaktadır. Siyasi ve ekonomik maliyetler ile fırsatçı davranışların da bu duruma zarar verici potansiyeli vardır (Wheeler, 2004: 35). Kamu borç yönetimi ile diğer makroekonomik politikalar arasında ortaya çıkabilecek bu tarz çatışmalar sonucunda başlıca iki önemli sorun olan zaman tutarsızlığı ve makroekonomik politikaların kredibilitesi karşımıza çıkmaktadır.

2.3.1. Zaman Tutarsızlığı Sorunu

Zaman tutarsızlığı, politika yapıcılarının çıkarlarını korumak için benimsedikleri kısa vadeli bakış açılarına bağlı olarak politika tercihlerinin zaman içerisinde değişmesini ifade etmektedir (Balaban, 2012: 12). Bir politikanın zaman tutarsız olması, bu politikanın ilk açıklandığında optimal olmasına rağmen, sadece zamanın ilerlemesi yüzünden optimal olma özelliğini kaybetmesidir.

Rasyonel beklentilere sahip politika yapıcılarının ileriye dönük tahminlerde bulunduğu bir ekonomide bugünün kararları sadece bugünün ya da geçmişin olaylarıyla değil aynı zamanda gelecek olaylar hakkındaki beklentiler de dikkate alınarak belirlenmektedir. Böyle bir ortamda politika yapıcı otoriteler, ekonomi politikası araçlarını diğer rasyonel birimlerin eylem ve tepkilerine bağlı olarak revize etmektedir (Özkan, 1997: 24). Örneğin, para otoritesi ekonomide istikrar sağlamak istiyor ise, iktisadi birimlerin beklentilerini dikkate alan politikalar geliştirmek zorundadır. Bu durum aslında para otoritesi ile diğer iktisadi birimler arasındaki bağımlılığı da ortaya koymaktadır. Para otoritesi ile diğer iktisadi birimler arasındaki bu bağımlılık anlaşmalı veya anlaşmasız olabilir. Her iki taraf arasında anlaşmasız bir durum var ise bunun temelinde de zaman tutarsızlığı bulunmaktadır (Süslü ve Bekmez, 2010: 104).

Kamu borcu, para ve maliye politikasının zaman tutarsızlığı için potansiyel risk oluşturur. Borç stokunun kısa vadeli sonuçlara yönelik politikalar uygulayarak kırılma eğilimi orta ve uzun vadede enflasyonu ve faiz oranlarını artırmakta, gelir düzeyini düşürmekte ve yatırımcı güvenini zedelemektedir (Leong, 1999: 30). Bu açıdan gelişmiş

ve gelişmekte olan ülkeler arasında bir farklılık söz konusudur. Şöyle ki gelişmiş ülkelerde kamu kâğıtlarının çeşitleri ve yatırımcılara sağladıkları ayrıcalıklar mümkün olduğu kadar tek tipleştirilip, sadece vadeleri arasında farklılaştırma sağlanmaya çalışılmaktadır. Oysa az gelişmiş ülkelerde finansman temin etmek için yatırımcılara sürekli farklı özellikler ve ayrıcalıklar sağlayan kamu kâğıtları ihraç edilmekte ve bu da borç portföyünü olumsuz etkilemektedir (Wheeler, 2004: 36).

Zaman tutarsızlığının en önemli nedeni politika yapıcılarının miyopik davranışlar sergilemesidir. Örneğin, hükümetler kısa vadede pozitif çıktı ve işgücü yaratmak için merkez bankalarının para yaratma gücünden yararlanmaktadır. Bunun yanı sıra bütçe açığı verme eğilimi ve mali sürdürülebilirliğe ilişkin kaygılar, ekonomi literatüründe politikacıların kısa vadeli bakış açlarına ve zaman tutarsızlığı problemine dayandırılmaktadır.

Zaman tutarsızlığı sorunun önüne geçmek için borç portföyünün kompozisyonu ve vade yapısı iyi yönetilmeli ve politika yapıcılarının ekonomik birimlerin karar almasında etkili olan politika seçimlerinin sık sık ve rastgele değiştirilmesini engelleyecek yapılar oluşturulmalıdır.

2.3.2. Kredibilite Sorunu

Kredibilite sorunu farklı makroekonomik politika hedefleri arasındaki uyumsuzluk ve çelişkiler sonucunda ortaya çıkmaktadır. Borç yönetiminin para ve maliye politikalarından bağımsızlaştırılması tek başına etkin borç yönetimi için yeterli değildir. Politikaların birbirinden bağımsızlaştırılmasının politika kredibilitesine katkı yapabilmesi için farklı politikaların birbiri ile uyumlu hedeflere sahip olmaları gerekir. Örneğin, ekonomik faaliyetten sorumlu en üst otoritenin en uygun ekonomik büyüme hedefini belirlemesi ve bu hedefe yönelik olarak kullanılan farklı ekonomik araçların koordinasyonunu sağlaması beklenir. Bazen kaçınılmaz olarak söz konusu politikaların arasında çatışmalar da meydana gelebilir. Bu durumda en üst otoritenin hedefler arasında bir tercih sıralaması yapması ve öncelikleri belirlenmesi büyük önem taşır (Togo, 2007: 7-8).

Makroekonomik politikalar arasındaki çelişkiler ile kredibilite sorunu doğru orantılıdır. Politikalar arasındaki çelişkiler arttıkça ülke ile ilgili kredibilite sorunu da

artmaktadır. Politikaların farklı hedefler belirlemiş olmaları ve diğer politikaları kendi hedefleri doğrultusunda etkileme ve yönetme istekleri bu çelişkileri ortaya çıkarmaktadır. Örneğin, bazı merkez bankaları, para politikasının güvenilirliğini artırmak için hükümetin enflasyona endeksli borç senedi ihraç edilmesini veya döviz cinsinden borçlanılmasını isteyebilir. Borç yönetimi, enflasyona endeksli borç piyasasının tam olarak gelişmediğine veya döviz borcunun devletin bilançosunda riski artıracığına inanabilir (IMF ve WB, 2003: 11-12). Kamu borç yönetiminin temel hedefi risk ve maliyet minimizasyonu olduğu için, para ve maliye politikaları hedefleri doğrultusunda maliyet ve risk artırıcı politikalar borç yönetimi açısından kabul görmeyecektir. Kısa vadeli döviz kuruna veya enflasyona endeksli borçlanma araçları borç portföyünün riskini artırdığı için kamu borç yönetimi uzun vadeli, sabit oranlı, yerel para cinsinden borcun borç portföyü içinde mümkün olduğu ölçüde fazla olması yönünde strateji belirlemektedir (Das ve diğerleri, 2010: 18).

ÜÇÜNCÜ BÖLÜM

3. TÜRKİYE'DE KAMU BORÇ YÖNETİMİNİN PARA VE MALİYE POLİTİKALARI İLE KOORDİNASYONU

3.1. Türkiye'de Kamu Borç Yönetimi

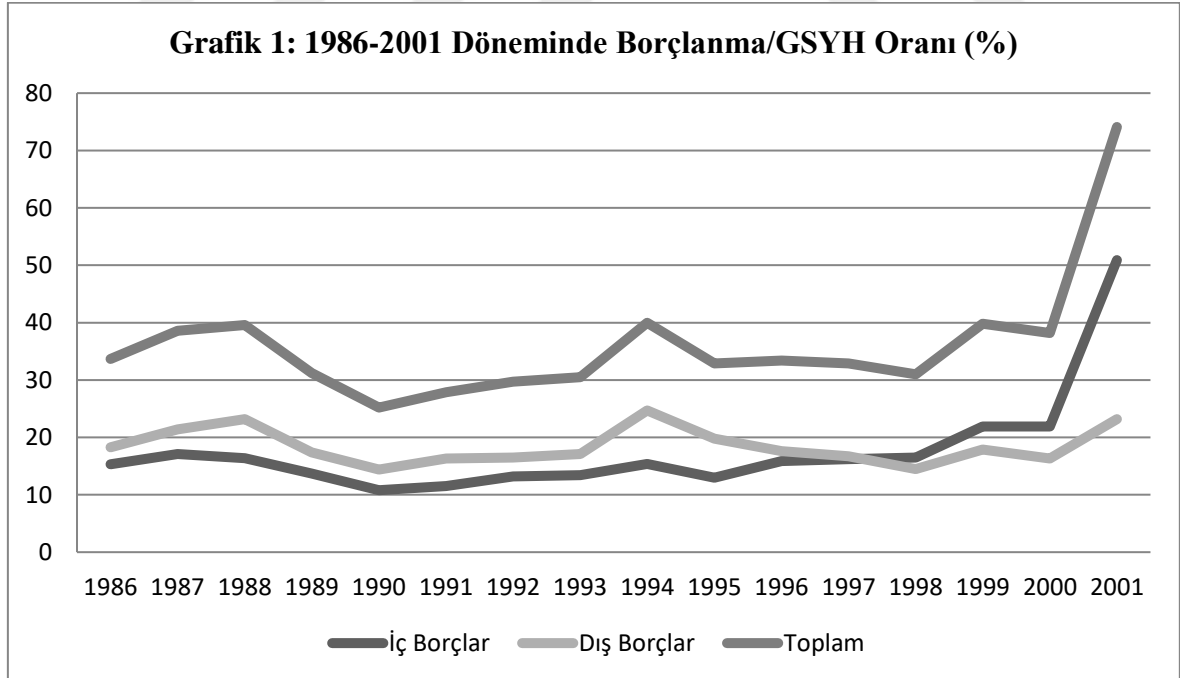
Kamu borç yönetimi, Hazine'nin toplam nakit ihtiyacını maliyet unsurunu göz önüne alarak yönetme sürecidir. Başka bir ifade ile kamu borç yönetimi, bir ülkenin ekonomi politikasına yardımcı olmak ve ekonomik dengenin korunması amacıyla, kamu borçlarının miktarında ve bileşiminde yapılan değişikliklerdir. Borçlanmanın gerçekleşmesinden, geri ödeninceye kadar geçen dönemde (anapara ve faizler de dâhil olmak üzere) yapılan tüm işlemler borç yönetimi olarak değerlendirilmektedir (Demir, 2004: 108).

Cumhuriyetin ilk yıllarından itibaren kamunun finansman ihtiyacını karşılamak amacıyla piyasalardan borçlanmaya başvurulmuş olmasına rağmen borçlanmanın kamu finansmanında ağırlık kazanması 1980'li yılların ortalarından itibaren başlamıştır. Bu döneme kadar kamu açıkları önemli oranda Merkez Bankası kaynaklarından finanse edilirken, enflasyonla mücadelede para politikasının öneminin artmasıyla birlikte piyasalardan yapılan borçlanmalar giderek ağırlık kazanmıştır (Cangöz ve Balıbek, 2012: 31).

Türkiye'de 1980'li yıllara kadar kamu borç yönetimi konusunda önemli bir gelişme yaşanmamıştır. Bu durumun sebebi olarak Türkiye Cumhuriyeti'nin Osmanlı'dan kalma Düyun-u Umumiye borçlarının ödemede yaşadığı sıkıntılı dönem gösterilebilir (Saatçi, 2007: 67). 1983 yılına kadar doğrudan Maliye Bakanlığı tarafından yürütülmekte olan kamu borç yönetimi, 1983 yılında 188 Sayılı Kanun Hükmünde Kararname ile kurulan Hazine ve Dış Ticaret Müsteşarlığı'na devredilmiştir. Bu gelişme sonrası yapılan yeni düzenlemeler ile belediyeler de dâhil olmak üzere birçok kamu kurum ve kuruluşuna borçlanma yetkisi verilmiştir (İsmayilov, 2012: 137).

Türkiye’de borçlanmayı arttıran nedenler bütçe açıkları, Hazine garantili borçlar, görev zararları, yüksek faiz oranları ve borçların tahkimidir. Türkiye’de bütçe açıkları vergi gelirlerinin yetmediği durumlarda borçlanma ile finanse edilmiştir. Yapılan borçlanmalar bütçe açıklarını, bütçe açıkları da yeniden borçlanmayı artırarak kısır bir döngüye neden olmuştur. Kamu kurum ve kuruluşları, dış finansman kaynaklarından aldıkları kredilerin geri ödenmesine ilişkin yükümlülüklerini zamanında yerine getirememiş ve vadesi geçmiş borç stoku sürekli artmıştır. Hazine de devletin dış kredibilitesini düşürmemek için kamu kurumlarına ait borçları üstlenmiştir. Hazine’nin bu yaklaşımı, borç stokunu artıran önemli nedenlerden biri haline gelmiştir (Mutlu, 2009: 87).

1980’li yılların ortalarından itibaren hükümetlerin özellikle borçlanmayı temel bir kamu finansmanı aracı haline getirmesi ve borç yönetiminden sorumlu birden fazla otoritenin bulunması, borç yönetiminin denetimden ve şeffaflıktan yoksun olması, hızla artan borç stoku, yüksek döviz kuru riski, enflasyon ve borç finansmanında yaşanan ekonomik sorunlar ve kamu maliyesinde baş gösteren aksaklıklar ülkemizde kamu borç seviyesini sürdürülemez hale getirmiştir. Bu gelişmeler Türkiye’yi borç yönetimi konusunda çeşitli düzenlemeler yapmaya sevk etmiştir.



Kaynak: Hazine Müsteşarlığı, Kamu Finansmanı İstatistikleri, www.hazine.gov.tr

Yüksek kamu borç seviyesi ve ortaya çıkardığı maliyetler borç yönetimi alanında yeni ve etkin bir borç yönetimi anlayışına geçişi zorunlu kılmıştır. Grafik 1’de 1980’lerin

ortasından 2001 Krizine kadar geçen süreçte borçlanmanın gidişatı görülmektedir. Grafik 1'den de görüldüğü üzere 2001 yılında sürdürülemez hale gelen borçlanma dolayısıyla bu durumu düzelterek düzenlemeler yapılması zorunluluk haline gelmiştir. Bunun sonucunda 2002 yılında Türkiye'de borçlanmayı belli sınırlar altına alan, piyasalarda mali disiplini ve şeffaflığı sağlayan ve borçlanma yetkilerini açıkça belirleyen 4749 sayılı Kamu Finansmanı ve Borç Yönetiminin Düzenlenmesi Hakkında Kanun (KFBYDHK) kabul edilmiştir.

