



Türkiye’de 2000 Sonrası İç Borç Yönetimi Politikasının Enflasyona Etkisi

2000 After Inflation Effects of Domestic Debt Management Policy in Turkey

Haydar Lütfü Ejder¹

Hatice Merve Aksoy²

RESEARCH
ARTICLE

ARTICLE INFO

Submitted : 06.08.2018

Revised : 25.10.2018

Accepted : 12.12.2018

Available : 30.12.2018

JEL classification:

E62, G01, H63, E31.

Keywords:

Debt Management,
Domestic Debt
Management, Inflation.

ABSTRACT

The public deficit and public expenditures resulting from the reduction of public revenues in this context and the financing of public expenditures by borrowing lead to the interest load on the budget, which leads to the monetization of the debt, the unsustainable debt spirals and the deterioration of the macroeconomic balances. Public deficits in public sector financing balance are seen as the main source of inflation, one of the most important building blocks of macroeconomic indicators.

In this study; public gross and net debt stock statistics, domestic borrowing, principal, interest, domestic debt service and total domestic debt roll-over ratios and inflation data were examined for the period of 2000-2017, and a high domestic borrowing as a result of domestic debt management policy was found to be feeding the high inflation phenomenon. In this context, it is of great importance to establish an internal debt management policy that is effective, transparent legal framework in the fight against inflation and to observe the risks that may arise in borrowing.

Cite this article as: Ejder, H. L. & Aksoy, H. M. (2018). “Türkiye’de 2000 Sonrası İç Borç Yönetimi Politikasının Enflasyona Etkisi”, *International Journal of Public Finance*, Vol.3, No.2, pp. 135-160.

¹ Assist. Prof. PhD., (ORCID ID: <https://orcid.org/0000-0002-5866-6142>), Ankara Hacı Bayram Veli University, Faculty of Economics and Administrative Sciences, Department of Public Finance, Turkey, haydar@gazi.edu.tr

² Graduate Student, (ORCID ID: <https://orcid.org/0000-0001-9054-8528>), Ankara Hacı Bayram Veli University, Graduate School of Education, Department of Public Finance, hatice.merve.aksoy@gazi.edu.tr

MAKALE BİLGİSİ

Gönderme: 06.08.2018
Düzeltilme : 25.10.2018
Kabul : 12.12.2018
Yayın : 30.12.2018

JEL Kodu:

E62, G01, H63, E31.

Anahtar Kelimeler:

Borç Yönetimi, İç Borç Yönetimi, Enflasyon.

Ö Z E T

Kamunun küçültülmesi politikaları ve bu kapsamda kamu gelirlerinin azaltılması sonucu oluşan kamu açıklarının ve kamu harcamalarının borçlanma ile finanse edilmesi, devamında bütçeye faiz yükü getirerek borcun parasallaşmasına, sürdürülemeyen borç sarmallarına ve makroekonomik birçok dengede bozulmalara yol açmaktadır. Kamu kesimi finansman dengesinde meydana gelen kamu açıkları ise makroekonomik göstergelerin en önemli yapı taşlarından biri olan enflasyonun temel kaynağı olarak görülmektedir.

Bu çalışmada; kamu brüt ve net borç stoku istatistikleri, iç borçlanma, anapara, faiz, iç borç servisi ve toplam iç borç çevirme oranları ve enflasyon verileri 2000-2017 dönemi için incelenmiş, iç borç yönetimi politikası sonucu gerçekleşecek yüksek bir iç borçlanmanın yüksek enflasyon olgusunu beslediği bulgusuna ulaşılmıştır. Bu bağlamda enflasyon ile mücadelede etkin, şeffaf yasal bir çerçeveye oturtulmuş, borçlanmada oluşabilecek riskleri gözetebilecek bir iç borç yönetim politikasının oluşturulması ve doğru bir şekilde yürütülmesi büyük önem arz etmektedir.

1. Giriş

Kamu harcamalarının yüksekliği, kamu gelirlerinin yetersizliği sonucu karşılaşılan sorunlar akabinde devlet borçlanması ve borç yönetim politikalarını gündeme getirmektedir. Olağan gelir kaynakları ile finanse edilemeyen kamu açıkları Merkez Bankası kaynakları, iç borçlanma veya dış borçlanma yoluyla finanse edilmeye çalışılmaktadır.

Borç yönetim politikaları nedenleri ve sonuçları itibarıyla makroekonomik dengeleri önemli ölçüde etkiler niteliktedir. Nitekim yüksek düzeyde bir kamu iç borçlanması faiz, enflasyon, GSMH gibi önemli değişkenler üzerinde ciddi etkiler doğurmaktadır. Merkez Bankası kaynaklarının enflasyonist etkisi göz önüne alındığında ve dış borçların ise geri ödenme zorluğu gibi nedenlerden dolayı iç borçlanmanın kamu finansmanındaki rolü ve önemi daha da artmaktadır.

