



**Kamu Borç Yönetiminin Maliye ve Para Politikası ile
Uyum Sorunu: Türkiye Pratiği**
Public Debt Management with Fiscal and Monetary Policy
Appropriate Problem: Turkey Practice

Ahmet ULUSOY

*Prof. Dr., Beykent Üniversitesi, İktisadi ve İdari Bilimler Fakültesi, İktisat Bölümü,
ahmetulusoy@beykent.edu.tr*

Dilek KARA

*Karadeniz Teknik Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü, Maliye Anabilim Dalı Yüksek Lisans
Öğrencisi, karadlk@hotmail.com*

MAKALE BİLGİSİ

Makale Geçmişi:

Geliş: 20 Aralık 2016

Düzeltilme Geliş: 10 Ocak 2017

Kabul: 12 Şubat 2017

Anahtar Kelimeler:

Borçlanma, Borç Stoku, Kamu
Borç Yönetimi, Maliye Politikası,
Para Politikası, Politikalar Arası
Uyum.

© 2017 PESA Tüm hakları saklıdır

ÖZET

1929 Büyük Buhranına ilaç niteliğinde değerlendirilen Keynesyen politikalar, kriz döneminde başarılı sonuçlar vermesine karşın, kriz sonrası izlenen savurgan politikalar neticesinde bütçe açıklarına ve dolayısıyla artan kamu borç stokuna sebep olmuştur.

Maliye politikasının artan borç stokunun ekonomi üzerindeki etkilerini yönetmede yetersiz kalması, önceleri maliye politikasının bir aracı olarak görülen Kamu Borç Yönetiminin, ayrı-bağımsız bir politika olarak devreye girmesini kaçınılmaz kılmıştır.

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 çalışmada kamu borç yönetimi, kamu borç yönetiminin para ve maliye politikaları ile uyumu, bu uyumun önemi ve Türkiye'deki gelişmeler incelenmiştir. Bu bağlamda kamu borç yönetimi, kamu borç yönetiminin para ve maliye politikaları ile karşılıklı ilişkileri, kamu borç yönetimi politikasının makroekonomik politikalarla uyumunun sağlanması sırasında karşılaşılan sorunlar ve bu sorunların etkileri ele alınmıştır.

ARTICLE INFO

Article History:

Received: 20 December 2016

Received in revised form: 10
January 2017

Accepted: 12 February 2017

Keywords:

Borrowing, Public Debt
Management, Fiscal Policy,
Monetary Policy, Compliance
Between Politics

© 2017 PESA All rights reserved

ABSTRACT

The Keynesian policies, which were evaluated as medicines for the Great Depression of 1929, caused successful outcomes in the crisis period but resulted in budget deficits as a result of the extravagant policies followed by the crisis and thus the increased public debt stock.

The inadequacy of fiscal policy to manage the effects of increasing debt stock on the economy has inevitably led to the Public Debt Administration, which was regarded as a means of fiscal policy, to take over as a separate, independent policy.

It is accepted today that there is an important relationship between the sustainability of the public debtor and an effective public debt management policy and economic stability. For this reason, it is of great importance that public debt management is accepted as an independent policy and that it is compatible with monetary and fiscal policies within the macroeconomic framework.

In this study, public debt management, compliance with the monetary and fiscal policies of public debt management, the importance of this harmonization and the developments in Turkey have been examined. In this context, public debt management, the interrelation of public debt management with monetary and fiscal policies, the problems encountered in ensuring compliance of public debt management policy with macroeconomic policies and the effects of these problems are discussed.

GİRİŞ

1929 Ekonomik Krizi'nden sonra birçok ülkede uygulanmaya başlayan Keynesyen politikalar krize çare olsa da kamu harcamalarına ve bütçe açıklarına yol açmıştır. Kamu harcamalarının artan seyri, gerek gelişmiş ülkelerde gerekse gelişmekte olan ülkelerde zamanla büyük bir ekonomik soruna dönüşmüştür. Sorunun kaynağı kamu harcamalarındaki hızlı artışın neden olduğu bütçe açıklarının borçlanmayla finansmanının borç rasyolarında bozulmaya yol açmasıdır. Borç rasyolarındaki bozulmanın başlıca belirtileri olarak kamu borç stokunun büyümesi, borç vade yapısının değişimi, para birimi değer kaybı ve faiz oranı kompozisyonunun arzulanan düzeyden uzak olması gösterilebilir. Bu rasyolardaki bozulmalardan kaynaklanan mali baskı, ekonomik istikrarsızlığa, borç krizlerine ve büyük finansal krizlere neden olduğundan borç stokunun denetim altına alınması bir zorunluluk olarak görülmeye başlamıştır.

Kamu borç yönetiminin yükümlülüklerini etkin bir şekilde yerine getirebilmesi için bazı hedefler koyması ve bu hedefler doğrultusunda bazı stratejilere sahip olması gerektiği fikri 1980'lerin başından itibaren gündemi meşgul etmektedir.

Kamu borç yönetiminin ayrı bir politika olarak kabul görmediği, maliye politikasının kamu borç yönetiminden sorumlu olduğu dönemlerde genellikle maliye politikası kısa vadede borç geri ödemelerinin maliyetini düşük tutmayı ve mümkün olduğu kadar ötelemeyi amaçlamaktaydı. Para politikasından sorumlu birimin kamu borç yönetimini üstlendiği dönemlerde ise borç maliyetini düşürmek için faiz oranlarını düşük tutma gibi politikalar tercih edilmekteydi.