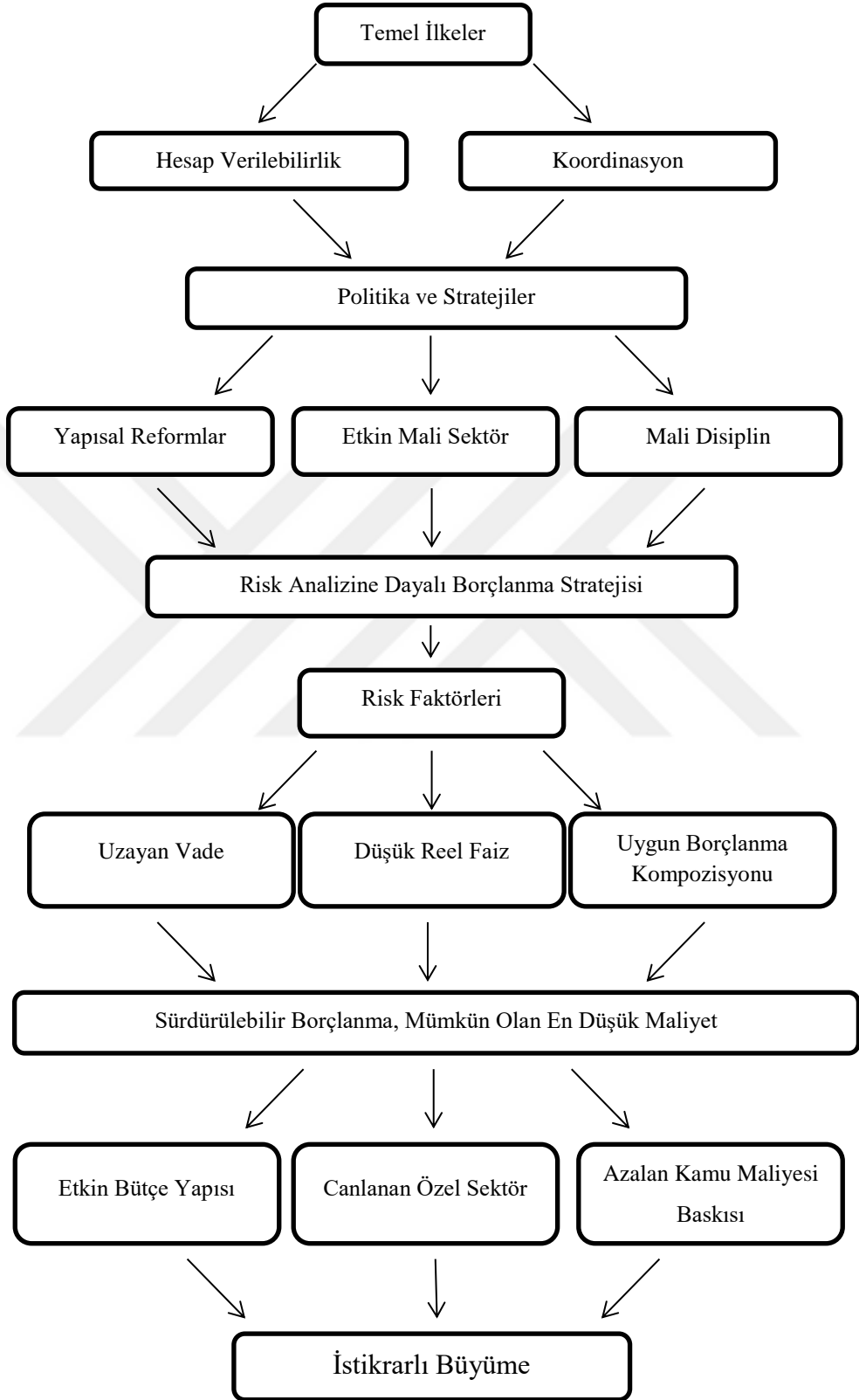
Laurens ve De La Piedra (1998)'nin çalışmalarında yer alan kamu borç yönetimi ilkeleri Türkiye'de yapılan düzenlemelerde benimsemiştir:

- Sabit oranlı kamu kâğıtları ihraç ederek TL cinsinden borçlanmaya ağırlık verilmesi ve değişken oranlı kâğıtların ihracını sınırlandırılması.
- Piyasa koşullarına göre beş yıl vadeli tahviller ihraç ederek iç borcun vadesini uzatılması.
- Nakit ve borç yönetiminde likidite riskine karşın Merkez Bankası'nın para rezervini güçlendirilmesi.
- Yıllık faiz yenileme süresinin uzatılması.
- Döviz endeksli iç borçlanmanın borç portföyü içinde sınırlanması.
- Döviz cinsinden iç borçlara ilişkin iç borç çevirme oranının %80'i aşmaması.

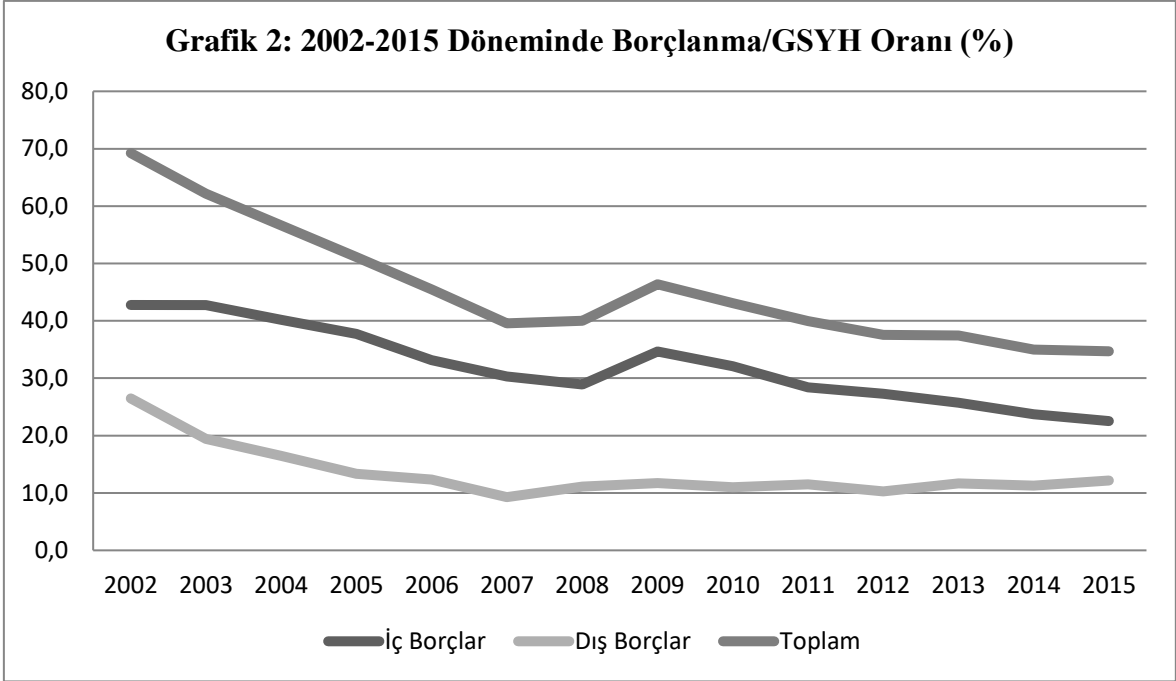
Kamu borç yönetiminin etkin ve başarılı olabilmesi için dikkat edilmesi gereken başlıca iki temel unsur vardır. Bu unsurlar reel yüksek faiz ve borçların vade yapısıdır. Başarıya ulaşmak için mutlaka reel faiz oranlarının düşürülmesi, borçların ise kısa vadeli bir yapıdan uzun vadeli bir yapıya kavuşturulması gerekmektedir. Borç otoriteleri, bu riskleri (faiz ve vade yapısından kaynaklı) minimum seviyede tutarak istikrarlı bir büyüme sağlama amacı güderler. Bu nedenle borç otoriteleri etkin bir borç yönetimi için riskleri tanımlama, analiz etme ve önleme yöntemleri üzerinde daha titiz çalışmalar yapmaya yönelmişlerdir. 4749 sayılı Kanun ile bu anlayışa paralel değişiklikler yapılmıştır (Demir, 2004: 109).

4749 sayılı Kanun sonrası borç yönetiminde izlenen temel ilkeler Şekil 3'de yer almaktadır.

Şekil 3: Türkiye’de Borç Yönetiminin Temel İlkeleri



Kaynak: Hazine Müsteşarlığı, Kamu Borç Yönetimi Raporu, 2003



Kaynak: Hazine Müsteşarlığı, Kamu Finansmanı İstatistikleri, www.hazine.gov.tr

Kamu Finansmanı ve Borç Yönetiminin Düzenlenmesi Hakkında Kanun ve yapılan diğer düzenlemelerle birlikte Türkiye’de, kamu borçlarının seviyesi 2003 yılından bu yana ciddi anlamda azalış göstermiştir. Bu durum Grafik 2’den izlenebilir.

3.1.1. Kamu Borç Yönetiminin Hukuki Yapısı

Türkiye’de kamu finansmanı ve borç yönetiminin düzenlemesine ilişkin olarak, piyasalarda mali disiplini ve şeffaflığı sağlayacak, en düşük maliyet ve risk düzeyinde, en uygun vadede borçlanma yapısına imkân verecek bir borç yönetimi oluşturmak amacıyla 4749 sayılı Kamu Finansmanı ve Borç Yönetiminin Düzenlenmesi Hakkında Kanun 2002 yılı Nisan ayında yürürlüğe girmiştir.

Ülkemizde borç yönetimine ilişkin işlemler 2002 yılına kadar değişik kanunlara konulan hükümlerle yürütülmeye çalışılmıştır. 4749 sayılı Kanun’dan önce kamu borçlanması 4059 sayılı Hazine Müsteşarlığı ile Dış Ticaret Müsteşarlığı Teşkilat ve Görevleri Hakkında Kanun, 244 sayılı Milletlerarası Antlaşmaların Yapılması, Yürürlüğü ve Yayınlanması ile Bazı Antlaşmaların Yapılması İçin Bakanlar Kuruluna Yetki Verilmesi Hakkında Kanun, 1050 sayılı Genel Muhasebe Kanunu ve ilgili yıl bütçe kanunları çerçevesinde yapılmakta ve borçlanma yetkisi 4059 Sayılı Kanun ile Hazine Müsteşarlığının bağlı olduğu Bakan’a verilmekteydi (İsmayılov, 2012: 156). Görüldüğü

üzere kamu borçlanmasının çerçevesi farklı kanunlar tarafından oluşmuş ve farklı kurumlara kamu borçlanması ile ilgili yetkiler verilmiştir. 4749 sayılı Kanunun bu olumsuzluğu gidermeyi amaçlamıştır.

Borç yönetimi ve borçlanma işlemlerinden sorumlu kurum görünürde Hazine Müsteşarlığı olmasına rağmen yapılan düzenlemelerle borç yönetimini ilgilendiren hususlarda farklı kanunlar çıkartılmıştır, borçlanma yetkisi ise Büyükşehir Belediyesi, Belediyeler gibi farklı otoritelere bırakılmıştır. Bu durum borçlanmaya ilişkin hukuki yapının karmaşık ve çok başlı bir hale gelmesine yol açmıştır.

4749 Sayılı Kanun borçlanma işlemlerinin temel kanuni altyapısını oluşturmayı hedeflemiştir. 4749 Sayılı Kanunun 1'inci maddesinde kanunun amacı, *ülkenin kalkınma hedeflerini dikkate alarak, piyasalarda güven ve istikrarı koruyarak ve makroekonomik dengeleri gözeterek, devletin iç ve dış borçlanmasına, hibe almasına, borç ve hibe vermesine, nakit yönetiminin maliye ve para politikaları ile koordineli bir şekilde yürütülmesine, verilecek garantilerin, bu borçlanma ve garantilerden doğan finansal alacaklar ile devlet iç ve devlet dış borcunun etkin bir şekilde yönetimine ve izlenmesine, Hazine Müsteşarlığı ile 2. Maddede yer alan kuruluşlar arasındaki mali ilişkilerin düzenlenmesine ve bu hususlar dâhil olmak üzere Müsteşarlık tarafından üstlenilen her türlü mali yükümlülüğün geri ödenmesi, ilgili bütçe hesaplarına kaydedilmesi ve raporlanmasına ilişkin usul ve esasları düzenlemektir, şeklinde açıklanmaktadır.*

Kanun'un 4'üncü maddesi, *Türkiye Cumhuriyeti adına Devlet iç borcu ve Devlet dış borcu almaya, Hazine geri ödeme garantisi, Hazine karşı garantisi vermeye ve verilen garantilerin şartlarında değişiklik yapmaya, dış finansman temini izni vermeye hibe almaya, dış finansman imkânlarını dış borcun devri, anlaşmanın mali şartlarına bağlı kalarak dış borcun ikrazı, dış borcun tahsisi yoluyla kullandırmaya ve yeni mali yükümlülük yaratmaya, bu borç ve yükümlülükler ile bunlardan kaynaklanan Hazine alacaklarını yönetmeye Bakan yetkilidir,* ifadesiyle borçlanmadaki yetki dağınıklığını giderdiği açıktır.