Tüm bu durumlar başarılı bir şekilde planlanmış, oluşabilecek risklerin gözetilebildiği, maliyetlerin minimize edildiği, hesap verilebilirlik ve şeffaflık temeline dayanılarak oluşturulacak bir iç borç yönetim stratejisini ve politikasını gerekli kılmaktadır. Tasarruf yetersizlikleri, bütçe açıkları, sürdürülemez hale gelen borç sarmalları, birçok ekonomik göstergelyi etkilediği gibi enflasyon rakamlarını da yüksek ve kronik hale getirebilmektedir. Bu bağlamda doğru ve etkin bir borç yönetim politikası stratejisi çerçevesinde makroekonomik dengelerin desteklenmesi, maliye ve para politikalarının eşanlı dengelerinin gözetilmesi ve bu bağlamda borç yönetimi ile Merkez Bankasının fiyat istikrarı hedefinin bir arada gözetilerek politika tercihlerinin yapılması borç yönetimi-enflasyon ilişkisi bağlamında büyük önem arz etmektedir.

Bu bağlamda çalışmanın ilk bölümünde kamu borç yönetimi kavramı ele alınarak, borç yönetiminde gözetilmesi gereken temel ilkeler ve unsurlar incelenecektir. Ardından kamu iç borç yönetimi kavramı ile beraber borç yönetiminin amaçlarına değinilerek ve Türkiye'de borç yönetimi ile ilgili yasal ve kurumsal gelişmeler irdelenecektir. Dördüncü bölümde ise enflasyonun tanımı, nedenleri ve türleri belirtildikten sonra iç borç yönetimi ve enflasyon ilişkisi ele alınacaktır.

Beşinci bölümde, 2000 yılından günümüze kamu net iç borç stoku, borç stokunun GSYH içindeki yıllara göre payları, 2000 yılından günümüze enflasyon oranlarındaki yüzde değişimler ve iç borç çevirme oranları incelenecektir. Bu rakamlar kapsamında 2001 yılı Merkez Bankası bağımsızlığı ve 4749 sayılı borç yönetiminin düzenlenmesi kanunlarının borç yönetim politikalarında ve fiyat istikrarı politikalarına olan etkilerine yanıt aranacaktır.

Çalışmanın odak noktası kapsamında ise son bölümde iç borç yönetimi politikasının enflasyonla olan ilişkisi ve etkileri kapsamında Türkiye'de 2000 sonrası uygulanan iç borç yönetimi politikasının enflasyona olan etkisi ortaya konulacaktır.

2. Kamu Borç Yönetimi Kavramı Ve Borç Yönetiminin Unsurları

2.1. Kamu Borç Yönetimi Kavramı

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 (Ulusoy & Kara, 2017: 30). Borç yönetimini dar ve geniş anlamda ele almak mümkündür.

Borç yönetimi dar ve klasik anlamda "Borçların süresi geldiğinde ödenmesidir" şeklinde tanımlanabilir (Yıldız, 2014: 69). Devletler gerek mali, gerek mali olmayan amaçlarla borç yönetim politikalarını sürdürürler. Bu bağlamda dar anlamda borç yönetimi; çoğunlukla fiskal amaçla gerçekleştirilen borçlanmalarda borç sözleşmelerinin gereklerini yerine getirmek üzere, sınırlı sorumlulukla, ülke makroekonomik yapısı gözetilmeksizin, geleneksel borç yönetim tekniklerinin kullanımıyla ve yalnızca maliyet minimizasyonu göz önüne alınarak yapılan yönetimdir (Çaşkurlu, 2007: 9). Bunların yanı sıra sözleşmeden kaynaklanan şartların ve taahhütlerin gerçekleştirilerek borç yönetimi sürecinin ele alınması Kıta Avrupası görüşü olarak dar anlamda borç yönetimi tanımının içerisinde yer almıştır.