Günümüzde ise kamu borç yönetimi bağımsız bir politika haline gelmiş, ilk başta kendi hedeflerini belirlemekte ve sonrasında bu hedefler doğrultusunda diğer makroekonomik politikalarla koordinasyon sağlamaktadır.

Bu çalışmada kamu borç yönetimi ve kamu borç yönetiminin para ve maliye politikaları ile koordinasyonu incelenmeye çalışılmıştır. Ayrıca borç yönetiminin makroekonomik politikalarla uyumunda ortaya çıkan sorunlara da yer verilmiştir.

1.Kamu Borç Yönetimi

Kamu borç yönetimi, temelde devletin finansman ihtiyacının en az maliyetle karşılamak, bunun yanı sıra belirlediği diğer borç yönetimi hedeflerine ulaşmak amacıyla benimsenen mantıklı bir borç yönetim stratejisinin seçilmesi ve uygulanması sürecidir.

- Kamu borç yönetiminin amaçları şöyle sıralanabilir (İsmayilov, 2012: 5-6);
- Devletin finansman ihtiyacının etkin bir şekilde yönetilmesi,
- Borçlanma maliyetinin en aza indirilmesi,
- Riskin makul düzeyde tutulması,
- Borç portföyünün yapısının ve borçlanma stratejilerinin sürekli ve özenli bir şekilde denetim altında tutulması,
- Gelecekte ortaya çıkabilecek sorunların gerçekleşme olasılığı karşısında başvurulacak çözüm yollarının önceden düşünülüp, buna göre planlı bir şekilde harekete geçilebilmesi,
- Borçtan kaynaklanan sorunların ekonomiye etkilerinin iyi hesaplanması,
- Ulusal sermaye piyasalarının gelişiminin desteklenmesi,
- Vadesi gelmiş olan kamu borcunun geri ödenmesi,

Sermaye piyasasının yapısı, kur rejimi, makroekonomik politikaların etkinliği, yapısal reformların gerçekleştirilebilme kapasitesi, ülkenin kredibilitesi gibi unsurlar bağımsız borç yönetiminin oluşturulması ve geliştirilmesinde temel faktörler olmuştur. Kamu borç portföyü ekonomi içindeki en büyük portföy olduğu için sadece kamu kesimini değil bütün ekonomiyi etkilemekte ve bu yüzden de portföyün içindeki risk, vade yapısı ve para birimi unsurları bütün ekonomi için büyük önem arz etmektedir.

Etkin bir kamu borç yönetiminin sağlanabilmesi için ilk olarak borç yönetimi hedefinin ve amaçlarının açık şekilde belirlenmesi gerekiyor. Amaçları doğrultusunda başarılı olabilmesi için kamu borç yönetiminde şeffaflığın ve hesap verilebilirliğin sağlanması gerekmektedir.

Şeffaflığın olmadığı durumda ise yönetimin kısa vadeli hedefleri uzun vadeli hedeflere tercih etme olasılığı uzun vadede büyük maliyetler doğuracaktır.

Kamu borç yönetiminin başarılı olabilmesi için makroekonomik çerçeve içinde doğru konumlandırılması, diğer kurumsal yapılar ve politikalar ile ilişkilerinin doğru belirlenmesi ve ulusal borç piyasasının gelişmesi için gerekli düzenlemelerin ve teknik altyapının tasarlanması gerekmektedir.

2.Makroekonomik Politikalar Arasındaki Uyumun Önemi

Makroekonomik politikaların ortak amacı ekonominin enflasyonist etki yaratmayacak şekilde büyümesini sağlamak ve sürdürmektir. Bu sebeple para, maliye ve kamu borç yönetimi politikaları arasında yakın bir ilişki söz konusudur ve koordinasyon sağlanması önem arz etmektedir.

Koordinasyonun temeli işbirliğine, işbirliğinin temeli ise otoriteler arasındaki güven ilişkilerine dayanmaktadır. Koordinasyonu etkinliği için verilen otoriteler arası verilen taahhütlere bağlılık önem arz etmektedir (Halaç, 2007: 32). Farklı resmi kurumlar tarafından tasarlanan mali ve parasal politikaların her birinin kendi amaçları, kaynakları, kısıtlamaları ve teşvikleri olacaktır. Bu yüzden parasal ve mali politikaların etkili bir şekilde uygulanması otoriteler arasında kapsamlı bir koordinasyonu gerektirmektedir. Etkili koordinasyon politika yapıcılarının açıklamış oldukları politika amaçlarına ulaşmalarını daha kolay hale getirebilir. Aynı zamanda bu politikalar alanında sorumlu olan karar alıcıların karşılıklı olarak aynı amaçta ve aynı fikirde olmalarını sağlar. Çünkü bir alanda zayıf olan bir politika duruşu diğer alanlara yük getirecek ve uzun vadede sürdürülemezdir (IMF, 1998:5).

Kamu borç yönetiminin diğer makroekonomik politikalarla koordinasyonunun sağlanmasını isteme gerekçelerinin başında; kamu borç yönetimi ile diğer makroekonomik politikaların kamu borçlanmasına ve kamu borç stokuna yaklaşımı arasında önemli farklılıkların mevcut olması gelir. Örneğin, maliye politikası, kamu borç stokunun düzeyi de dâhil olmak üzere, 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.