Böylece kamu borçlanma yetkisi tek elde toplanmıştır. Borçlanma yetkisinin tek elde toplanması, yetki karmaşasını ortadan kaldırmakta ve borç yönetiminde etkinliği sağlamaktadır. Kanun ile getirilen düzenlemeler genel hatlarıyla şu şekilde sıralanabilir (Karluk, 2007: 173-174; Edizdoğan, 2007: 271-272):

- Dağınık olarak varlığını sürdüren hukuki düzenlemeler tek bir kanun altında toplanmıştır.
- Borçlanma limiti (iç borç ve dış borç), bütçe kanununda belirtilen başlangıç ödenekleri toplamı ile tahmin edilen gelirler arasındaki fark olarak belirlenmiş olup, özel tertip iç borçlanma senetleri bu limite dâhil edilmiştir. Ancak borç yönetiminin gerektirdiği ihtiyaçlar çerçevesinde Hazine'nin bağlı olduğu Bakan'a bu limiti %5 oranında arttırma yetkisi verilmiştir. Bu artışın yeterli olmadığı durumda %5'lik ilave artırım yetkisi Bakanlar Kurulu'na tanınmıştır. İkrazen ihraç edilen özel tertip iç borçlanma senetleri limite dâhil olmamakla birlikte ilgili yıl bütçe kanununda belirlenmektedir.
- Merkez Bankası bünyesinde Hazine Müsteşarlığı'na ait bir risk hesabı oluşturulmuştur. Bu hesap Hazine garantileri kapsamında ödenen bütün tutarlar ile risk yönetimi kapsamında önceden ön görülmesi mümkün olmayan ödemeleri içermektedir.
- Hazine tarafından kamu borç yönetimi raporunun hazırlanarak ilgili kurumlara gönderilmesi hüküm altına alınmıştır.
- Kamu borçlanmasında Hazine Müsteşarlığı'nın bağlı olduğu Bakan yetkili kılınmıştır.
- Mahalli idareler, KİT'ler ve Yap-İşlet-Devret kapsamındaki projelerde kullanılacak krediler için verilecek Hazine garantisi için üst limit saptanmıştır. Garanti limiti tutarı her yıl ilgili bütçe kanununda yer alacak madde ile belirlenmektedir.
- Dış kaynak ile gerçekleştirilecek projeler için dışarıdan gelen aynı ve nakdi kaynakların kullanılabilmesi için üst limit belirlenmiştir.
- Kamu kuruluşlarının yurt dışından sağlayacağı her türlü mali imkân Hazine Müsteşarlığı'nın iznine tabidir. Ayrıca bu kuruluşların diğer kuruluşlar lehine verecekleri garantilerde de Müsteşarlığın izninin alınması zorunludur.

2008 yılında bu Kanun'un revize edilmesiyle birlikte mahalli idarelerin borçlanmalarının Hazine denetimine tabi olması, üniversitelerin ve ileri teknoloji enstitülerine dış borçlanmaya başvurma hakkının tanınması, genel bütçe kapsamındaki kamu kuruluşlarının elde ettiği mali varlıkların Merkez Bankası veya muhabiri bir bankada toplanması, dış borçlanmalarda türev ürünlerin kullanımı konusunda Hazine'den sorumlu

Bakanın yetkili kılınması, iç ve dış borçlanmadan kaynaklı finansal işlemlerde stratejik ölçütlerin kullanılması, borç geri ödemelerinde bütçede tahmin edilen rakamlara ek olarak %5 kadar ödenek artışı sağlanmasında Maliye Bakanının yetkili kılınması, Konut Edindirme Yardımı ödemelerine karşılık iç borçlanma senedi ihracı yapılması, Tasarruf Mevduatı Sigorta Fonu (TMSF)'nun (31 Aralık 2007 tarihine kadar olan) Hazine'ye olan iç borçlarına karşılık verilen özel tertip devlet iç borçlanma senedinden doğan Hazine alacaklarının bütçe hesaplarıyla ilişkilendirilmeden terkin edilmesi gibi yenilikler getirilmiştir (Özdemir, 2009: 135).

4749 sayılı Kanun çerçevesinde hazırlanmış olan *Borç ve Risk Yönetiminin Koordinasyonu ve Yürütülmesine İlişkin Esas ve Usuller Hakkında Yönetmelik* ile kamu borç ve risk yönetiminin temel amaçları belirlenmiştir. Buna göre, makroekonomik dengeleri gözeterek para ve maliye politikaları ile uyumlu, sürdürülebilir, saydam ve hesap verilebilir bir borçlanma politikası izlenmesinin yanında, finansman ihtiyaçlarının, iç ve dış piyasa koşulları ve maliyet unsurları göz önüne alınarak belirlenen risk düzeyi çerçevesinde, orta ve uzun vadede mümkün olan en düşük maliyetle karşılanması borç yönetimi amaçları olarak belirtilmiştir.

Yönetmeliğin 4'üncü maddesinde kamu borç ve risk yönetiminin yürütülmesinde iki önemli ilke tespit edilmiştir. Birincisi, makroekonomik dengeleri gözeterek para ve maliye politikaları ile uyumlu, sürdürülebilir, sağlam ve hesap verilebilir bir borçlanma politikası izlenmek. İkincisi ise finansman ihtiyaçlarının iç ve dış piyasa koşulları ve maliyet unsurları göz önüne alınarak belirlenen risk düzeyi çerçevesinde, orta ve uzun vadede mümkün olan en düşük maliyetle karşılamaktır (Demir, 2004: 110).

Kamu borç yönetiminde hedeflenen en önemli hususlardan biride şeffaflık ve hesap verilebilirliğinde sağlanmasıdır. Borç yönetimi bu amaçla 2006 yılına kadar üçer aylık, 2006 yılından itibaren ise her ay kamu borç yönetimi raporu yayımlanmaktadır. Bu raporlar ile hem Türkiye Büyük Millet Meclisi (TBMM), hem de kamuoyu bilgilendirilmektedir. Raporda sağlanan iç ve dış finansman imkânları, sağlanan Hazine garantileri, risk hesabı, hibeler, dış borcun devri, dış borcun ikrazı ve dış borcun tahsisine ilişkin bilgilerle finans piyasalarına ve borç yönetimine ilişkin değerlendirmeler yer almakta ve TBMM Başkanlığına, Bakanlar Kuruluna sunulmak üzere Başbakanlığa, Maliye Bakanlığına, Sayıştay Başkanlığına ve Ekonomi Bakanlığına gönderilmektedir.

Şeffaflık ile ilgili bir diğer husus ise, Hazine Müsteşarının bağlı olduğu Bakanın yılda en az bir kere TBMM Plan ve Bütçe Komisyonuna bilgilendirme zorunluluğudur. Bu şekilde de yasama organı şeffaf bir şekilde bilgilendirilmektedir (KFBYDHK, 2002: madde 4).

4749 sayılı Kanun ile kamu borçlanması açısından Türkiye’de etkin borç yönetim tekniklerinin uygulanması konusunda yasal alt yapı oluşturulmuş ve uygulanabilir etkin bir borç yönetimi sistemi kurulmuştur.

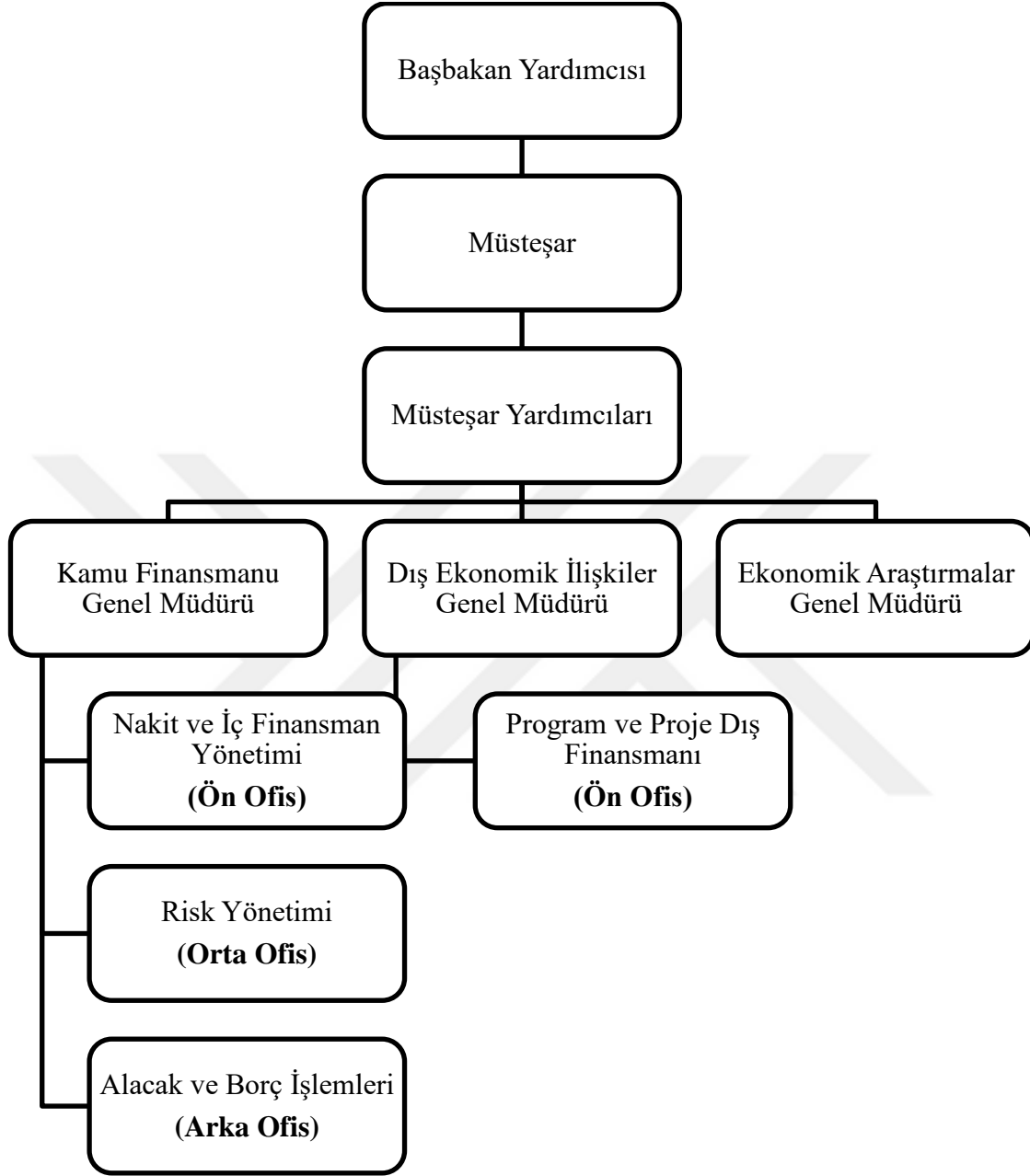
3.1.2. Kamu Borç Yönetiminin Kurumsal Yapısı

Borç yönetimi ile ilgili faaliyetlerin ilk adımı, iyi tanımlanmış yasalar ile oluşturulan kurumsal bir alt yapının oluşturulmasıdır. Günümüzde etkin borç yönetimi yürütmek amacıyla birçok ülkede profesyonel borç yönetimi ofisleri oluşturulmaya başlanmıştır. Türkiye’de dünya standartlarında profesyonel bir borç yönetim anlayışının yakalanması ise 2002 yılında borç yönetimini yasal çerçevesinin belirlenmesi ve Hazine Müsteşarlığı Kamu Finansmanı Genel Müdürlüğü’nün borç yönetim ofisi olarak düzenlenmesi ile gerçekleşmiştir (Bal ve Özdemir, 2011: 39).

Hazine Müsteşarlığı içindeki görevlendirmenin diğer ülkelerde bağımsız veya yarı bağımsız faaliyet gösteren borç yönetim ofisi benzeri yapılanması sonucu ön ofisin fonksiyonları Borçlanma Birimi, orta ofisin fonksiyonları Risk Yönetim Birimi (Borç ve Risk Yönetim Komitesi, Risk Yönetimi), arka ofisin fonksiyonları ise Alacak ve Borç İşlemleri Birimi tarafından yürütülmektedir.

Şekil 4’de görüldüğü gibi Borçlanma Birimi (ön ofis) Hazine Müsteşarlığı içinde Nakit ve İç Finansman Yönetimi ve Program ve Proje Dış Finansmanı birimlerinden oluşmaktadır. Bu birim nakit yönetiminin öngörülerini ve Risk Yönetim Biriminin maliyet analizlerini dikkate alarak ve diğer birimlerle koordineli bir şekilde iç ve dış borçlanmanın miktarına, vadesine, kompozisyonuna ve kullanılacak borçlanma araçlarına karar vermektedir. Bu kararların maksimum etkinliğe sahip olabilmesi için piyasa katılımcıları ile yakın ilişkiler içinde olunması ve piyasadaki bütün gelişmelerin yakından takip edilmesi önemlidir (İsmayılov, 2012: 157).

Şekil 4: Borç ve Risk Yönetiminin Kurumsal Yapısı



Kaynak: Hazine Müsteşarlığı, Kamu Borç Yönetim Raporu, 2016

Borçlanma Biriminin en büyük destekçisi Risk Yönetimi Birimi (orta ofis)dir. Çünkü Borçlanma Birimi, Risk Yönetimi Biriminin yaptığı maliyet hesaplarını ile borçlanma araçlarına çok daha kolay karar verecektir. İki ofis arasındaki koordinasyon, borç yönetiminin etkinliğini artıracaktır. Risk Yönetimi Birimi borçlanma yaparken para ve maliye politikalarını bir arada ele almak durumundadır. Alacak ve Borç İşlemleri Birimi

(arka ofis) ise borçların kaydedilmesi, ödenmesi, muhasebeleştirilmesi ve güncellenmesinden sorumludur (Demir, 2004: 116-117).