Geniş anlamda borç yönetimi ise; gerek fiskal gerekse ekstra fiskal amaçlarla gerçekleştirilen borçlanmalarda, borcun, sadece sözleşme şartlarının yerine getirilmesi gözetilerek değil, aynı zamanda ekonomik amaçlara ulaşmak için miktar ve bileşiminde değişikliğe gidilerek, özel firma borç yönetimine benzer çok daha profesyonel ve organize bir şekilde aktif karar alma ve hesap verme temeline dayanılarak, geleneksel teknikler yanında modern borç yönetim teknikleri kullanılarak, stratejiler belirlenerek, yönetimde sadece maliyet analizi değil, risk analizi de zorunlu tutularak ve geleneksel

risk kaynakları yanında koşullu yükümlülükleri de kapsayan ve genel adıyla mali risk olarak adlandırılan bütünleştirici yapı ele alınarak yürütülmesi ve yönetimidir (Çaşkurlu, 2007: 9-10).

Borç yönetimi, Hazinesinin maliyet minimizasyonunu göz önünde bulundurularak gerçekleştirdiği bir ekonomi politikası sürecidir. Bu işlem sırasında kamu sektörü borçları, para ve maliye politikaları eş güdümünde bir iktisat ve maliye politikası aracı olarak kullanılarak borcun miktarı ve bileşiminde ayarlamalar yapılması suretiyle gerçekleştirilir. İyi bir borç yönetiminin temel amaçları, kamu dışı sektörden kamu kesiminin borçlanma gereği kadar finansman sağlama, uzun vadede risk primini ve dolayısıyla maliyeti minimize etme ve para politikasıyla eş güdümlü bir borçlanma programı yürütme olmalıdır (DPT, 2001: 122).

Devletin gelir elde etme araçlarının başında vergiler gelmektedir ve olağanüstü devlet harcamaları dışında kalan normal devlet gelirleri, genellikle büyük oranda vergi gelirleri ile karşılanır (Çataloluk, 2009: 243). Elde edilen vergi gelirlerinin azalması sonucu devletler gelir kaynağı olarak borçlanmayı tercih edilebilirler. Günümüzde ise devletlerin kaynak elde etmek için borçlanmayı tercih etmeleri olağandışı bir gelir kaynağı olarak kategorize edilmemektedir. Kamu borç yönetimi sadece bütçe açıklarının kapatılması amacıyla gerçekleştirilen bir işlem olmaktan çıkarak aynı zamanda ülke ekonomisinin yönlendirilmesi, enflasyon- kamu gelir harcama değişimi, borçlanma ve vergi arasındaki tercih ilişkisi sonucu gelirin yeniden dağılımı noktasında birçok noktada büyük önem teşkil etmektedir. Makroekonomik politikaların ortak amacı, ekonominin enflasyonist etki yaratmayacak şekilde büyümesini sağlamak ve sürdürmektir ve bu sebeple para, maliye ve kamu borç yönetimi politikaları arasında yakın bir ilişki söz konusudur ve koordinasyon sağlanması önem arz etmektedir (Ulusoy & Kara, 2017: 31). Bu koordinasyonun temelinde ise otoriteler arasındaki güven ve iş birliği, verilen taahhütlerin ne derecede gerçekleştirildiği yatmaktadır.

2.2. Borç Yönetiminin Unsurları

Borç yönetiminin unsurları çok çeşitli açılardan ele alınarak sınıflandırılabilir. Borcun kaynağı (iç borç kaynakları-dış borç kaynakları), borçluları, borcun vade ve faiz yapısı, borçlanılan piyasalar kullanılan enstrümanlar ve borç yönetiminin uygulanma şekilleri (olağan-olağanüstü) çeşitli borç yönetim unsurları olarak sıralanabilmektedir.

Ülkemizde iç borçların kaynakları, bireyler ve özel kuruluşlar, ticari bankalar, Merkez Bankası ve sosyal güvenlik kuruluşları ile diğer ekonomik kuruluşlar olarak sıralanabilir (Bülbül & Ejder & Şahan, 2006: 102). Bireyler ve özel kuruluşlar, tasarruf ettikleri gelirin bir kısmını elde edecekleri faiz geliri karşılığında devletin ihraç ettiği borç senetlerine yatırarak devlete borç verirler. Bankalar, genel olarak önemli miktarda atıl fona sahip kurumlar oldukları için, devlet tahvil ve bonolarının en büyük alıcısı konumunda olmaktadır (Bülbül vd., 2006: 104). Ayrıca bankalar ikincil piyasalar yoluyla devlet iç borçlanma senetlerini tasarruf sahiplerine iletme görevine sahiptir. Devlet borçlanmalarında Merkez Bankalarının ise ayrı bir rolü olmakla birlikte, kısa