Farklı ve bazen de çelişen amaçlardan kaynaklanan zıt politikalar borç stokunun ekonomi üzerinde büyük risk oluşturmasına yol açabilir. Aynı zamanda, aynı piyasada işlem gerçekleştirmek de etkinsizliğe yol açabilmekte bu sebeple politikaların uyumlu olması gerekmektedir. Örneğin, ilk olarak kamu borç yönetiminin maliye politikasının bir aracı olarak kullanıldığı duruma bakalım. Bu durumda maliye politikasını yürüten otorite borç yönetiminden cari dönem borç geri ödemelerinin maliyetinin mümkün olduğu kadar düşük tutulmasını ister. Maliyetin düşük olması öncelik olarak benimsendiği zaman borç portföyünde yüksek risk taşıyan borcun miktarı artar. Risk priminin düşük olduğu durumlarda para politikasından sorumlu otoritenin borç finansmanı için senyoraja başvurma gereksinimi de düşüktür. Fakat orta ve uzun vadeden hem borç portföyünün daha riskli hale gelmesi hem de artan bütçe açıkları para politikasının rahat hareket etmesini engelleyecektir. Borç finansmanı için senyoraj zorunlu hale gelecektir (Togo, 2007: 27).

Merkez Bankasının kendi başına, diğer makroekonomik politikalar ile koordinasyon sağlamadan, sıkı para politikası ile enflasyonu düşürme çabasının, kısa vadede sonuç vereceği ama uzun vadede tam tersi etki yapacağı bilinmektedir. Bunun nedeni enflasyon beklentilerinin sadece bugünkü para politikasına değil, gelecekteki para politikasına da bağlı olmasıdır. Maliye politikasından kaynaklanan bütçe açıklarının gelecekte sıkı para politikasından vazgeçilmesine yol açacağı beklentisi enflasyonu yükseltecektir, bu yüzden de koordinasyon fiyat istikrarı için ön koşuldur (Sargent ve Wallace, 1981: 5).

Politikalar arasındaki koordinasyon, devletin daha sıkı düzenlemeler yapmasının ve kamu kâğıtları için tekeli piyasalar oluşturmak zorunda kalmasının ve yüksek enflasyon tehlikesinin önüne geçebilir.

3.Politikalar Arası Uyum Eksikliğinden Kaynaklanan Sorunlar ve Etkileri

Ekonomide etkili politika koordinasyonu olmazsa yüksek faiz oranları, döviz kuru artış baskısı, hızlı enflasyon ve ekonomik büyümeyi azaltıcı etkiye önderlik eden finansal istikrarsızlık ortaya çıkabilir. Özellikle son yıllarda dünya genelinde yaşanan krizlere ve ülkelerin bu krizlerden etkilenme derecelerine bakıldığında, krizlerin beraberinde getirdiği darboğazlardan çıkışların zaman alma nedeninin, ülkelerin makroekonomi politikalarının etkin bir şekilde koordine edilmemesi olduğu görülmektedir (Hanif ve Arby, 2003: 3)

Politikalar arası koordinasyon sağlanamamasının bazı nedenleri aşağıdaki gibidir (Blinder, 1982: 17):

- Mali ve parasal otoriteler toplum için en iyinin ne olduğu ile ilgili farklı görüşler ve farklı amaçlara sahip olabilirler.
- Politika yapıcılarının borç yönetimi, para ve maliye politikasının ekonomi üzerindeki olası etkileri hakkında farklı ekonomik teorilere bağlı kalarak farklı fikirlere sahip olabilir.
- Farklı tahminler, ekonomik teorilerin ve dışsal değişkenlerin farklı tahminlerinden kaynaklanabilir.

Para politikası, maliye politikası ve borç yönetimi 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 sonrasında borç yönetimi ile para ve maliye politikaları arasında hedefler ve yöntemler açısından bir takım anlaşmazlıklar söz konusu olur. Bu anlaşmazlıklardan kaynaklanan başlıca iki önemli sorun zaman tutarsızlığı ve makroekonomik politikaların kredibilitesidir (IMF, 1998: 5).

3.1.Zaman Tutarsızlığı Sorunu

Zaman tutarsızlığı sorununun ortaya çıkmasındaki temel neden, mevcut hükümetin kendi döneminde yapılan harcamaların maliyetini, kendinden sonraki dönemlere yansıtmak istemesidir. Borç stokunun kısa vadeli sonuçlara yönelik politikalarla kırılmaşması orta ve uzun vadede enflasyonu ve faiz oranlarını arttırmakta, gelir düzeyini düşürmekte ve yatırımcı güvenini zedelemektedir. Bu sorunun önüne geçmek için borç portföyünün kompozisyonu ve vade yapısı iyi yönetilmelidir (Leong, 1999: 30).

Bu açıdan bakıldığında gelişmiş ülkeler ile gelişmekte olan ülkeler arasında 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 yatırımcılarına sürekli farklı özellikler ve ayrıcalıklar sağlayan kamu kâğıtları ihraç edilmekte ve bu da borç portföyünü olumsuz etkilemektedir(Wheeler, 2004: 36).

3.2.Kredibilite Sorunu

Kredibilite sorunu farklı makroekonomik politikaların hedefleri arasındaki uyumsuzluk ve çelişkiler sonucunda ortaya çıkmaktadır. Çünkü uyumsuzluklar ve çelişkiler finansal piyasalarda güvensizlik yaratmaktadır. Bu güvensizlik politikaların kredibilitesini olumsuz yönde etkilemektedir.