4749 sayılı Kanun çerçevesinde etkin bir borç yönetimi gerçekleştirmek için Ekonomik Araştırmalar Genel Müdürlüğü birimi de hayata geçirilmiştir. Bu birimin görevi ise; küresel ekonomik gelişmeleri izlemek, ekonomik ve mali analizler ile tahminler yapmak ve değerlendirme raporları hazırlamak, yapısal politika gelişmelerini izlemek ve değerlendirmek; politikaların etkinliğini ve makroekonomik etkilerini ölçmeye yönelik analizlerde bulunmak, etkin bilgi sistemi teknolojilerinin kurum içi kullanımını yaygınlaştırmak ve kurum içi bilgi paylaşımını en üst düzeye çıkarmak, Hazine'nin bilgi varlıklarını koruyacak politika, süreç ve güvenlik uygulamalarının geliştirilmesiyle, bilginin ve bilişim sistemlerinin bütünlüğünü ve devamlılığını sağlamak, bilgi sistemleri alanlarında eğitim programları planlamak, uygulamak ve değerlendirmek, yayın ve dokümantasyon hizmetlerini yerine getirmek olarak sıralanabilir (Mutlu, 2009: 108).

Türkiye'de Merkez Bankası, Hazine Müsteşarlığı'nın mali bir ajanı gibi görev yapmaktadır. Merkez Bankası hükümetin saymanı gibi Hazine işlemlerini, devlet adına para transferlerini ve her türlü para havalelerini yurt dışında ve yurtiçinde gerçekleştirir. Ayrıca ihalelere ilişkin teknik işlemler Merkez Bankası tarafından gerçekleştirilmektedir. İşlemler Merkez Bankası ve yerel bankalar arasında bilgisayar ağı ile gerçekleştirilmektedir (Yüce, 2012: 40).

3.2. Türkiye'de Politikalar Arası Koordinasyonun Sağlanması

Türkiye'de para politikası Merkez Bankası, maliye politikası ise Maliye Bakanlığı tarafından yürütülmektedir. Borç yönetimi içinse bağımsız bir birim mevcut değildir ve borç yönetimi Hazine içinde faaliyet göstermektedir. Bu üç kurumun koordinasyonu büyük önem arz etmektedir, çünkü faaliyetleri ve kullandıkları araçlar birbirlerini önemli oranda etkilemektedir. Örneğin, borç faizlerinin ödenmesi bütçenin transfer kalemleri içinde yer almakta ve Maliye Bakanlığı'nın faaliyet alanında bulunmaktayken, Hazine'nin yaptığı ihalelerde ise Merkez Bankası görev almakta ve borç yönetimi için altyapı hizmeti sunmaktadır. 1211 sayılı Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası (TCMB) Kanunu ile 4749 sayılı Kanun çerçevesinde Merkez Bankası Hazine adına, borçlanma ihalelerini fiilen gerçekleştirmekle yükümlüdür (İsmayılov, 2012: 161).

1963 yılında imzalanan Ankara Antlaşması ile birlikte ülkemiz AB'ye üye olma isteğini ortaya koymuştur. O günden günümüze, Birlik tarafından belirlenen siyasi, ekonomik ve mali kriterleri yakalamaya çalışan ülkemiz 2 Ekim 2005 tarihinden bu yana ise tam üyelik görüşmelerine başlamıştır. Tam üyelik görüşmelerinin başlaması ile birlikte iktisadi ve sosyal alanda değişime gidilmesi gerekliliği de ortaya çıkmıştır. Çünkü AB'ye katılmak isteyen ülkelerin Birlik tarafından hazırlanan antlaşmalarda belirlenen kuralları kabul etmesi, bu kurallara uyum göstermesi gerekmektedir. Bu kurallardan özellikle borç yönetimini ilgilendirenler aşağıdaki gibidir (Sibert, 2007: 4):

- Kamu borçları GSYH'nın %60'ını geçmemeli,
- Merkez Bankası kaynaklarının kamu tarafından kullanılması ve Merkez Bankalarının devlet borçlanma senedi alması yasaklanmalıdır.

Ülkemizde sözü geçen kriterlerin yakalanabilmesi etkin bir borç yönetimine bağlıdır. Borç yönetiminin etkinlik kazanmasında politikalar arası koordinasyon büyük önem taşımaktadır. Politikalar arası koordinasyon ise Hazine, Merkez Bankası ve Maliye Bakanlığı arasındaki koordinasyona bağlıdır. Koordinasyonun sağlanması politikaların seçtiği amaçların birbiriyle çelişmemesi ile mümkündür.

Finansman piyasasının gelişme düzeyi, Merkez Bankası'nın bağımsızlık derecesi, hükümet yetkililerinin hesap verebilme düzeyi ve mali kurumların şeffaflığı koordinasyon düzenlemelerini nispi olarak etkiler. Bu nedenle işbirliği için resmi ve resmi olmayan düzenlemeler yapılabilir ve kurumlar arası bilgi alışverişi zorunlu hale getirilebilir (Yılmazcan, 2003: 237).

Türkiye'de politikalar arası koordinasyon sağlanması için atılan önemli bir adım 28 Şubat 2009 tarihinde 5838 sayılı Kanun ile kurulan Ekonomi Koordinasyon Kuruludur. Kurul, görev alanına giren konularla ilgili her türlü bilgi ve veriyi, bakanlıklar ve kamu kurum ve kuruluşlarından isteme yetkisine sahiptir. Ekonomik Koordinasyon Kurulu Hazine Müsteşarlığı'nın bağlı olduğu Bakanın başkanlığında, Hazine Müsteşarı ile TCMB, Bankacılık Düzenleme ve Denetleme Kurumu (BDDK), Sermaye Piyasası Kurulu (SPK) ve TMSF başkanlarından oluşur. Kurulun görüşeceği konuların mahiyet ve özelliğinin gerektirdiği durumlarda Bakan tarafından diğer bakanlar ve kamu görevlileri de toplantılara çağrılabilir. 5838 sayılı Kanun'a göre Ekonomik Koordinasyon Kurulunun görevleri şunlardır:

- Ekonomik istikrarla ilgili gelişmeleri izlemek ve değerlendirmek,
- Para, kredi, finans, maliye, borçlanma, gelirler ve diğer ekonomi politikaları ile plan ve programların tespitinde, uygulanmasında ve güncelleştirilmesinde koordinasyonu sağlamak,
- Küresel ve ulusal ekonomi ile ilgili gelişmeleri izlemek, değerlendirmek, gerektiğinde araştırmalar yapmak veya yaptırmak,
- Ekonomik güvenlik ve ekonomik savunmaya ilişkin ilke ve esasların tespitinde, uygulanmasında ve güncelleştirilmesinde koordinasyonu sağlamak,
- Gerektiğinde, gelir azaltıcı veya harcama artırıcı önerileri değerlendirmek, uygun görülenler hakkında etki analizlerini yapmak veya yaptırmak,
- Devlet yardımları politikalarının tespitinde, uygulanmasında ve güncelleştirilmesinde koordinasyonu sağlamak,
- Kurul kararlarının uygulama süreçlerini izlemek, değerlendirmek, sonuçları ilgili bakanlık, kamu kurum ve kuruluşlarına bildirmek ve Başbakan'a sunmak.

Hazine Müsteşarlığının bağlı olduğu Bakan'ın başkanlığında Hazine Müsteşarı, TCMB, BDDK, SPK ve TMSF başkanlarından oluşan Finansal İstikrar Komitesi'nin kurulması, finansal sistemde yaşanan gelişmelerin değerlendirilmesi ve bu alanda kurumlar arası koordinasyonun sağlanmasını kolaylaştıran diğer bir gelişme olmuştur (Hazine Müsteşarlığının Teşkilat ve Görevleri Hakkında Kanun, 1994: ek madde 4). Hazine Müsteşarlığının Teşkilat ve Görevleri Hakkında Kanun'a göre Finansal İstikrar Komitesinin görevleri şunlardır:

- Finansal sistemin bütününe sirayet edebilecek sistemik risklerin belirlenmesi, izlenmesi ve bu tür risklerin azaltılması için gerekli tedbir ve politika önerilerini tespit etmek.
- İlgili birimlere sistemik risklerle ilgili uyarılar yapmak, uyarı ve politika önerileri ile ilgili uygulamaları takip etmek.
- İlgili kurumlar tarafından hazırlanacak sistemik risk yönetim planlarını değerlendirmek.
- Sistemik risk yönetimine ilişkin koordinasyonu sağlamak.

- Görev alanı ile ilgili olarak, kamu kurum ve kuruluşlarından her türlü veri ve bilgiyi sağlamak, kurumlar arasında politikaların ve uygulamaların koordinasyonunu sağlamak.
- Mevzuatla yetki verilen diğer konularda karar almak.

Bakan tarafından Komite toplantılarının sonuçları ve Komite tarafından alınan kararlar hakkında Bakanlar Kuruluna bilgi sunulur.

3.2.1. Kamu Borç Yönetiminin Para Politikası ile Koordinasyonu

Devletin borçlanma işlemleri piyasalardan yüklü miktarda para çekilmesine yol açarken borç ödemeleri ise piyasalarda likidite fazlasına yol açmakta bu gelişmeler sonucunda piyasa faiz oranlarının etkilenmesi ise kaçınılmaz olup, kamu borç yönetiminin para politikası ile koordinasyon sağlaması zorunluluğu ortaya çıkmaktadır.

Kamu borç yönetimiyle para politikası koordinasyonu borç yönetimi hedeflerinin açıkça tanımlanması, borç yönetiminden sorumlu birimin sorumlulukları ve yükümlülüklerinin açıkça belirlenmesi, borç yönetiminde maliyetlerin ve risklerin analiz edilmesi, borç yönetimi ile para politikası amaçlarının ve sorumluluklarının birbirinden ayrılması fakat aralarında uyumun sağlanması, borçlanmaya limit getirilmesi, operasyonel riskin minimum seviyeye indirilmesi amacıyla borç yönetimiyle ilgili örgütsel organizasyonun etkinleştirilmesi koşulları sağlanarak gerçekleştirilebilir (Mutlu, 2009: 103).

Hazine ve Merkez Bankası Türkiye’de para piyasalarına yön veren iki kurumdur. İki kurumun da para politikası üzerine ortak strateji belirlemesi, borç yönetiminde etkinliğe ulaşmada önemli bir rol oynamaktadır. Kamu borç yönetimi ve para politikasının hedef ve öncelikleri farklı olmasına rağmen her ikisinin de yapısı gereği ortak amaçları oldukça katar fazladır. Örneğin, Hazine borçlanma vadesini uzatmak suretiyle büyük miktarda borç çevirmelerinin piyasalar üzerindeki olumsuz etkisini azaltmaya çalışırken, Merkez Bankası ikincil piyasaların gelişmesine yönelik amaçlara sahip olabilmektedir. İkincil piyasaların gelişmesinden Hazine’nin de önemli ölçüde yararlar sağlayacağı ve daha etkin borç yönetimi yapma olanağına kavuşacağı açıktır. Merkez Bankası ise ikincil piyasaların gelişmesi için yapacağı açık piyasa işlemlerinde kullanılmak üzere Hazine’nin sağlayacağı araçlara ihtiyaç duymaktadır (Emil ve Gelberi, 1996: 52).

Türkiye’de 1990’lı yıllarda enflasyon üç haneli rakamlara ulaşmıştır. Bu durumun önüne geçebilmek için AB kriterlerine uygun olarak kamu borçlarının Merkez Bankası kaynaklarından finanse edilmesine karşı düzenlemelere gidilmiştir. 1994 ve 1997 yıllarında yapılan düzenlemeler ile Hazine’nin Merkez Bankası’ndan kısa vadeli avans kullanımı sınırlandırılmış olmasına rağmen 2001 yılında Merkez Bankası Kanunu’nda değişiklik yapılmasına kadar olan süreçte Hazine, Merkez Bankası’ndan borçlanmaya devam etmiştir. 2001 yılındaki değişiklik Hazine ve Merkez Bankası ilişkileri açısından önemli dönüm noktalarından biri olmuştur. Değişiklikle birlikte Merkez Bankası’nın amacı fiyat istikrarını sağlamak ve sürdürmek olduğu açıkça tanımlanmıştır. Ayrıca Merkez Bankası’nın Hazine ile diğer kamu kurum ve kuruluşlarına avans vermesinin, kredi açmasının ve bu kuruluşların ihraç ettiği borçlanma araçlarını birincil piyasadan satın alınmasının önüne geçilmiştir (Balıbek ve diğerleri, 2012: 55-56).

Merkez Bankası, 25.04.2001 tarihli ve 4651 sayılı Kanun ile getirilen değişikliklerden fiyat istikrarı hedefine ulaşabilmek için enflasyon hedeflemesi kullanmaktadır. Enflasyon hedeflemesine yönelik istikrar programlarında para politikası, doğrudan doğruya, belirli bir dönem için seçilen sayısal hedefe ya da hedef aralığına yönlendirmektedir. Belirlenen hedefe ulaşmak için faiz oranları önemli bir araç olarak kullanılmaktadır (Karahana, 2005: 35). Piyasalardaki likidite miktarı faiz oranlarının belirlenmesinde çok büyük önem taşımaktadır. Piyasadaki para miktarının az olduğu dönemlerde faiz oranları yüksek olacaktır. Böyle bir zamanda Hazine’nin de büyük miktarda bir borçlanmaya yönelmesi piyasalardaki sıkışıklığı daha da artıracak ve faiz oranları daha da yükselecektir. Bu gibi durumlarda Merkez Bankası’nın devreye girerek piyasaya para vermesi gerekmektedir. Ancak Merkez Bankası’nın sürekli şekilde müdahalesi istenen bir durum olmadığı için ikincil piyasaların geliştirilmesi gerekmektedir (Demir, 2004: 119-120). Enflasyon hedeflemesi Merkez Bankası özerkliğini de zorunlu kılmaktadır. Merkez Bankası bağımsızlığının sağlanması amacıyla Hazine ve kamu kurumlarına kredi verilmesinin ve borçlanma araçlarını birincil piyasadan alması yasaklanmıştır (Özdemir, 2009: 147).