vadeli tahvillerin satın alınması yönünden Merkez Bankasının diğer bankalardan ayrı bir durumu olmamakta ancak, Hazine ve Merkez Bankasının yasal ilişkisi çerçevesinde, Merkez Bankası Hazine’ye kısa vadeli avans açmak ve kamu girişimlerine kredi vermek yoluyla kendi elindeki satın alma gücünü kamu kesimine aktararak finansman kolaylığı sağlamaktadır (Bülbül vd., 2006: 104). Fakat 2001 yılında gerçekleştirilen yasal reformlar yoluyla Merkez Bankasının özerk olması ve sadece fiyat istikrarını sağlaması gerektiği düşüncesi ile kısa vadeli avans kullanım uygulaması yürürlükten kaldırılmıştır. Çünkü Merkez Bankasından borçlanmada nakit para ve mevduat olarak para stokunda doğrudan bir artış olacağı için -ki ticari bankalardan borçlanma durumunda para stokunda artış olması birtakım koşullara bağlı olarak gerçekleşmektedir- bu iç borçlanma kaynağı enflasyonist dinamikler üzerinde çok daha belirgin bir baskı yaratacaktır (Demir & Sever, 2008: 174). Yapılan bu yasal reform ile senyoraj geliri kısıtlanmış paranın satın alma gücünün düşmesi engellenmiş ve enflasyona yansıyan olumsuz etkiler arındırılmıştır.

Devlet iç borçlanmasını gerçekleştiren kuruluşlardan bir diğeri de sosyal güvenlik kurumlarıdır. Devlet borçlanmasında kamu sektörünün toplam içindeki payının bankalardan sonra göreceli olarak yüksek olmasının nedeni, özellikle sosyal güvenlik kurumlarının biriken fonlarının, devletin borçlanmasına destek olması amacıyla kullanılmasıdır (Bülbül vd., 2006: 105).

İç ve dış borçları ayıran kriterlerin başında, alacaklıların tabiiyeti gelmekle beraber, borcun tedarik edildiği piyasaların milliyetine göre şekillenmektedir ve buna göre milli piyasalardan sağlanan borçlar iç borç, yabancı piyasalardan sağlanan borçlar ise dış borçlar olarak değerlendirilmektedir (Çataloluk, 2009: 245). Gelişmekte olan ülkelerde dış kaynak olmadan ekonomik kalkınmanın finanse edilememesi, ekonomik büyüme için gerekli olan ara ve yatırım malları ithalatının yapılamaması, kamu gelirlerinin kamu harcamalarını karşılayamaması ve iç borçlanmanın maliyetinin yüksek olması nedeniyle dış borçlanmaya başvurdukları görülmüştür (Takım, 2012: 26).

İç tasarruf yetersizliği, yeni ödeme araçları arayışı, artı kaynak arayışı, yurt içindeki yüksek reel faizler gibi nedenlerle başvuru dış borçlanmanın kaynakları ise genel olarak, uluslararası kuruluşlar, yabancı hükümetler ve bu hükümetlere bağlı kuruluşlar ile özel alacaklılar (ticari bankalar, uluslararası sermaye piyasaları vb.) olarak sıralanabilir (Bülbül vd., 2006: 105). Uluslararası kuruluşlar kapsamında dış borç edinilen kuruluşlar arasında IMF ve Dünya Bankası gibi kuruluşlar yer almaktadır. Türkiye’nin özellikle ekonomik kriz dönemlerinde, bir başka deyişle, sürdürülemez dış açık verdiği dönemlerde IMF ve Dünya Bankasından kredi aldığı bilinmektedir ve nitekim 1989 yılındaki 32 Sayılı Karar olarak bilinen finansal liberizasyon sürecini desteklemek için, Türkiye’ye IMF ve Dünya Bankası tarafından 1990’lı yılların başlarında önemli oranda kredi imkânı sağlanmıştır (Bülbül vd., 2006: 106). Yine dış borç kaynakları kapsamında ikili anlaşmalar olarak belirtilen dış borç kaynağı; gelişmiş ülkelerin az gelişmiş veya gelişmekte olan ülkelere sağladığı kredi imkânlarını içerirken, özel alacaklılar kapsamı; ticari banka kredileri, bankacılık dışı finansman kuruluşlarından yapılan borçlanma, parasal olmayan kuruluşlardan yapılan borçlanma

ve uluslararası piyasalarda borçlandırıcı senet olan tahvil satmak suretiyle yapılan borçlanmalar olarak belirtmek mümkündür (Bülbül vd., 2006: 106).