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 bir biri 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: 8).

Makroekonomik politikalar arasında çelişkiler ne derece büyük olursa, ülke ile ilgili güvenilirlik ve kredibilite sorunları da o derece büyük olur. Politikaların farklı hedefler belirlemiş olmaları ve diğer politikaları kendi hedefleri doğrultusunda etkileme ve yönetme

istekleri bu çelişkilerin ortaya çıkarmasındaki nedenlerdir. Örneğin, borç yönetimi ile para politikası otoritesinin çeliştiği önemli noktalardan birisi borç yönetiminin borç stokunu enflasyon hedefine yönelik yönetme arzusudur. Para politikası otoriteleri, fiyat istikrarını bozucu etki yapmayacağını düşündüğü için borç portföyünde yabancı para cinsinden ya da enflasyona endekli senetlerin oranının fazla olmasını ister. Borç yönetimi ise, özellikle piyasanın bu türden borçlar için yeterince gelişmediği durumlarda, böyle bir uygulamanın devlet bilançosunda büyük risk yaratacağına inanır. 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 görmemektedir (IMF, 2003: 11).

Kısa vadeli döviz kuruna veya enflasyona endekli borçlanma araçları borç portföyünün riskini artırdığı için kamu borç yönetimi uzun vadeli, sabit oranlı, yerel para cinsinden borcun borç portföyü içinde mümkün olduğu kadar çok olması yönünde strateji belirlemektedir.

4.Kamu Borç Yönetiminin Maliye ve Para Politikaları ile Uyumunun Sağlanması

Para, maliye ve borç yönetimi politikaları arasında koordinasyonun sağlanması için bu politikaların her birinin amaçlarının ve politika araçlarının bilinmesi gerekir. Borç yönetimi için temel amaç, makul bir risk derecesi ile orta vadeden uzun vadeye, en düşük maliyetle devletin finansman ihtiyaçlarının karşılanması ve geri ödeme yükümlülüklerinin vadesinde yerine getirilmesi olarak tanımlanmaktadır. Politika araçları olarak yeni borç ihraçları ve mevcut borç stokunun bileşiminin değiştirilmesi seçenekleri söz konusudur (Piga, 2001: 25).

Maliye politikasının amacı ise ekonomik büyümenin sağlanması ve sürdürülmesi, kaynakların etkin bir şekilde harekete geçirilmesi, tam istihdama ulaşılması, gelir ve servet dağılımındaki eşitsizliğin azaltılması ve bunlar yapılırken bütçe dengesinin gözetilmesidir. Kamu harcamaları, harcamaların dağılımı ve vergi politikası bu amaçlar etrafında şekillenmektedir (Popa ve Codreanu, 2010:2).

Para politikasının amacı ise fiyat istikrarının sağlanması ve gerçekleşen GSYH ile potansiyel GSYH arasındaki farkın en aza indirilmesidir. Enflasyon, faiz oranı, parasal büyüklükler veya kur hedefleri bu amaca yönelik olarak belirlenmekte ve açık piyasa işlemleri veya piyasa dışı yöntemler (örneğin, mevduat zorunlu karşılıkları yoluyla) uygulanarak bu hedeflere ulaşılmaya çalışılmaktadır (Felstein ve Stock, 1994: 8).

Borç yönetimi ile diğer politikalar arasındaki koordinasyon ya kurumlar arasında politikaların planlanması ve uygulanması sürecinde sürekli irtibat kurulması ile ya da etkin ve katı kurallar ve prosedürler belirlenerek sağlanabilir. Örneğin, Yeni Zelanda ve Brezilya gibi ülkeler sağduyulu şekilde kendi mali pozisyonlarını yönetmek, mali sağduyu belirlemek için gerekli olan kriterleri ilan etti ve hükümetler bu amaca uygun hazırlanmış mevzuatı kabul etti (Wheeler, 2004: 42).

Koordinasyon sırasında dikkate alınması gereken hususlardan birisi maliye politikasının gelişmelere karşı hemen tepki vermemesidir. Maliye politikasında değişiklik para politikasına oranla daha zordur. Bu yüzden önce maliye politikası belirlenir ve para politikası maliye politikasını izler. Bu açıdan ince ayar sorumluluğu ve yükü para politikasının üzerine kalmaktadır (Laurens ve De La Piedra, 2008: 5).

Maliye politikası, para politikası ve borç yönetimi arasındaki koordinasyonun sağlanması iki aşamada ele alınır birinci aşama, kısa vadede politikaların faaliyetleri sırasında karşılaşacakları 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. Ayrıca, bütçe açıklarının sürdürülebilir düzeyde olması, ekonomide etkin olmayan kaynak dağılımına yol açmaması, borcun finansmanında Merkez

Bankası kaynaklarının kullanılmaması ve dış borçlanmaya aşırı başvurulmaması hedeflenmektedir(Bahar, 2009: 2).