Merkez Bankası ve borç yönetimi arasında sağlanacak koordinasyonun iki tarafın yararına olacağını gösteren önemli bir örnek 2000-2001 krizinde Merkez Bankası ve Hazine arasında yaşanmıştır. Bu dönemde kamu bankaları likidite sıkıntısına düşmüştür. Merkez Bankası kamu bankalarının elinde bulunan devlet iç borçlanma senetlerini satın

olarak piyasaya gerekli likiditeyi sağlamıştır. Bunun ardından Hazine kendi likidite riskini azaltmak için ihtiyacından fazla borçlanarak rezerv biriktirince piyasadaki fazla TL likiditesini azaltmış ve bunun sonucu olarak da Merkez Bankası'nın fazla likiditeyi yönetmesine yardımcı olmuştur. Ayrıca, Hazine'nin bu borçlanma politikası ile uzun vadeye bağlanan likidite sayesinde piyasada değişkenliğin de azalmasını sağlamıştır. Bu dönemde iki otoritenin farklı amaçlara sahip olmasına rağmen koordinasyon içinde olmaları her iki tarafın da yararına sonuçlar doğurmuştur (Balıbek ve diğerleri, 2012: 56-57).

Hazine ile Merkez Bankası arasında bilgi akışının ve konular üzerinde ortak anlayışın olması gerektiği açıktır. Hazine hükümetin nakit ihtiyacı ve açığı konusunda detaylı bilgiye sahipken, Merkez Bankası ise bankacılık faaliyetleri, devlet borçları çevirmeleri ve mali piyasa bilgilerine doğrudan erişim olanağına sahiptir. Her iki kurumun sahip oldukları bilgilerin bileşimi ve anlamlı bir şekilde paylaşımı konusunda etkin bir koordinasyonun sağlanması, likidite tahminlerinin daha gerçekçi olarak yapılması açısından önemlidir. Likidite tahmininin sağlıklı yapılması ise iki açıdan önemlidir. Birincisi, Hazine'nin borçlanma stratejisini doğrudan etkilemektedir. İkincisi, Merkez Bankası'nın reeskont ve zorunlu karşılık politikaları ve özellikle açık piyasa müdahaleleri üzerinde yansıma etkisi vardır. Eğer likidite doğru olarak tahmin edilmezse, Hazine borçlanmaları ve Merkez Bankası politikalarının uyumlu bir şekilde yürütülmesi mümkün olmayacak ve sonuçta faiz oranlarında meydana gelecek büyük dalgalanmalar her iki kurumunda uygulamada başarı şansını azaltacaktır (Emil ve Gelberi, 1996: 53).

1211 sayılı Kanun'da politikalar arası koordinasyona önemli katkısı olan bir başka değişiklik ise temel olarak para politikası strateji ve hedeflerinin belirlenmesi ile görevli Para Politikası Kurulu'nun Merkez Bankası bünyesinde oluşturulması ve Hazine'nin de oy hakkı olmaksızın toplantılara katılabileceğinin düzenlenmesidir.

Para Politikası Kurulu, fiyat istikrarını sağlamak amacıyla para politikası ilke ve stratejilerinin belirlenmesi, para politikası stratejisi çerçevesinde Hükümetle birlikte enflasyon hedefinin belirlenmesi, para politikası hedefleri ve uygulamaları konusunda belirli dönemler itibarıyla raporlar hazırlayarak Hükümetin ve belirleyeceği esaslar doğrultusunda kamuoyunun bilgilendirilmesi, Hükümetle birlikte Türk Lirasının iç ve dış değerini korumak için gerekli tedbirlerin alınması ve yabancı paralar ile altın karşısındaki

muadeletini tespit etmeye yönelik kur rejiminin belirlenmesi ile görevli ve yetkilidir (TCMB Kanunu, 1970: madde 22/A).

Politika belirleme seviyesinde çalışmakta olan Para Politikası Kurulu'nun yanı sıra teknik düzeyde koordinasyonun geliştirilmesine yönelik önemli başka bir adım 2007 yılında Hazine ve Merkez Bankası arasında imzalanan protokol ile atılmıştır. Protokol ile oluşturulan Eşgüdüm Komitesi likidite yönetimi-borçlanma politikası, rezerv yönetimi-borç yönetimi ve veri paylaşımı alanlarında kurumsal ilişkileri gözden geçirmek, problem alanlarını tespit etmek, çözüm önerilerinde bulunmak ve politika uygulamalarında koordinasyon sağlamakla görevlendirilmiştir (Balıbek ve diğerleri, 2012: 55-57). Bu kurullar sayesinde daha önceleri herhangi yazılı bir görüş birliğine varılmadan sağlanmaya çalışılan, otoritelerin takdirine bırakılmış olan koordinasyon her ay düzenli olarak yapılan toplantılarla daha etkin şekilde sağlanmaktadır.

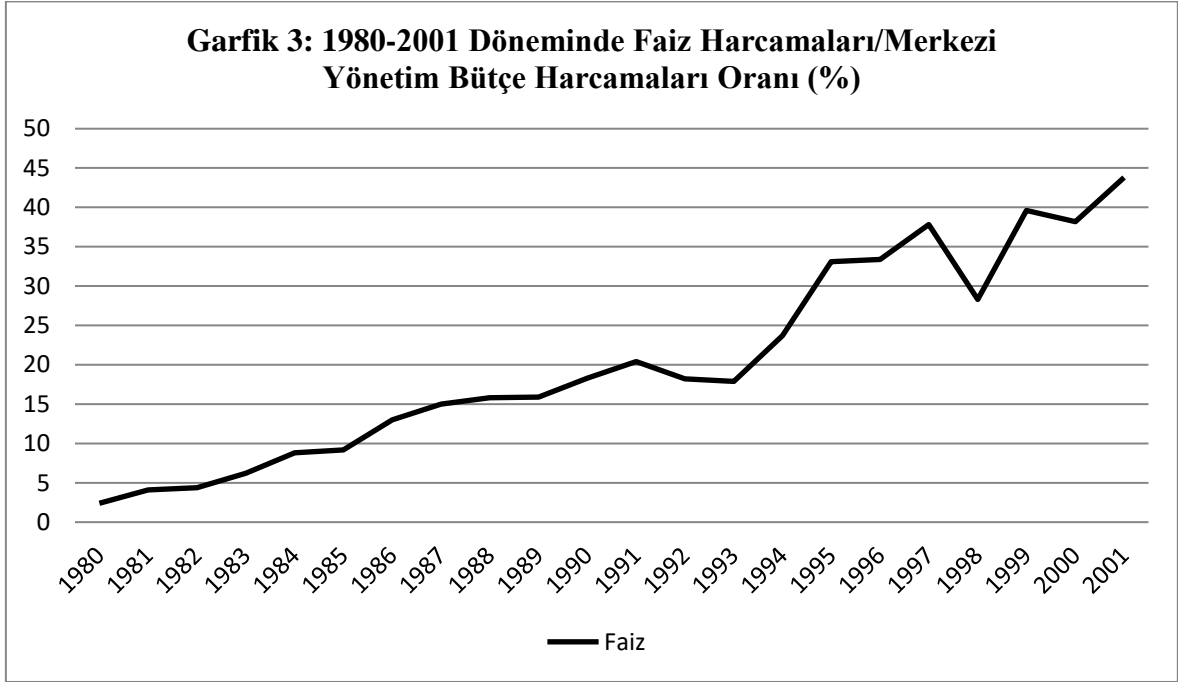
3.2.2. Kamu Borç Yönetiminin Maliye Politikası ile Koordinasyonu

Türkiye'de, ilgili yıl bütçe kanunlarının denge başlıklı maddesi başlangıç ödenekleri ile tahmini gelirler toplamı arasındaki farkın net borçlanma hasılatı ile karşılanacağını belirtmektedir (Merkezi Yönetim Bütçe Kanunu, 2017: madde 3). Bu açıdan bakıldığında borçlanma bütçe politikalarının bir sonucu olmaktadır. Oysaki bu ilişki tek yönlü değildir. Borçlanma amacıyla ihraç edilen devlet tahvillerinin vadesi ve niteliği bunların maliyetini ve dolayısıyla bütçe giderleri içerisinde yer alan faiz harcamalarının büyüklüğünü etkilemektedir. Böylece bütçe dengesi de borçlanma politikasından etkilenebilmektedir. Bu nedenle, bütçe politikası ve borçlanma politikasının koordinasyon içerisinde yürütülmesi hem mali disiplinin hem de borcun sürdürülebilirliğinin sağlanması açısından önemlidir (Balıbek ve diğerleri, 2012: 48).

Kamu mali yönetimi borçlanma politikasını doğrudan etkilemektedir. 2001 krizi öncesinde bütçenin mali disiplinden uzak olması sonucunda faiz harcamalarının bütçedeki ağırlığı Grafik 3'te görüldüğü gibi sürekli artış göstermiş ve kamu açıkları da buna bağlı olarak artmıştır.

Bunun yanı sıra, bütçe kaynaklarının kısıtlı olması nedeniyle kamunun transfer harcamalarını bütçe dışına çıkaracak muhasebe uygulamalarına gidilmiş, KİT'ler kullanılarak yükümlülükler bütçe dışında biriktirilmiş, sınırsız garanti ve ikraz

mekanizması kullanılarak bütçeden yapılamayan transferler gerçekleştirilmiş, kamu kurumlarının birbirlerine olan borçlarının tahkim kanunları çerçevesinde silinmesi yoluna gidilmiştir. Tüm bu mekanizmalar bütçeyi rahatlatırken Hazine yükümlülüklerini artırarak borç yönetimini zorlaştırmış ve etkin borç yönetimine imkân vermemiştir.



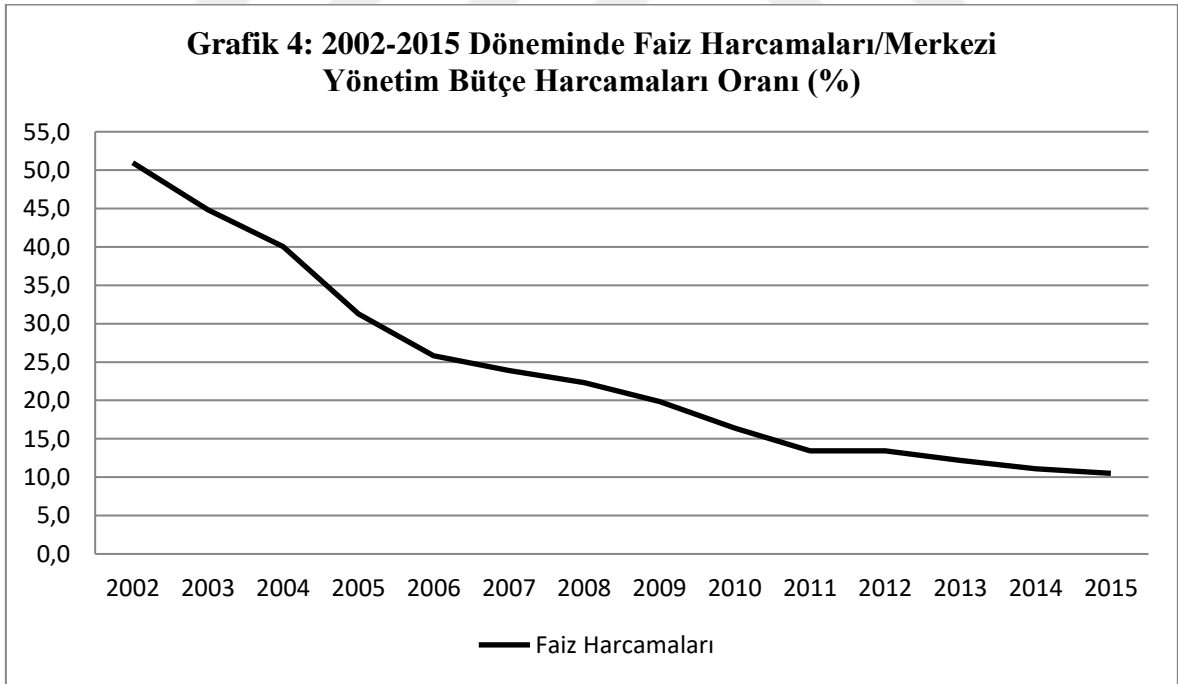
Kaynak: Bütçe ve Mali Kontrol Genel Müdürlüğü, Ekonomik Göstergeler (1950-2017), www.bumko.gov.tr

Güçlü kamu mali yönetimi, mali saydamlığı ve hesap verilebilirliği artırmakta ve kamu hizmetlerinin daha etkin olarak dağıtılmasını mümkün kılmaktadır. Güçlü kamu mali yönetimi, bütçe hazırlama süreçlerinin iyileştirilmesi, vergi ve harcama politikalarının güçlendirilmesi, bunların denetiminin etkinleştirilmesi, kamu ihale süreçlerinin ve gelir dağılımının iyileştirmesine kadar pek çok yapısal reformu gerekli kılan bir süreç olup, başarısı bunların eşanlı olarak gerçekleştirilmesine bağlıdır.

Tüm bu sayılanlar çerçevesinde kamu mali disiplininin sağlanması ve bütçe uygulamalarında şeffaflığın artırılması konusunda maliye politikasını belirleyen Maliye Bakanlığı tarafından hazırlanan ve 2003 yılında yasalaşan 5018 sayılı Kamu Mali Yönetimi ve Kontrol Kanunu kamu maliyesi alanında yaşanan önemli bir gelişmedir. 5018 sayılı Kanun gereğince 2006 yılından itibaren kamu mali disiplininin sağlanması ve bütçe uygulamalarında şeffaflığın artırılması konusunda pek çok ilerleme kaydedilmiştir.