Devlet borçlarının borçlulara göre incelenmesi sürecinde, iç borç ve dış borç stoku açısından iç borçlarda borçlanmanın tamamı Hazine tarafından gerçekleştirilmektedir. Sadece dış borç stokunun borçlulara göre dağılımının incelenmesi söz konusu olmaktadır. Dış borç stokunun borçluları kamu sektörü ve özel sektör bileşiminden meydana gelmektedir. Türkiye'de de 1980 finansal serbestleşme sonrası sürdürülemez iç borç stokları sonrası kamu sektörünün dış borçlanma ihtiyacı gündeme gelmiş ve uygulanmıştır. Nitekim dış borçlanmanın diğer bir borçlu kolu olan özel sektör, gerek yatırım amaçlı, gerekse de spekülatif amaçlı olarak dış borç talebinde bulunabilmektedir (Bülbül vd., 2006: 109).

Borçlanmanın her iki tarafı açısından bir diğer önemli unsur borcun vade ve faiz yapısıdır. Kısa vadeli ve uzun vadeli olarak ayırma tutulan devlet borçlarının iki ayrımı söz konusudur. Bunlardan ilki ikili ayırım şekli olup, buna göre; bir yıla kadar vadeli borçlar "kısa vadeli borçlar (dalgalı borçlar)", bir yılı aşkın süreli borçlar ise "uzun vadeli borçlar" olarak ifade edilmektedir (Zerenler, 2004: 192). İkinci ayırım şekli üçlü olup, buna göre; bir yıla kadar olanlara "kısa", 1-5 yıl arasında olanlara "orta", 5 yılı aşkın süreli olanlara ise "uzun" vadeli borçlar denilmektedir (Zerenler, 2004: 192). Kısa vadeli olarak elde edilen borçlar para piyasasından hazine bonosu şeklinde, uzun vadeli borçlar (konsolide borçlar) ise sermaye piyasasından devlet tahvili şeklinde işlem görmektedir.

Borçlanmada faiz haddinin belirlenmesinde borcun çıkarılacağı zaman ve borcun vadesi çok önemli olmakla birlikte, seçilecek dönem için en uygun zaman, ekonominin içinde bulunduğu durumun tespit edilmesine bağlı olarak belirlenecektir (Çaşkurlu, 2007: 18). Örneğin; faiz ödemelerinin minimum tutulması için deflasyonist bir ortam, Hazine için uygun bir borçlanma zamanıdır ve vade seçimi ise, özellikle faiz hadlerinin yükseleceği beklentisinin olduğu bir ekonomide, devlet açısından uzun vadeli borçlanma tercih edilerek gerçekleştirilecektir (Çaşkurlu, 2007: 18). Aynı şekilde piyasada enflasyonun yükseleceği yönünde bir bekleyiş ve öngörü söz konusu ise uzun vadeli borçlanma kompozisyonları tercih edilmektedir. Fakat vadenin uzaması avantajı yanında faizin yükselmesi dezavantajını beraberinde getirerek borçlanma kompozisyonunda yerini alacaktır.

Borç yönetimi ve borçlanma kapsamında kullanılan enstrümanların çerçevesinin çizilmesi kamu borcu tanımının yapılması ve kapsamının belirlenmesinde önem teşkil eden bir diğer unsurdur. Buna göre bu enstrümanlar arasında; tahvil, bono vb. gibi belirli anapara-faiz ödemesi içeren borçlanma senetleri (örneğin devlet iç borçlanma senetleri, Eurobondlar), yine anapara-faiz ödemesi içeren krediler (program ve proje kredileri), kamu borç stoku açısından ticari kredi ya da avans gibi kamunun yükümlülük altına girdiği bazı borçlar olan diğer ödenecek/alacak hesaplar, IMF tarafından üye ülkeler için geliştirilen uluslararası rezerve ilişkin borç kalemi olan Özel Çekme Hakkı-SDR, Merkez Bankası ya da yetkili kamu kuruluşunca basılan paralar ve tutulan mevduatlar ve kamunun sigorta fonksiyonu kapsamında üstlenmiş olduğu mali

yükümlülükler olan sigorta, emeklilik vb. kapsamdaki yükümlülükleri yer almaktadır (Turan, 2013: 172-173).

Son olarak borç yönetiminde devletler, önceden belirlemiş olduğu makroekonomik ve sosyal hedeflere ulaşabilmek için borcun vade, faiz ve miktarında ayarlamalar yaparak borç yönetim sürecini devam ettirirler. Bu durum olağan borç yönetimi olarak adlandırılmaktadır. Bu kapsamda sözleşmede belirlenen unsurlara ya da devletin egemenlik hakkını kullanarak belirlenen unsurlara uyulmayarak devlet borçlarının yönetilmesine olağanüstü borç yönetimi denilmektedir.