Koordinasyon kurulmasının hangi aşamalardan geçeceği, ülkenin ekonomik altyapısının gelişmişlik düzeyine bağlıdır. Örneğin, kamu borcunun finansmanı için yerel piyasaların hiçbir işlevinin olmadığı durumlarda kamu, ihtiyaç duyduğu finansmanın bir kısmını yurt dışından, bir kısmını da Merkez Bankasından sağlamaktadır. Bu durumda Merkez Bankasının bütçe açığını finanse etmesinin önüne geçilmekle başlanır. Daha sonra kısa vadeli kamu kâğıtlarının ihracı ile para piyasasının gelişmesine yardım edilebilir. Örneğin, Yeni Zelanda'da Merkez Bankası tam operasyonel bağımsızlığa sahip olup, serbest kur rejiminde tamamen ana hedefi olan fiyat istikrarına yoğunlaşabilmektedir(Anderson, 2006: 8).

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

4.1.Borç Yönetiminin Maliye Politikası İle Uyum

Kamu borç yönetimi ile maliye politikası arasında temel ortak amaç belli bir risk yönetimi çerçevesinde ve belirlenmiş hedefler doğrultusunda kamu borç stokunun maliyetinin düşürülmesi ve borç stokunun sürdürülebilir düzeylerde kalmasını sağlamaktır.

Örneğin, Sri Lanka'nın borç sürdürülebilirliği için gerçekleştirdiği teşebbüslerin birincisi, birincil açığı azaltmak ve borç yönetimini geliştirmek için aldığı bir dizi önlemleri duyurmasıdır, ikincisi hükümetin mali işlem sürecine disiplin getirmek için 2002 yılında Mali Sorumluluk Yasasını yürürlüğe koymasındadır(The World Bank, 2007: 37).

Borç yönetiminin operasyonel bağımsızlığa sahip olduğu durumlarda bu ortak hedefler doğrultusunda çelişen politikaların uygulanmaması için koordinasyon kurulması ve her iki politika otoritesinin de merkezi hükümeti bilgilendirilmesi gerekmektedir.(İsmayılov, 2012: 108).

Devletin günlük harcamaları, bu harcamaların finansmanı ve nakit dengeleri maliye politikası ile borç yönetiminin koordinasyonunun önemli bir gerekliliğidir. Bu sayede piyasada sürülecek veya piyasadaki çekilecek likidite miktarına karar verilmektedir. Koordinasyonun bu aşamasında Merkez Bankasının da devreye girmesinin daha sağlıklı olacağı açıktır (Laurens ve De La Piedra, 2008: 27).

Kamu borç yönetimi ile maliye politikası arasındaki koordinasyonun sağlanması açısından benimsenen stratejilerin kapsadıkları dönem de önemlidir. Hem borç yönetimi, hem de maliye politikasının orta vadeden uzun vadeye doğru bir strateji ve hedef belirlemeleri gerekmektedir. Her iki yönetimde de stratejiler kısa vadeli hedeflere yönelik belirlendiği zaman etkisizlik ve yüksek ekonomik maliyetler ortaya çıkmaktadır. Yüksek borçlanma ihtiyacı ve yüksek faiz oranları maliye politikasının kamu borç yönetimi üzerinde kısa vadeli borçlanması için baskı uygulaması ile birleşince borçlanma maliyeti sert bir şekilde artar. Örneğin, böyle bir ortamda Sri Lanka'da 2001-2002 yılları arasında borç servisinin maliyeti %59 oranında artış göstermiştir(The World Bank, 2007: 36-37).

Borç stokunun GSYH'ye oranının yüksek olması, borç stokundaki büyümenin GSYH'nin büyümesinden hızlı artışı ve borç stoku içinde kısa vadeli borçların oranının ağırlığı borç kredibilitesi ile ilgili sorunlara yol açar. Bu sorunların giderilmesi için en etkin çözüm maliye politikasının devreye girmesi ve faiz dışı bütçe hedeflerine yönelik strateji belirlemesidir.

Maliye politikası ile borç yönetimi arasındaki koordinasyon borcun finansman koşullarının ve kaynağının ekonomi üzerine doğrudan mali sonuçları olduğu için de ayrıca önemlidir. Bu bağlamda borç servisinin bütçenin geri kalanı ile uyumlu olup olmadığı önem taşır. Kamu borç yönetimi hedefleri ve tahminleri bütçe hazırlama sürecinde ilgili kurumlara iletilmelidir. Kamu borç yönetimi birimlerinin de gelecek hedefleri ve stratejilerinin oluşturulması için tahmini bütçe açığı ve finansman ihtiyacı ile ilgili bilgi sahibi olması gerekir.

Kamu borç yönetiminde risk-maliyet analizi yapılırken risk değerlendirmesinin doğru yapılması gerekir. Değerlendirme yapılırken sadece borç portföyü değil, borç geri ödemesi için gerekli olan kamu gelirleri, kamu bilançosu ve nakit akışı hakkında da bilgi sahibi olunması gerekiyor.

4.2.Borç Yönetiminin Para Politikası İle Uyumunu

Borç yönetiminin zamanla artan önemi, borç yönetiminin kendi hedeflerinin olması ve para politikasından bağımsızlaştırılması gerekliliğini ortaya çıkarmıştır.

Ekonomik büyüme, fiyat istikrarı, kamu borç maliyeti gibi göstergelerin hedeflenen düzeyde olmasında maliye, para ve kamu borç yönetimi 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 biri olmalıdır(Currie ve diğerleri, 2003: 12-13).