Türkiye’de 2001 yılından yaşanan ekonomik kriz sonrasında varlık ve yükümlülük yönetimi çerçevesinde geliştirilen borçlanma politikaları Maliye Bakanlığı ve Merkez Bankası tarafından yürütülen maliye ve para politikaları ile uyum içerisinde yönetilmektedir. Bu çerçevede, mali sürdürülebilirliğin en önemli unsuru olan borcun sürdürülebilirliğini sağlamak için borç stokunun milli gelir içindeki payının azaltılması hedeflenmiş ve bu hedefe ulaşılmasında yüksek faiz dışı verilmesine yönelik para politikaları ile uyumlu borçlanma politikaları izlenmiştir. Nitekim kamu net borç stokunun milli gelir içindeki payı 2001 yılında yüzde 66,4 iken, 2015 yılı itibarıyla yüzde 8,3 dır.

Ayrıca kamu mali disiplinin sağlanmasında yapısal reformlar etkili olmuştur. Yapısal reformlara örnek olarak, kamu ihale kanunu sosyal güvenlik reformu, işgücü piyasası reformu, enerji piyasası reformu, yeni ticaret kanunu, gelir idaresinin güçlendirilmesi ve gerçekleştirilen özelleştirmeler gösterilebilir. Söz konusu yapısal reformların yanı sıra kamu maliyesinde bu dönemde kamu personeli maaşlarına enflasyon hedefiyle sınırlı bir artış verilmesi, kamuya personel alımlarının sınırlandırılması da mali disiplinin sağlanmasında etkili olmuştur (Balıbek ve diğerleri, 2012: 49-52).



Kaynak: Bütçe ve Mali Kontrol Genel Müdürlüğü, Ekonomik Göstergeler (1950-2017), www.bumko.gov.tr

Yapısal reformlar ve yüksek faiz dışı fazla verilmesi sayesinde kamu maliyesinde sağlanan iyileşme Hazine borçlanma ihtiyacı ve dolayısıyla borç stokunun azaltılmasına

imkân sağlamıştır. Grafik 4’te görüldüğü gibi azalan borçlanma ihtiyacı sayesinde ise bütçe giderleri içinde faiz harcamalarının oranı düşmüş ve bu sayede ortaya çıkan bütçe imkânlarının daha verimli alanlara kaydırılması mümkün olmuştur. 2001 yılında merkezi yönetim bütçe harcamaları yüzde 47,2 olan faiz harcamalarının payı kademeli olarak azalmış ve 2015 yılında yüzde 10,5 e düşmüştür.

Kamu borç yönetiminin maliye politikası ile koordinasyonunda 5018 sayılı kanun önemli bir rol oynamaktadır. Bilindiği üzere kanunun ilk maddesi kanunun amacını düzenlemektedir. Bu Kanun’un amacı, kalkınma planları ve programlarda yer alan politika ve hedefler doğrultusunda kamu kaynaklarının etkili, ekonomik ve verimli bir şekilde elde edilmesi ve kullanılmasını, hesap verebilirliği ve malî saydamlığı sağlamak üzere, kamu malî yönetiminin yapısını ve işleyişini, kamu bütçelerinin hazırlanmasını, uygulanmasını, tüm malî işlemlerin muhasebeleştirilmesini, raporlanmasını ve malî kontrolü düzenlemektir (Kamu Mali Yönetim ve Kontrol Kanunu [KMYKK], 2003: madde 1).

Bununla birlikte, borç yönetimi açısından kanunun bazı maddeleri özellikle büyük öneme sahiptir. Örneğin bir maddede, merkezî yönetim kapsamındaki kamu idarelerinin gelir, gider, tahsilat, ödeme, nakit planlaması ve borç yönetimi Hazine birliğini sağlayacak şekilde yürütülür. Buna göre bütün harcamalar ve gelirler Hazine vezneleri üzerinden yapılacak ve hem harcamalar hem de gelirler üzerinden daha sıkı bir denetim olacaktır, ifadeleri yer bulmuştur (KMYKK, 2003: madde 6).

Kanunun bir diğer maddesi ise her türlü kamu kaynağının elde edilmesi ve kullanılmasında denetimin sağlanması amacıyla kamuoyunun zamanında bilgilendirileceğini ifade etmektedir. Ayrıca, görev, yetki ve sorumlulukların açık olarak tanımlanması, Hükümet politikaları, kalkınma planları, yıllık programlar, stratejik planlar ile bütçelerin hazırlanması, yetkili organlarda görüşülmesi, uygulanması ve uygulama sonuçları ile raporların kamuoyuna açık ve ulaşılabilir olması, genel yönetim kapsamındaki kamu idareleri tarafından sağlanan teşvik ve desteklemelerin bir yılı geçmemek üzere belirli dönemler itibarıyla kamuoyuna açıklanması, kamu hesaplarının standart bir muhasebe sistemi ve genel kabul görmüş muhasebe prensiplerine uygun bir muhasebe düzenine göre oluşturulması zorunludur şeklinde maddelere de yer vermektedir (KMYKK, 2003: madde 7).

Bu maddeler dolayısıyla Őeffaflıđın ve hesap verilebilirliđinde uygulanmasına bŕyŕk katkı sunmakta ve ić borćlanmanın sıkı denetim altına alınmasını sađlamaktadır. Őylece gelecek ũć yıla iliŐkin gelir ve giderler hakkında bilgi sahibi olunabilmekte ve uzun vadeli borć yŕnetimi stratejisi belirlenebilmektedir.



SONUÇ

Borçlanmanın kamu finansmanı içinde önemli yer tutması ve borç stokunun ekonomi üzerindeki etkisi kamu borç yönetiminin diğer makroekonomik politikalardan bağımsız bir şekilde ele alınması gerekliliğini ortaya çıkartmıştır. Son yıllarda kamu borç yönetimi hem gelişmiş ülkelerde hem de gelişmekte olan ülkelerde üzerinde durulan önemli konulardan biridir.

Etkin bir kamu borç yönetiminin sağlanabilmesi için ilk olarak borç yönetimi hedefinin ve amaçlarının açık şekilde belirlenmesi gerekmektedir. Amaçlar belirlendikten sonra borç yönetiminin fonksiyonlarının ne olacağı belirlenmelidir. Kamu borç yönetiminde başarılı olabilmesi için şeffaflığın ve hesap verilebilirliğin sağlanması gerekmektedir. Şeffaflığın olmadığı durumda piyasada oluşacak belirsizlik ve güvensizlik borç maliyetini büyük oranda artırmakta, hesap verilebilirliğin olmadığı durumda ise yönetimin kısa vadeli hedefleri uzun vadeli hedeflere tercih etme olasılığı uzun vadede büyük maliyetler doğurmaktadır.

Etkin bir borç yönetimi için borç yöneticilerinin, borç portföyünden beklenen maliyet ve risk arasındaki dengeleri belirlemesine ve yönetmesine olanak sağlayacak olan risk yönetimi yapısını geliştirmelidirler. Kamu borç yönetiminde risk değerlendirmesi yapılırken sadece borç portföyü değil, borç geri ödemesi için gerekli olan kamu gelirleri, kamu bilançosu ve nakit akışı hakkında da bilgi sahibi olunması gerekmektedir. Risk değerlendirmesinde piyasa riski, borç çevirme riski, likidite riski, kredi riski, uzlaşma riski ve operasyonel riskin her biri ayrı ayrı değerlendirilmelidir.

Kamu borç yönetiminde özel sektör tecrübelerinden yararlanılması da etkinliğe katkı yapabilmektedir. Bu kapsamda aktif-pasif yönteminin benimsenmesi önemlidir. Risk unsuru dikkate alınarak kamunun varlıkları ile yükümlülükleri arasındaki finansal özelliklerin uyumlulaştırılmasını amaçlayan aktif-pasif yöntemi uygulamasında pasifler tarafında koşullu yükümlülükler dikkate alınmakta, aktifler tarafında ise borç geri ödemesine yardım edebilecek öğeler bilançoya dâhil edilirken, mali getiri sağlamayan

öğeler dikkate alınmamaktadır. Aktif-pasif yöntemi, verginin saptırıcı etkileri nedeni ile vergiye başvurulmadan finansman temin edilmesinde önemli bir avantaj sağlamaktadır.

Ulusal tahvil ve bono piyasasının varlığı ve geliştirilmesi istenilen şekilde etkin bir borç yönetimine ulaşmak için yerine getirilmesi gereken önemli koşullardan bir diğeridir. Ulusal tahvil ve bono piyasası borçlanma araçlarının çeşitliliğini, şeffaflığın artmasını ve yatırımcı tabanının genişletilmesini sağlayacaktır. Tahvil ve bono piyasasının oluşturulması için ilk başta yasal altyapı daha sonra yatırımcıların ve borçlanmaların bir araya geleceği piyasa altyapısı oluşturulmalıdır. Bu iki altyapı sağlandıktan sonra yatırımcı tabanı oluşturulmalı ve genişletilmelidir. Bu koşullar sağlandıktan sonra son olarak kamu kâğıtlarının uygun şekilde, risk maliyet analizi çerçevesinde arzı gerçekleştirilmelidir.

Kamu borç seviyesinin ve büyüme hızının sürdürülebilir düzeyde tutulması için kamu borç yönetiminin açık bir makroekonomik çerçeve içinde konumlandırılması önemli bir koşuldur. Bu çerçeve içinde kamu borç yönetiminin para ve maliye politikaları ile koordinasyonu istenen sonuca ulaşılabilmesi için gereklidir. Diğer makroekonomik politikaların borç stoku ile ilgili piyasada oluşturduğu belirsizlik borç geri ödemelerinin maliyetini artırmaktadır. Kamu borç yönetimi ile para ve maliye politikalarının koordinasyonunun sağlanması etkin borç yönetimi için vazgeçilemez bir koşuldur.

Koordinasyon eksikliği sonucunda ortaya çıkan en büyük sorunlar zaman tutarsızlığı ve kredibilite sorunlarıdır. Zaman tutarsızlığı borç maliyetinin sürekli ertelenmesi ve mevcut yönetim tarafından gelecek yönetimlere devredilmek istenmesi sonucunda ortaya çıkmaktadır. Bu sorunun önüne geçmek için borç portföyünün kompozisyonu ve vade yapısı iyi yönetilmelidir. Kredibilite sorunu ise farklı makroekonomik politikaların hedefleri arasındaki uyumsuzluk ve çelişkiler sonucunda ortaya çıkmaktadır. Bu sebeple kamu borç yönetiminin para ve maliye politikalarından bağımsızlaştırılması tek başına etkin borç yönetimi için yeterli olmamakta, kredibilitesinin temin edilmesi için diğer makroekonomik politikalarla koordinasyon içinde faaliyet göstermesi ve hedeflerin karşılıklı olarak uyumlulaştırılması gerekmektedir.

Koordinasyonun sağlanması için birimler arasında bilgi paylaşımı, kendi politikaları karşısında diğer birimlerin tepkilerinin kabul edilmesi, gerektiği zaman birlikte karar alınması ve uygulanacak politikalar konusunda birimlerin karşılıklı şekilde anlaşmaları ve uygulamada öncelik hakkının belirlenmesi önemli unsurlardır. Aynı

zamanda borç yönetim idaresinin, siyasi baskılardan uzak, teknik alt yapısının sağlam ve çalışanlarının konusunda uzman kişilerden oluşması gerekmektedir.

Politikalar arası koordinasyonun sağlanması iki aşamada ele alınır birinci aşama, kısa vadede politikaların faaliyetleri sırasında karşılaşılabilecek engellerin ortadan kaldırılmasıdır. Bu aşamada borç yönetimi ve para politikası ön plana çıkmakta, koordineli bir şekilde fiyat istikrarı ve finansal şartların politika hedeflerine uygun hale getirilmesi amaçlanmaktadır. İkinci aşama, politikaların dengesiz bir şekilde bir arada yürütülmesinin neden olabileceği uzun vadeli makroekonomik sonuçların değerlendirilmesidir. Uzun vadeli aşamada para ve maliye politikalarının en uygun karışımının belirlenmesi, fiyat istikrarı ve istikrarlı ekonomik büyüme için ekonomik ve finansal şartların temin edilmesi ön plandadır.

Kamu borç yönetimi ile para politikası arasında koordinasyonun sağlanmasında borç yönetiminin borç geri ödemelerinin maliyetini minimize etme amacı ile para politikasının fiyat istikrarı hedefi birbirine uyum sağlamalıdır. Merkez Bankasının birçok ülkede borç yönetimi için altyapı hizmeti sunması koordinasyonu kaçınılmaz hale getirmektedir. Koordinasyonun daha etkin gerçekleştirilebilmesi için piyasaların gelişmesi yönünde politikalar izlenmelidir. Para politikasının kredibilitesi açısından kamu borcunun sürdürülebilirliği ve borç yönetim stratejisinin kredibilitesi büyük önem arz etmektedir. Koordinasyon sürecinde, para politikasının açık piyasa işlemlerinde kendi borçlanma araçları yerine Hazine bono ve tahvillerini kullanması stratejisinin gerçekleştirilmesi hedeflenmelidir.

Ülke deneyimlerine bakıldığında ise kamu borç yönetim ofislerinin etkin, verimli ve diğer politikalarla koordineli şekilde çalışabilmesi için üç husus üzerinde durulduğu görülmektedir. Bu hususlardan birincisi borçlanma araçlarının diğer politikalar amaç ve araçlarından ayırmak, borç yönetimine etki eden kurumlar ile devamlı iletişim halinde olmak, üçüncüsü ise tek elde toplanmış veri ağının kurulması, risk yönetim modellerinin geliştirilip uygulanması ve gerekli teknolojik donanımın sağlanmasıdır. Genellikle ülkeler politikalar arası koordinasyonun sağlanması adına öncelikle kamunun Merkez Bankası tarafında finanse edilmesini yasaklamış daha sonra mali sorumluluk yasaları yürürlüğe koyarak mali disiplin sağlanmasını amaçlamışlardır.