Borcun çevrilebilirliğinin zorlaştığı ve borcun itfasında sıkıntıların kontrol edilemediği durumlarda kamu borçları, gerek siyasi otorite ve gerekse ekonomik dengelerdeki bozulma neticesinde ülkede yerleşik kişiler tarafından aşırı bulunarak, borçların azaltılması konusundaki birtakım önlemler gündeme getirilebilmektedir (Yüce, 2012: 21). Devletler bu durumlarda konversiyon (yüksek faizli borcun düşük faizli borç ile değişimi), konsolidasyon-tahkim (vadenin tek taraflı olarak uzatılması), borçların itfası için vergilerin arttırılması, monetizasyon (devlet borçlarının para basılarak veya borçlanma kağıtlarının Merkez Bankası tarafından satın alınması suretiyle itfa edilmesi), kamuya ait varlıkların satılması ve moratoryum gibi olağanüstü borç yönetim türlerine başvurabilmektedirler.

3. Kamu İç Borç Yönetimi ve Türkiye'de Borç Yönetimi ile İlgili Yasal ve Kurumsal Gelişmeler

3.1. Kamu İç Borç Yönetimi

Kamu açıklarının nasıl finanse edileceği sorusuna üç farklı cevap ile karşılık vermek mümkündür. Kamunun harcamalarının devletin olağan gelirleri ile karşılanamadığı durumda devlet ya Merkez Bankası kaynaklarına başvurarak para basma yolunu tercih edecek, ya da bu enflasyonist etkiden uzaklaşmak adına borçlanma yoluna gidecektir. Birçok ülke içinde dış borçlanma geri ödemesi zorluklar yaratan bir finansman türü olduğu için bu durumda ülkelerde iç borçlanmanın önemini ve değerini artırmaktadır. Bu nedenle yapılan iç borçlanmada maliyet minimizasyonu, risklerin göz önünde bulundurulması gerekli bir borç yönetim politikasını ön plana çıkarmaktadır. Bu bağlamda yürütülen iç borç yönetimi faaliyetleri, devlet iç borçlanma senetlerinin çeşitli makroekonomik hedefler doğrultusunda miktar ve bileşiminin değiştirilmesini kapsamaktadır (Bal & Özdemir, 2011: 39).

Para ve maliye politikaları yanında ekonomiyi etkilemek ve yön verebilmek amacıyla borç yönetim politikaları borcun miktarı ve bileşiminde ayarlamalar yapmak suretiyle makroekonomiye yön verebilmektedir. Bu bağlamda iç borç yönetimi kavramı da devlet iç borçlanma senetlerinin çeşitli makroekonomik hedefler doğrultusunda miktar ve bileşiminin değiştirilmesidir (Bal & Özdemir, 2011: 41). Devlet çok istisnai durumlarda borçlanmaya başvurmalıdır diyen Klasik ekolün ardından gelişen müdahaleci devlet anlayışı borçlanmayı rutin bir finansman yolu haline

getirmiştir (Güngör, 2006: 14). Devletler çok istisnai durumlarda borçlanmaya başvurmalıdır diyen Klasik ekolün aksine her geçen gün artan kamu harcamaları dolayısıyla vergi gelirlerinin bir süre sonra yeterli olmamaya başlaması ve bir noktaya kadar vergi oranlarının artırılabilmesi sebebiyle borçlanma zorunlu bir finansman yöntemi haline dönüşmüştür. Devletin borçlanmasını onaylayan Keynesyen ekol bunun konjonktür dalgalanmalarına karşı telafi edici politikalar olmasını önerir (Sezgin, 2014: 142). Fakat, burada üzerinde durulması gereken husus vergilemeye alternatif bir finansman yöntemi olarak sürekli borçlanmaya başvurmak borç stoklarını büyüterek borçlanmayı telafi edici fonksiyonunun dışına çıkarmakta ve makroekonomik dengeleri bozucu etki yaratmaktadır. Bu anlamda borç yönetimi bir yandan borçlanmanın vade, tür, maliyet gibi koşullarını en uygun şekilde sürdürmeye çalışırken bir yandan da borçlanmanın makroekonomik etkilerini gözetir (Sezgin, 2014: 142).

İyi bir borç yönetim politikası devamında para ve maliye politikalarındaki istikrarı da taşıyarak ekonomik birimlerdeki güven duygusunu artırarak piyasaları olumlu etkiler. Kamuoyunun güvenini kazanmış iyi bir borç yönetimi, ülkenin içinde bulunduğu yüksek reel faiz ve kısa vade sarmalından kurtulmasını sağlayabilecek önemli anahtarlardan biridir (DPT, 2001: 123). Borç yönetiminin amaçları;

- Hükümetin finansal pazarlara girişini sağlamak,
- Borçlanma maliyetini minimize etmek,
- Hükümetin borçlanması sırasında pazar etkilerini minimize etmek,
- Borçlanma araçlarının çeşitliliğini sağlamak,
- Devlet kâğıtlarının ikinci el piyasalarda etkin kullanımını sağlamak,
- Dengeli bir vade yapısı oluşturmak,
- Bono piyasalarının sağlıklı gelişimine destek vermek,
- Hane halklarını tasarrufa teşvik etmek,
- Para programı ve borçlanma programının koordinasyonunu sağlamak şeklinde belirtilmiştir (DPT, 2001: 123).