Kamu borç yönetimi ile para politikası arasında amaç önceliği açısından çatışmalar olabilir. Kamu borç yönetimi para politikası ile koordinasyonunda borç maliyeti ve risk hedeflerinin tehlikeye girmesini, buna karşılık para politikası ise borç yönetiminin faaliyetlerinin fiyat istikrarı hedefine zarar verecek nitelikte olmasını istememektedir. Bir önemli husus da kamu borç yönetiminin nakit işlemlerini para politikası otoritesi ile yapılan bir anlaşma çerçevesinde gerçekleşmesidir(Storkey, 2001: 8).

Ayrıca, birincil ve ikincil piyasaların gelişmişlik düzeyi para politikası ile kamu borç yönetimi arasındaki koordinasyon açısından büyük önem arz etmektedir. İkincil piyasanın gelişmiş olduğu ekonomilerde ikincil piyasa para politikası uygulamaları için daha aktif kullanılırken, devletin finansman ihtiyacı birincil piyasadaki işlemler ile karşılanmaktadır. İkincil piyasanın gelişmediği ve hem kamu borç yönetiminin hem de para politikasının birincil piyasada faaliyet gösterdiği, aynı kaynaklar için birbirleri ile rekabet ettiği tahvil ve bono piyasasında fazla bölümlenmenin olduğu ülkelerde bu iki politika arasındaki çizgi belirsizleşmekte ve işlemleri birbirlerini büyük oranda etkilemektedir(Wheeler, 2004: 44).

Para politikası otoritesinin piyasaya dolaylı olarak müdahale edemeyip, doğrudan faiz oranlarını belirlemek veya kredi limitleri getirmek suretiyle müdahale ettiği durumlarda kamu borç yönetimi ile para politikası arasındaki koordinasyon sağlanma zorlaşır. Bu tür doğrudan müdahalenin yapılması kısa vadede amaca ulaşılmasına yardımcı olması söz konusudur. Uzun vadede ise kaynak dağılımını bozucu etki yapar. Gereksiz likidite bolluğuna, tahvil ve bono piyasasının gelişmesini engeller, yatırımların kontrolünün daha gevşek olduğu piyasalara yönelmesine neden olarak saptırıcı etkiler ortaya çıkarır(Alexander ve diğerleri, 1996: 14-15).

Her ne kadar kamu borç yönetiminin para politikasının amacından bağımsız olduğu vurgulansa da, pratikte para politikasının amacını dikkate almadan borç yönetimi uygulaması mümkün olmamaktadır.

Kamu borcunun sürdürülebilirliği ve borç yönetiminin kredibilitesi para politikasını doğrudan etkiler. Örneğin, borç stokunun yüksek ve sürdürülebilirliği ile ilgili şüphelerin olduğu ortamda faiz oranları artar, sermaye hareketleri serbestliği durumunda ülkeye para girişini hızlandır ve bu gelişme sonrasında para politikasının piyasaya müdahalesini gerektirir. Örneğin, Kosta Rika, Lübnan ve Nikaragua'da zayıf para politikası kredibilitesi yüksek derecede dolarizasyona sebep olmuştur, çünkü vatandaşlar tasarruflarını yerli paradan çok yabancı paradan tutmayı tercih etmişlerdir. Bu durum, borç yönetimini ve iç borç piyasası gelişimini etkilemektedir(The World Bank, 2007: 40)

Enflasyon baskısı ve enflasyon beklentisinin yüksek olması dolarizasyona, borç piyasasında derinliğin kaybolmasına ve borç yönetiminin yerel para cinsinden uzun vadede borçlanmasının zorlaşmasına neden olur. Bunun önüne geçmek için bazı ülkeler açık piyasa işlemlerinde Merkez Bankasının sadece kamu kâğıtları ile işlem yapmasını zorunlu kılmakta, bazıları(Kolombiya) bütçe açığının finansmanının doğrudan Merkez Bankasından karşılanmasını yasaklamaktadır. Bazıları(Lübnan, Sri Lanka) ise Merkez Bankasının birincil piyasada kamu kâğıtları almasına izin vermekte tahvil ve bono piyasası ile para piyasasını geliştirmeye çalışmaktadır(The World Bank, 2007: 40).

Borç yönetiminde ulusal tahvil ve bono piyasasının varlığı ve geliştirilmesi mutlaka göz önünde bulundurulmalıdır. Ulusal tahvil ve bono piyasası borçlanma araçlarının çeşitliliğine, şeffaflığın artmasına ve yatırımcı tabanının genişletilmesine katkı sağlayacaktır. Koordinasyonun daha etkin gerçekleştirilebilmesi için birincil ve ikincil piyasaların geliştirecek politikalar izlenmelidir.

Para politikası ile borç yönetimi arasında koordinasyonu sağlanmasında borç yönetiminin borç geri ödemelerinin maliyetini minimize etme amacı ile para politikasının fiyat istikrarı hedefi uyumlaştırılmalıdır. Merkez Bankası'nın birçok ülkede borç yönetimi için altyapı hizmeti sunması da koordinasyonu kaçınılmaz hale getirmektedir.

Örneğin, borç yönetimi ve para politikası uygulamasını ayırmak büyük ölçüde iki nedenden dolayı bazı ülkeler için zor olmuştur. Birincisi, Maliye Bakanlığının teknik kapasitesinin zayıf olduğu Kenya, Lübnan, Pakistan, Sri Lanka ve Zambiya gibi ülkelerde iç borç yönetimi için sorumluluğu üstenen Merkez Bankası olduğundan politika ayrımı kolay olmamıştır. İkincisi, Kenya, Pakistan ve Zambiya gibi iç piyasaları gelişmemiş, hem Maliye Bakanlığı hem de Merkez Bankasının politika aracı olarak kısa vadeli devlet borçlanmasını kullandığı ülkelerde borç yönetimi ve para politikası ayrımı zor olmuştur(The World Bank, 2007: 38).