Türkiye'de kamu borç yönetimi 1983 yılından itibaren Hazine tarafından yürütülmektedir. Önceleri borçlanma yetkisinin farklı kanunlarla farklı otoritelere bırakılması borçlanma işlemlerinde çok başlılığa neden olmuş, mali disiplinin sağlanmasında önemli bir engel teşkil etmiştir. Kamu finansmanı ve borç yönetiminin düzenlenmesi amacıyla 4749 sayılı Kamu Finansmanı ve Borç Yönetiminin Düzenlenmesi Hakkında Kanun kabul edilmiştir.

4749 sayılı Kanun'un kapsamı çok geniş tutulmuştur. Devlet adına yükümlülük yaratan tüm borçlanma işlemleri açıkça bu Kanun kapsamına alınmıştır. Kanun ile birlikte kamu borç yönetiminde sabit oranlı ve Türk Lirası cinsinden borçlanmaya ağırlık verilmesi, iç borcun vadesinin uzatılması, nakit riskine karşın Merkez Bankası'nın para rezervlerinin güçlendirilmesi, yıllık faiz yenileme sürelerinin uzatılması, dövize endekli iç borçlanmanın borç portföyü içinde bulunmaması, döviz cinsi iç borç çevirme oranının %80'i geçmemesi prensipleri benimsenmiştir.

Bu Kanun ile borç yönetiminin tek merkezde toplanması ve etkinleştirilmesi hedeflenmiş ve Hazine içinde etkin borç yönetimi için kurumsal düzenlemeler yapılmıştır. Ön Ofisin fonksiyonları Borçlanma Birimi, Orta Ofisin fonksiyonları Risk Yönetim Birimi, Arka Ofisin fonksiyonları ise Alacak ve Borç İşlemleri Birimi tarafından üstlenilmiştir. Şeffaflık ve hesap verilebilirliğin sağlanması için ise hem üst birimlere, hem de kamuoyuna aylık raporlar sunulmaktadır.

Türkiye' deki koşullar incelendiğinde Hazine bünyesinde kurulan borç yönetimi birimi ülkenin ekonomik yapısına daha uygun olduğu görülmektedir. Çünkü Türkiye'deki piyasalar çok hareketli bir yapıya sahiptir. Bundan dolayı borç yöneticilerinin para ve maliye politikalarını çok iyi analiz edebilmesi ve bunlara paralel olarak uygulamalarda bulunulması gerekmektedir. Ayrıca borç yönetim ofisinin gerektiğinde devletin diğer kurumlarına danışmanlık hizmeti vermesi gerekebilir. Bu gibi nedenlerle, Hazine bünyesinde kurulan borç ofisi en uygun seçim olmuştur.

Türkiye'de kullanılan politika araçları birbirini önemli derecede etkilediği için kamu borç yönetiminin para ve maliye politikaları ile koordinasyonunun sağlanması kaçınılmazdır. Bunun yanı sıra borç ödemeleri bütçenin transfer kalemi içinde yer aldığı için maliye politikasını doğrudan etkilemekte ve Merkez Bankası da borçlanma sürecinde Hazineye altyapı hizmeti sunmaktadır.

Türkiye’de yüksek faiz dışı fazla verilmesi amacına yönelik olarak yürütülen maliye politikası neticesinde kamu maliyesinde iyileşme sağlanırken para politikası alanında Merkez Bankasının kamuya kaynak sağlayan kurum konumundan çıkarak temel amacı olan fiyat istikrarına odaklanması bu alanda önemli gelişmelerin kaydedilmesini sağlamıştır. Türkiye, istikrarlı mali politikalar ve yapısal reformlar uygulanmak suretiyle, kamu borçlarının AB kriterleri çerçevesinde azaltılması, dalgalı kur rejimi kapsamında kesin bir enflasyon hedefi politikası yürütülerek, enflasyonun tek haneli seviyeye düşürülmesi sürdürülebilir nitelikli ve kalkınmaya imkân sağlayan istikrarlı bir ekonomik ortam oluşturulması konusunda oldukça önemli başarılar sağlamıştır. Borç yönetiminde ise borç yapısının ve seviyesinin risk unsuru olmaktan çıkarılarak borcun sürdürülebilir bir yapıya kavuşturulması yönünde önemli aşamalar kaydedilmiştir. Ayrıca Ekonomi Koordinasyon Kurulu, Finansal İstikrar Komitesi, Para Politikası Kurulu ve Eşgüdüm Komitesinin varlığı önceleri her otoritenin kendi inisiyatifinde bulunan politikaları ortak görüşmeler sayesinde aynı çatı altında toplayarak politikalar arası koordinasyon sürecine olumlu katkıda bulunmuştur. Kamu borç yönetimi, para ve maliye alanlarında gösterilen bu olumlu performans amaç ve araçları farklı olan bu politikaların Türkiye’de koordinasyon içinde yönetildiğini göstermektedir.

YARARLANILAN KAYNAKLAR

Akalın, Güneri (1986), **Kamu Ekonomisi**, 2. Baskı, Ankara: Ankara Üniversitesi Siyasal Bilgiler Fakültesi Yayınları No: 554

Alesina, Alberto ve Perotti, Roberto (1996), “Fiscal Adjustments in OECD Countries: Composition and Macroeconomic Effects”, **The National Bureau of Economic Research Working Paper Series**, No: 5730, <http://www.nber.org/papers/w5730.pdf> (13.12.2016).

Alexander, William E. ve diğerleri (1996), “Adopting Indirect Instruments of Monetary Policy”, **Finance & Development**, 33(1), 14-17, <https://www.imf.org/external/pubs/ft/fandd/1996/03/pdf/alexande.pdf> (24.11.2016).

Ateş, Gürkan (2002), **Borç Yönetim Ofisi ve Türkiye Uygulaması Üzerine Bir Çalışma**, Ankara: T.C. Başbakanlık Hazine Müsteşarlığı.

Bağcı, Hamdi (2001), **Kamu Borçları Yönetimi ve Türkiye İçin Bir Değerlendirme**, 1. Baskı, Ankara: Sermaye Piyasası Kurulu.

Balaban, Kamer Güneysu (2012), **Kurallı Maliye Politikası ve Türkiye’de Kurallı Maliye Politikası Uygulamasına İlişkin Model Önerisi**, Uzmanlık Yeterlilik Tezi, Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası.

Bal, Harun (2001), **Uluslararası Finansman Dış Borç Yönetimi ve Türkiye**, Türkiye Bankalar Birliği, Yayın No: 222, İstanbul.

Bal, Harun ve Özdemir Pınar (2011), “İç Borç Yönetimi ve Türkiye”, **Çukurova Üniversitesi İİBF Dergisi**, 15(1), 38-64.

Balıbek, Arzu Aytekin ve diğerleri (2012), “Borç Yönetiminin Ekonomik ve Parasal Politikalarla Etkileşimi”, M. Coşkun Cangöz(Ed.), Emre Balıbek(Ed.), **Hazine İşlemleri ve Çağdaş Hazine Yönetimi**, 1.Baskı içinde (45-59), Ankara: Seçkin Yayıncılık.

- Barro, Robert J. (1999), “Notes on Optimal Debt Management”, **Journal of Applied Economics**, 2(2), 281-289, <https://www.ucema.edu.ar/publicaciones/download/volume2/barro.pdf> (25.11.2016).
- Basel Committee (2001), **Sound Practices for the Management and Supervision of Operational Risk**, Bank for International Settlements, <http://www.bis.org/publ/bcbs96.pdf> (09.10.2016).
- Bazı Kanunlarda Değişiklik Yapılması Hakkında Kanun (2009), **T. C. Resmi Gazete**, 27155, 28 Şubat 2009.
- Borç ve Risk Yönetiminin Koordinasyonu ve Yürütülmesine İlişkin Esas ve Usuller Hakkında Yönetmelik (2002), **T. C. Resmi Gazete**, 24863, 01 Eylül 2002.
- Bütçe ve Mali Kontrol Genel Müdürlüğü, “Ekonomik Göstergeler (1950-2017)”, (t.y.), <http://www.bumko.gov.tr/TR,7045/ekonomik-gostergeler-1950-2017.html> (10.03.2017).
- Cangöz, M. Coşkun ve Balıbek, Emre (2012), “Kamu Borç Yönetiminin Genel Çerçevesi: Yeni Eğilimler ve Türkiye’ye Yansımaları”, M. Coşkun Cangöz(Ed.), Emre Balıbek(Ed.), **Hazine İşlemleri ve Çağdaş Hazine Yönetimi**, 1.Baskı içinde (17-44), Ankara: Seçkin Yayıncılık.
- Carracedo, Montserrat Ferre (2008), “Fiscal Policy Coordination in the EMU”, **Journal of Policy Modeling**, 30, 221-235, http://www.urv.cat/creip/media/upload/pdf/montserrat.ferre_cur.pdf (03.03.2017).
- Cortez, Jamie Delgado (2007), “Appropriate Institutional Setting for Public Debt Management”, **The United Nations Conference on Trade and Development Working Paper**, <http://vi.unctad.org/debt/debt/m2/documents/delgado2007.PDF> (12.10.2016).
- Cosio-Pascal, Enrique (2006), “The Debt Office and The Effective Debt Management Functions: An Institutional and Operational Framework”, **The United Nations Conference on Trade and Development**, <https://publications.iadb.org/bitstream/handle/11319/6531/The%20Debt%20Office>

%20and%20The%20Effective%20Debt%20Management%20Functions:%20An%20Institutional%20and%20Operational%20Framework.pdf?sequence=1
(24.10.2016).

Currie, Elizabeth ve Velandia, Antonio (2002), “Risk Management of Contingent Liabilities within a Sovereign Asset-Liability Framework”, **The World Bank**, http://treasury.worldbank.org/bdm/pdf/7_RiskMgt_Conting_Liab_Frmwk_Currie_Velandia_.pdf (24.10.2016).

Currie, Elizabeth ve diğeri (2002), “Public Debt Management Institutions: Recent Trends in OECD and EU Accession Countries”, **Debt Management Office Papers**, No: 6302, <http://www.icgfm.org/downloads/DMOPaper6302Draft.pdf> (24.10.2016).

(2003), “Institutional Arrangement for Public Debt Management”, **The World Bank Policy Research Working Paper**, 3021, 1–59. http://treasury.worldbank.org/bdm/pdf/6_Institutional_Arrangements_PDM_Currie_DethierTogo.pdf (24.10.2016).

Çaşkurulu, Eren (2007), **İç ve Dış Borçlanmada Risk Analizine Dayalı Borç Yönetimi ve Türkiye Açısından Değerlendirilmesi (1980 ve Sonrası)**, Yayınlanmamış Doktora Tezi, Gazi Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü.

Çataloluk, Cuma (2009), “Kamu Borçlanması Gerçekleşme Biçimi ve Makro Ekonomik Etkileri (Teorik Bir Yaklaşım, Türkiye Örneği)”, **Balıkesir Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü Dergisi**, 21, 240-258.

Das, Udaibir S. ve diğeri (2010), “Managing Public Debt and Its Financial Stability Implications”, **IMF Working Paper 10/280**, www.imf.org/external/pubs/ft/wp/2010/wp10280.pdf (10.10.2016).

Dedeoğlu, Emin (1995),” Devlet Borç Yönetimi”, **İktisat, İşletme ve Finans Dergisi**, 10(111), 25-30.

Demir, Meral Vurucu (2004), 4749 Sayılı Kamu Finansmanı ve Borç Yönetiminin Düzenlenmesi Hakkında Kanunun Getirdiği Yenilikler, Önceki Mevzuat İle

Karşılaştırılması, **Devlet Bütçe Uzmanlığı Araştırma Raporu**, Ankara: Maliye Bakanlığı Bütçe ve Mali Kontrol Genel Müdürlüğü.

Devlet Planlama Teşkilatı (2001), Sekizinci Beş Yıllık Kalkınma Planı, Ankara http://www.bilgitoplumu.gov.tr/wp-content/uploads/2015/01/Sekizinci_Kalkinma_Planı.pdf (13.10.2016).

Dobson, Wendy (1991), **Economic Policy Coordination: Requiem or Prologue**, Washington, D.C.: Institute for International Economics.

Edizdoğan, Nihat (2007), **Kamu Bütçesi**, 6. Baskı, Ankara: Ekin Yayınları.

Emil, Ferhat ve Gelberi, Ali İhsan (1996), “Borç Yönetimi ve Para Politikalarının Koordinasyonu”, **Hazine Dergisi**, 3, 51-62.

Erdem, Metin ve diğerleri (2006), **Kamu Maliyesi**, 4. Basım, Bursa: Ekin Kitabevi.

Garcia, Marco G. P (2002), “Public Debt Management, Monetary Policy and Financial Institutions”, **Textos Para Discussio 464, Department of Economics, PUC-Rio**, <http://www.econ.puc-rio.br/pdf/td464.pdf> (13.10.2016).

Giavazzi, Francesco ve Missale, Alessandro (2004), “Public Debt Management in Brazil”, **The National Bureau of Economic Research Working Paper Series**, No: 10394 <http://www.nber.org/papers/w10394> (14.04.2017).

Halaç, Umut (2007), “Türkiye’de Para ve Maliye Politikalarının Koordinasyonu” **İşletme ve Finans Dergisi**, 22(254), 31-46.

Hanif, Muhammad N. (2002), “Public Debt Management”, **Munich Personal RePEc Archive**, Paper No: 10212, https://mpra.ub.uni-muenchen.de/10212/1/MPRA_paper_10212.pdf (13.10.2016).