Bu amaçlar çerçevesinde iyi bir borç yönetimi politikasında ülke koşullarına en uygun ve etkin politika seçeneğinin seçilmesi gerektiği, gerçekleştirilecek borçlanma politikası için gerekli finansal alt yapının oluşturularak devletin piyasa koşullarında bir faiz oranı belirlemesi ve ödemelerini zamanında yapıyor olması gerekliliği ön plana çıkmaktadır. Böylece piyasalarda oluşacak olan güven ortamı borçların maliyetini olumlu etkileyerek faiz ödemelerinin bütçe içindeki payını da düşürücü etki yaratabilmektedir. Bu amaçlar çerçevesinde başarılı bir iç borç yönetimi için piyasa koşullarında, maliyet unsurunun göz önüne alındığı, borçlanma araçlarının çeşitlilik sağladığı ve bu borçlanma araçları için derin ve geniş bir ikincil piyasa alt yapısının oluşturulması ve borç yönetim politikası çerçevesinde dengeli bir vade yapısı oluşturulması büyük önem arz etmektedir.

3.2. Türkiye’de Borç Yönetimi İle İlgili Yasal Ve Kurumsal Gelişmeler

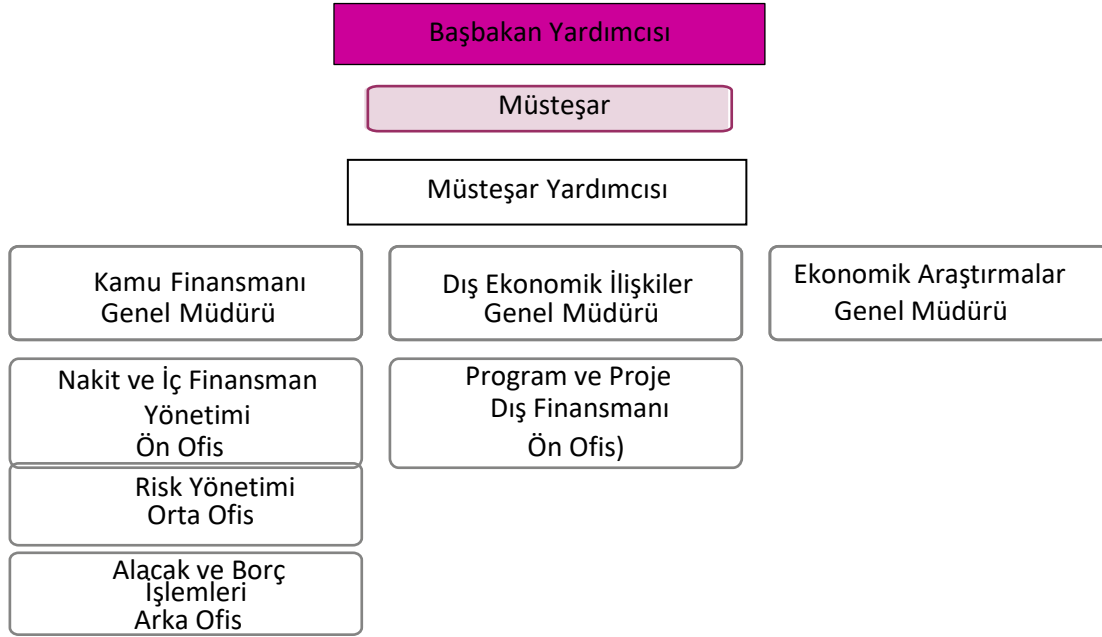
Verimli, etkin ve doğru bir borç yönetim politikasında açık yasal bir zemin, şeffaflık ve hesap verilebilirlik ve risklerin göz önünde bulundurulduğu 3 önemli unsur bulunmaktadır. Etkili bir borç yönetim organizasyonu yapılandırılırken birincil öncelik yasal bir zeminin bulunmasıdır ve böylelikle kurumsal düzenlemelerin açık olması ile borç yönetimi ülkenin ekonomi politikası yönetimine sıkıca entegre edilmiş olacaktır (Bal & Özdemir, 2011: 43). Bu bağlamda borç yönetimi kapsamında Osmanlı döneminde Hazine-i Vezne adı altında teşkilatlanan Maliye Nezareti çeşitli değişikliklere uğrayarak önce Kanun ile Nakit İşleri Genel Müdürlüğü adını daha sonra 1942 yılında Hazine Genel Müdürlüğüne Dönüştürülmüştür (Yıldız, 2014: 71). Ancak 1983 yılında 232 sayılı Kanun Hükmünde Kararname ile bütçe yönetimi ile borç ve nakit yönetiminin bir arada tutulduğu yapı değiştirilmiştir ve Hazine ve Dış Ticaret Müsteşarlığına (HDTM) dönüştürülmüştür. 1993 yılında ise HDTM dış ticaretten ayrılarak Hazine Müsteşarlığı olmuştur.