5.Politikalar Arası Uyum Sorununda Türkiye Pratiği

Borçlanma kamu finansmanında ağırlık kazanması 1980'li yılların ortalarından itibaren gerçekleşmiştir. Bu döneme kadar kamu açıkları önemli oranda Merkez Bankası kaynaklarından finanse edilirken, enflasyonla mücadelede para politikasının öneminin artmasıyla piyasalardan yapılan borçlanmalar giderek önem kazanmıştır.

Türkiye'de kamu borç yönetiminin, para ve maliye politikaları ile koordinasyon sağlanması kullanılan politika araçlarının birbirlerine önemli oranda etki etmesinden, borç ödemelerinin bütçenin transfer kalem içinde yer almasından yani maliye politikasından doğrudan etkilemekte olmasından ve Merkez Bankasının borçlanma sürecinde Hazineye alt yapı hizmeti sunmasından dolayı kaçınılmazdır.

Türkiye'de kamu borç yönetimi 1983 yılına kadar doğrudan Maliye Bakanlığınca yürütüştür. Borç yönetiminde yapılan reformların temelini ise 2002 yılı Nisan ayında yürürlüğe giren 4749 sayılı "Kamu Finansmanı ve Borç Yönetiminin Düzenlenmesi Hakkında Kanun" oluşturmaktadır. 4749 sayılı Kanun ile Hazine Müsteşarlığı Merkezi Yönetim kapsamında borçlanmadan sorumlu tek otorite olarak belirlenmiştir.

4749 sayılı Kanun'la yapılan en önemli yeniliklerden birisi borçlanmanın temel çerçevesinin yıllık bütçe kanunlarıyla, yıldan yıla değişen bir yapıdan kalıcı bir yapı haline getirilmiş olmasıdır. Bunun yanı sıra farklı kanunlarda dağınık halde ve görev sorumluluklarının belirlenmesinde yetersiz olan mevzuat gözden geçirilerek tek bir kanun altında toplanmıştır.

Bu kanunla kamu borç yönetiminin tek merkezde toplanması ve etkinleştirilmesi hedeflenmiştir. Bu yıldan itibaren kamu borç yönetiminde sabit oranlar ve TL cinsinden borçlanmayı ağırlık verilmesi, iç borcun vadesinin uzatılması, nakit riskine karşı Merkez Bankası'nın para rezervlerini güçlendirmesi, yıllık faiz yenileme sürelerinin uzatılması, dövize endeksli iç borçlanmanın borç portföyü içinde bulunmaması, döviz cinsi iç borç çevirme oranının %80'i geçmemesi prensipleri benimsenmiştir.

Ayrıca risk yönetim olgusuna ilk defa bu kanunla yasal çerçeve içinde atıf yapılmış, kamu borç ve risk yönetiminin temel amaçları belirlenmiştir. Bu kapsamda risk analizine dayanan borç yönetimine imkân sağlayacak şekilde;

- Hazinesin finansal varlık ve yükümlülüklerinin birlikte yönetildiği bilanço yaklaşımı hayata geçirilmiştir. Bu yaklaşım yükümlülüklerin iç ve dış borç ayrımı götmeksizin tek bir portföy olarak ele alınarak TL/Yabancı para kompozisyonu üzerinden kur riskini minimize edecek şekilde yönetilmesini içermektedir.
- Devlet iç borçlanma senetlerine ilişkin olarak etkin fiyatlanan bir getiri eğrisinin oluşumunu temin etmek için ölçüt borçlanma yaklaşımı hayata geçirilmiştir. Yani daha az sayıda ancak daha likit senetlerin piyasaya arzı sağlanmıştır. Senetlerin düzenli

olarak yeniden ihracının yapılması suretiyle ikincil piyasada likiditeye ve arz yönlü olarak fiyat etkinliğine katkıda bulunulmuştur.

- Piyasa yapıcılığı sisteminin kesintisiz ve etkin bir şekilde işletilmesi suretiyle birinci piyasada talep garantisi, ikincil piyasada ise belli sayıda devlet iç borçlanma senedine sürekli fiyat kotasyonu verilmesi sağlanmıştır.
- Hazine finansman açığının mümkün olan en az sapma ile öngörülmesi ve Hazine kaynaklarının etkin yönetimini temin etmek için nakit yönetimi kapsamında mevzuat alt yapısı oluşturulmuştur.
- TCMB nezdinde Hazine nakit rezervi oluşturulmuş, bu rezervin nakit ve borç yönetiminin etkin işleyişine katkı sağlayacak şekilde yönetimi sağlanmıştır.
- Hazine alacaklarının takibi, tahsili ve etkin yönetimine ilişkin yasal altyapı oluşturulmuştur.

SONUÇ

Kamu borç yönetimi küreselleşen dünyada son yıllarda üzerinde durulan önemli konulardan biridir. Zamanla kamu borç stokunun ekonomi üzerindeki etkisi kamu borç yönetiminin hem literatürde hem de uygulamada diğer makroekonomik politikalardan bağımsız bir şekilde ele alınması gerektiğini ortaya çıkarmıştır.