Hanif, Muhammad N. ve Arby, M. Farooq (2003), “Monetary and Fiscal Policy Coordination”, **Munich Personal RePEc Archive**, Paper No. 20820, https://mpra.ub.uni-muenchen.de/10307/1/Monetary_and_Fiscal_Policy_Coordination.pdf (15.10.2016).

Hazine Müsteşarlığı, “Kamu Finansmanı İstatistikleri” (t.y.), <https://www.hazine.gov.tr/tr-TR/Istatistik-Sunum-Sayfasi?mid=59&cid=12&nm=33> (08.05.2017).

Hazine Müsteşarlığı (2003), “Kamu Borç Yönetimi Raporu”, <https://www.Hazine.gov.tr/tr-TR/Rapor-Sunum-Sayfasi?mid=614&cid=22&nm=40> (12.04.2017).

_____ (2016), ”Kamu Borç Yönetimi Raporu”, <https://www.Hazine.gov.tr/tr-TR/Rapor-Sunum-Sayfasi?mid=614&cid=22&nm=40> (15.03.2017).

Hazine Müsteşarlığının Teşkilat ve Görevleri Hakkında Kanun (1994), **T. C. Resmi Gazete**, 4059, 09 Aralık 1994.

Hazman Gürler, Gülsüm (2011), “Türkiye’de Gelir Dağılımında Adalet ve Sosyal Güvenlik Harcamaları Arasındaki Nedensellik İlişkisi”, **Süleyman Demirel Üniversitesi İktisadi ve İdari Bilimler Dergisi**, 16(1),205-216.

Hawkins, John (2004), “Central Bank Securities and Government Debt”, **Australasian Macroeconomics Workshop**, <http://www.bankofengland.co.uk/education/Documents/ccbs/handbooks/pdf/ccbshb30.pdf> (12.03.2017).

İsmayılov, Hakim (2012), **Kamu Borç Yönetiminin Para ve Maliye Politikaları ile Koordinasyonunun Sağlanması: Türkiye Örneği**, Yayınlanmamış Doktora Tezi, Marmara Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü.

IMF (2010), “Stockholm Principles”, <https://www.imf.org/external/np/mcm/Stockholm/principles.htm> (10.04. 2017).

IMF ve WB (2001), **Guidelines for Public Debt Management**, Washington D.C.: International Monetary Fund-World Bank Group, <http://www.imf.org/external/np/mae/pdebt/2000/eng/guide.pdf> (28.02.2017).

_____ (2003), **Guidelines for Public Debt Management**, Washington D.C.: International Monetary Fund-World Bank Group, <http://www.imf.org/external/np/mfd/pdebt/2003/eng/am/120903.pdf> (15.03.2017).

Kalay Kaya, Betül (2006), **Avrupa Para Birliği ve Türkiye’nin Borç Yönetimi Politikası Üzerine Etkileri**, 1. Baskı, Ankara: SPK Yayınları.

Kamu Finansmanı ve Borç Yönetiminin Düzenlenmesi Hakkında Kanun (2002), **T. C. Resmi Gazete**, 24721, 28 Mart 2002.

Kamu Mali Yönetim ve Kontrol Kanunu (2003), **T. C. Resmi Gazete**, 25326, 10 Aralık 2003.

Karaçor, Zeynep (2012), **Ekonomi Politikası ve Türkiye**, 1. Baskı, Konya: Çizgi Kitabevi.

Karahan, Özcan (2005), “Türkiye’de Örtük Enflasyon Hedeflemesi Programının Uygulanmasına İlişkin Oluşan Riskler ve Bu Risklerin Yönetim Politikaları”, **Elektronik Sosyal Bilimler Dergisi**, 4(14), 34-47.

Karlık, Rıdvan (2007), **Cumhuriyet’in İlanından Günümüze Türkiye Ekonomisi’nde Yapısal Dönüşüm**, 10. Baskı, İstanbul: Beta Yayıncılık.

Kazgan, Gülten (1988), **Ekonomide Dışa Açık Büyüme**, 2. Baskı, İstanbul: Altın Kitaplar Yayınevi.

Laurens, Bernard ve De La Piedra, Enrique G. (1998), “Coordination of Monetary and Fiscal Policies”, **International Monetary Fund Working Paper 98/25** <https://www.imf.org/external/pubs/ft/wp/wp9825.pdf> (20.06.2016).

Leong, Donna (1999), Debt Management- Theory and Practice, **Her Majesty’s Treasury Occasional Paper No: 10**, <http://www.mfcr.cz/assets/en/media/D-Leong-Debt-Management-Theory-and-Practice-April-1999.pdf> (02.12.2016).

Matei, Ani ve Dogaru, Tatiana-Camelia (2013) “Coordination of Public Policies in Romania, an Empirical Analysis”, **Procedia- Social and Behavioral Sciences**, 81, 65-71, <https://doi.org/10.1016/j.sbspro.2013.06.389> (02.12.2016).

Medeiros, Carlos ve diğerleri (2007), “A Primer on Sovereign Debt Buybacks and Swaps”, **International Monetary Fund Working Paper 07/58**, www.imf.org/external/pubs/ft/wp/2007/wp0758.pdf (24.05.2017).

Medeiros, Otavio (2012), “Debt Management Guidelines: 10 Years”, **Brazilian National Treasury Ministry of Finance**, SDMF -Washington D.C.,

http://treasury.worldbank.org/web/documents/10_years_guidelines_final_version_Otavio.pdf (13.04.2017).

Merkezi Yönetim Bütçe Kanunu (2017), **T. C. Resmi Gazete**, 29928, 26 Aralık 2016.

Mishkin, Frederic (2000), **Para Teorisi ve Politikası**, (Çev. İlyas Şıklar ve Ahmet Çakmak), 1. Baskı, İstanbul: Bilim Teknik Yayınevi.

Mu, Yıbn (2006), “Government Cash Management: Good Practice & Capacity-Building Framework”, **International Monetary Fund, Harvard University and The World Bank**, https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=918008 (24.10.2016).

Muratoğlu, Yusuf. (2011), “Büyüme ve İstihdam Arasındaki İlişki Türkiye Örneği”. **International Conference on Eurasion Economies**, 167-173, <https://www.avekon.org/papers/335.pdf> (20.10.2016).

Mutlu, Sevda (2009), **Borç Yönetimi Ofisleri ve Türkiye’de Uygulanabilirliği**, Yayınlanmamış Yüksek Lisans Tezi, Marmara Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü.

Önder, İzzettin (2013), **Maliye Politikası-I**, Beyhan Ataç (Ed.), (2-29), Eskişehir: T.C. Anadolu Üniversitesi Yayını, Yayın No:2560.

Özdemir, Pınar (2009), **İç Borç Yönetimi ve Türkiye**, Yayınlanmamış Yüksek Lisans Tezi, Çukurova Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü.

Özkan, F. Özkan (1997), “Zaman Tutarsızlığı, İnanılabilirlik ve Makro İktisat Politikaları”, **İktisat, İşletme ve Finans Dergisi**, 12(131), 23-36.

Paya, Merih (2013), **Küresel Ortamda İktisat Politikaları**, 1. Baskı, İstanbul: Türkmen Kitabevi.

Pehlivan, Nilgün (2003), “Risk Analizine Dayalı Kamu Borç Yönetimi”, Marmara Üniversitesi(Haz.), **Türkiye’de Kamu Borçlanması XVIII. Türkiye Maliye Sempozyumu**, (385-418), İstanbul: Marmara Üniversitesi Maliye ve Araştırma ve Uygulama Merkezi.

- Pınar, Abuzer (2010), **Maliye Politikası Teori ve Uygulama**, 3. Baskı, Ankara: Naturel Yayıncılık.
- Pınar, Abuzer ve Erdal, Bahar (2013), **Para Banka Kredi ve Para Politikası Açıklamalı Yanıtlarıyla Konu Anlatımlı ve Çoktan Seçmeli Sorular**, 10. Baskı, Ankara: Turhan Kitabevi.
- Saatçi, M. Yasin (2007), “Türkiye’de Kamu Borç Yönetimi Süreci ve Tarihsel Gelişimi”, **Devlet Bütçe Uzmanları Derneği Bütçe Dünyası Dergisi**, 3(27), 65-72.
- Sibert, Anne (2007), "Criteria for Monetary Union Accession", University of London and CEPR, **Birbeck College Briefing Paper** <http://annesibert.co.uk/Sep2007.pdf> (22.01.2017).
- Storkey, Ian (2001), “Sovereign Debt Management: A Risk Management Focus”, **The Finance and Treasury Professional**, http://www.storkeyandco.com/files/9713/8731/5396/FTA_Article.pdf (25.11.2016).
- Süslü, Bora ve Bekmez, Selahattin (2010), “Türkiye’de Zaman Tutarsızlığının ARDL Yöntemi ile İncelenmesi”, **BDDK Bankacılık ve Finansal Piyasalar Dergisi**, 4(2), 85-110.
- Tandırcıoğlu, Haluk (2004), **Türkiye’ de Mali Disiplinin Sağlanmasında Borç Yönetiminin Etkinliği**, Yayınlanmamış Doktora Tezi, Dokuz Eylül Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü.
- Tandırcıoğlu, Haluk ve Egeli, Haluk (2009), “Borç Yönetiminde Patronaj Sorunu”, **Sosyoekonomi Dergisi**, 10(2), 7-30.
- Togo, Eriko (2007), “Coordinating Public Debt management with Fiscal and Monetary Policies: An Analytical Framework”, **World Bank Policy Research Working Paper** **No: 4369**, http://treasury.worldbank.org/bdm/pdf/3_CoordinatingPDMwithFiscalandMonetaryPolicies_Togo.pdf (10.04.2016).
- Türk, İsmail (2008), **Maliye Politikası Amaçlar, Araçlar ve Çağdaş Bütçe Teorileri**, 21. Baskı, İstanbul: Turhan Kitabevi.

Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası Kanunu (1970), **T. C. Resmi Gazete**, 13409, 14 Ocak 1970.

Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası Kanununda Değişiklik Yapılmasına Dair Kanun (2001), **T. C. Resmi Gazete**, 24393, 25 Nisan 2001.

Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası Terimler Sözlüğü (t.y.), http://www.tcmb.gov.tr/wps/wcm/connect/0ce9fa91-e7f2-433c-b5bd-2ba67f35f2c4/TCMB_TerimlerSozlugu.pdf?MOD=AJPERES&CACHEID=ROOTWORKSPACE-0ce9fa91-e7f2-433c-b5bd-2ba67f35f2c4-INkhwbN (10.11.2016)

Ulusoy, Ahmet (2016), **Maliye Politikası**, 1. Baskı, İstanbul: Umuttepe Yayınları.

UNITAR (1999), **The "Building Blocks" of Effective Government Debt Management**, UNITAR Sub-Regional Workshop on Effective National Debt Management for Eastern and Southern African Nations <https://www.unitar.org/pft/sites/unitar.org.pft/files/DocSeries8.pdf> (04.11.2016).

_____ (2002), **Institutional Framework for Public Sector Borrowing**, UNITAR Training Programmes in The Legal Aspects of Debt and Financial Management, https://www.unitar.org/pft/sites/unitar.org.pft/files/Document17_Rev1.pdf (09.03.2017).

Yılmazcan, Dilek (2003), "Türkiye'de Dış Borç Yönetiminin Koordinasyonu ve Yabancı Ülke Uygulamaları", **Türkiye'de Kamu Borçlanması XVIII. Türkiye Maliye Sempozyumu**, (231-249), İstanbul: Marmara Üniversitesi Maliye ve Araştırma ve Uygulama Merkezi.

Yüce, Meltem (2012), **Kamu Borç Yönetimi Açısından Türkiye'de Piyasa Yapıcılığı Sisteminin Yabancı Ülke Uygulamalarıyla Karşılaştırmalı Analizi**, Yayınlanmamış Yüksek Lisans Tezi, Gazi Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü.

WB (2007), **Managing Public Debt: From Diagnostics to Reform Implementation**, Washington DC, <http://documents.worldbank.org/curated/en/998331468331268053/pdf/399880PAPER0Ma13082136872901PUBLIC1.pdf> (25.02.2016).

WB ve IMF (2014), **Revised Guidelines for Public Debt Management**, Washington D.C.: International Monetary Fund-World Bank Group, <https://www.imf.org/external/np/pp/eng/2014/040114.pdf> (09.01.2017).

Wheeler, Graeme (1996), “New Zealand’s Experience with Autonomous Sovereign Debt management”, <http://www.publicdebt.net/export/sites/pdm/pdm/LEGAL-AND-ORGANIZATIONAL-FRAMEWORK/Institutional-and-Organizational-Framework/Documents/nz-auton-dm.pdf> (26 Nisan 2017).

_____ (2004), **Sound Practice in Government Debt Management**, Washington DC: World Bank, <http://documents.worldbank.org/curated/en/650491468780582418/pdf/289880PAPER0So1government0debt0mgmt.pdf> (21.05.2016).

Williams, Mike (2004) “Government Cash Management: Its Interaction with Other Financial Policies”, **IMF Technical Notes and Manuals 10/13**. <https://www.imf.org/external/pubs/ft/tnm/2010/tnm1013.pdf> (24.01.2017).

ÖZGEÇMİŞ

Dilek Kara, 4 Ekim 1991 yılında Giresun'da doğdu. 2009 yılında Karadeniz Teknik Üniversitesi Maliye Bölümünde başladığı lisans eğitimini 2013 yılında bitirdi. 2014 yılında Karadeniz Teknik Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü Maliye Anabilim dalında tezli yüksek lisans eğitimine başladı. Bir yıl hazırlık sınıfında İngilizce eğitimi gördü. Kara bekâr olup İngilizce bilmektedir.