Özellikle gelişmekte olan ve az gelişmiş ülkelerde olan belirsizlik nedeniyle borç verenlerin ve borçlananların uzun dönemli karşılıklı taahhütlere girmek istemeleri ulusal borç piyasalarının gelişmesi önünde büyük engel teşkil etmektedir. Bu yüzden etkin bir kamu borç yönetiminin sağlanabilmesi için ilk olarak borç yönetimi hedefinin ve amaçlarının açık şekilde belirlenmesi gerekmektedir. Belirlenen amaçlar doğrultusunda kamu borç yönetiminde şeffaflığın ve hesap verilebilirliğin sağlanması gerekmektedir ki kamu borç yönetimi başarıya ulaşabilsin. Çünkü şeffaflığın olmadığı durumlarda piyasada oluşacak belirsizlik borç maliyetini büyük oranda artırmakta, hesap verilebilirliğin olmadığı durumlarda ise yönetimin kısa vadeli hedefleri uzun vadeli hedeflere tercih etme olasılığı uzun vadede büyük maliyetler doğurmaktadır.

Kamu borç yönetimi ile para ve maliye politikalarının koordinasyonunun sağlanması borç yönetiminin başarılı olması için vazgeçilmez bir koşuldur. Koordinasyon eksikliği sonucunda ortaya çıkan en büyük sorunlar zaman tutarsızlığı ve kredibilite sorunlarıdır. Zaman tutarsızlığı sorununun önüne geçmek için borç portföyünün birleşimi ve vade yapısı iyi yönetilmelidir.

Kamu borç yönetiminin para ve maliye politikalarından bağımsızlaştırılması tek başına etkin borç yönetimi için yeterli olmakta, kredibilitesinin temin edilmesi için diğer makroekonomik politikalarla koordinasyon içinde faaliyet göstermesi ve politikaların hedeflerinin karşılıklı olarak uyumlaştırılması gerekmektedir.

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

KAYNAKÇA

ALEXANDER, William E., TOMAS J. T. Balino ve CHARLES Enoch. "Adopting Indirect Instruments of Monetary Policy", Finance & Development. Vol. 33, No. 1, Mart 1996

ANDERSON, Philip (2006), "Government Debt Management and Financial Stability: Background Notes", Guidelines For Public Debtmanagement: Accompanying Document

BAHAR, Habibullah (2009), "Interrelationship Among Monetary, Fiscal, Exchange Rate and Debt Management Policies", Regional High-Level Workshop On "Strengthening The

Response to The Global Financial Crisis in Asia-Pacific: The Role of Monetary, Fiscal and External Debt Policies”

- BLİNDER, Alen S. (1982), “Issues in The Coordination Of Monetary And Fiscal Policy”, Nber Working Paper No:982.
- CURRIE, Elizabeth, DETHIER, Jean-Jacques ve TOGO, Eriko (2003) “Institutional Arrangements for Public Debt Management”, World Bank Policy Research Working Paper No. 3021. Nisan 2003
- FELDSTEİN, Martin ve STOCK, James H. (1994), “The Use of A Monetary Aggregate to Target Nominal GDP”, Monetary Policy. N. Gregory Mankiw (Drl.), Chicago: The University Of Chicago Press
- HALAÇ, Umut (2007), ”Türkiye’de Para ve Maliye Politikalarının Koordinasyonu” İşletme ve Finans Dergisi. Cilt: 22, Sayı: 254
- HANİF, M. Nadeem. ve ARBY, M. Farooq. (2003), “Monetary and Fiscal Policy Coordination”, Munich Personal Repec Archive, 2003 Paper No:10307.
- Kamu Finansmanı ve Borç Yönetiminin Düzenlenmesi Hakkında Kanun (2002), T.C. Resmi Gazete, 4749, 9 Nisan 2002
- IMF (1998), “Coordination of Monetary and Fiscal Policies”, IMF Working Paper Wp/98/25.
- IMF (2003), “Guidelines for Public Debt Management”
- LAURENS, Bernard ve DE LA PIEDRA, Enrique G. (1998), “Coordination of Monetary and Fiscal Policies”, IMF Working Paper 98/25
- LEONG, Donna (1999), “Debt Management – Theory and Practice”
- İSMAYILOV, Hakim (2012), “Kamu Borç Yönetiminin Para ve Maliye Politikaları İle Koordinasyonunun Sağlanması: Türkiye Örneği”, İstanbul
- PİGA, Gustavo (2001), “Derivatives and Public Debt Management”, New York: Council Of Foreign Relations and Isma Center
- POPA, Ionela ve CODREANU, Diana (2010), “Fiscal Policy and Its Role in Ensuring Economic Stability”, MPRA Paper No. 20820
- SARGENT, Thomas J. ve WALLACE, Neil (1981), “Some Unpleasant Monetarist Arithmetic”, Federal Reserve Bank Of Minneapolis Quarterly Review, 5
- STORKEY, Ian (2001), “Sovereign Debt Management: A Risk Management Focus”, The Finance and Treasury Professional, Mayıs 2001
- THE WORLD BANK (2007), “Managing Public Debt: From Diagnostics to Reform Implementation”, World Bank, Washington DC
- TOGO, Eriko (2007), “Coordinating Public Debt Management with Fiscal and Monetary Policies: An Analytical Framework”, World Bank Policy Research Working Paper No. 4369,
- WHEELER, Graeme (2004), “Sound Practice in Government Debt Management”, Washington DC: World Bank