Kamu finansman aracı olarak iç borçlanma 1933 yılında kullanılmaya başlanılmakla birlikte 1980’lerin sonuna kadar nadiren başvuru alan bir kaynak olmuştur ve dolayısıyla borç yönetimi için yasal bir çerçevenin oluşturularak kurumsal yapısının düzenlenmesi çalışmaları da kısa bir geçmişe sahiptir (Bal & Özdemir, 2011: 46). 1924 ve 1961 Anayasaları ile açık bir hüküm ile kanuna dayandırılmış olan borç yönetimi hakkındaki yasa 1982 Anayasasında ise kanun konusu olması olağan görülmüştür. Bu nedenle açık bir hüküm olmadığı izlenmektedir. Borçlanma konusunda birincil yetkili yasama organıdır ve yasama kanun veya kanunlarla Hükümete ve Bakanlığa borçlanma yetkisi vermektedir (Bal & Özdemir, 2011: 46).

Kamu borç yönetiminde daha sonra yapılan büyük ve köklü reform ise 2003 yılında yürürlüğe giren 4749 sayılı "Kamu Finansmanı ve Borç Yönetiminin Düzenlenmesi Hakkında Kanun" olmuştur. 4749 sayılı Kanuna göre merkezi yönetim kapsamında borçlanmadan sorumlu tek organ Hazine Müsteşarlığı olarak belirlenmiştir. Geçmiş dönemlere ait uygulamada bölüntüleşmiş, tam olarak açık olmayan ve bunlardan dolayı etkinliği tartışılır yasal yapının ardından, gelişen ekonomik, idari ve sosyal yapının gerektirdiği ve borçlanmanın günümüz kamu finansman yöntemleri arasındaki yaygınlığı ve önemini kavrayan yeni yasal düzenleme, 4749 sayılı Kanun ile oluşturulmaya çalışılmıştır (Çaşkurlu, 2009: 90).

Günümüzde pek çok ülke, kamu borç yönetimini etkin bir biçimde gerçekleştirmek, mali riskleri azaltmak, kamu garantilerini izlemek, iç ve dış borç yönetim koordinasyon sorununu çözümlmek ve borç yönetiminde politik baskıları ortadan kaldırmak amacıyla borç yönetiminde borç yönetim ofisi yapılanmasına gitmiştir (Yıldız, 2014: 74). Hazine Müsteşarlığı da 1990’lı yıllardan itibaren borç ofisi yapılanmasına geçişini tamamlamıştır.

Şekil 1. Borç ve Risk Yönetiminin Kurumsal Yapısı



Kaynak: Hazine Müsteşarlığı, (2017). Kamu Borç Yönetim Raporu. s,10. 14.03.2018 tarihinde alındı.

Ön ofis uygulamalarını dış borçlanma bakımından Dış Ekonomik İlişkiler Genel Müdürlüğü, iç borçlanma ve nakit yönetimi bakımından Kamu Finansmanı Genel Müdürlüğü tarafından yürütürken, orta ofis ve arka ofis fonksiyonları Kamu Finansmanı Genel Müdürlüğünde toplanmıştır (Yıldız, 2014: 74). Söz konusu yasa, borç yönetiminde önemli bir diğer husus olan şeffaflık ve hesap verilebilirlik kapsamında belirsizlikleri azaltmış, gereksiz amaçlarla borçlanmanın önüne geçmiş ve üçüncü önemli husus olan risklerin minimize edilmesi ve göz önünde bulundurulmasını sağlayarak başarılı bir borç yönetim politikasının yasal çerçevesini çizmiştir.

4. Enflasyonun Tanımı, Nedenleri, Türleri Ve İç Borç Yönetimi İle İlişkisi

4.1. Enflasyonun Tanımı, Nedenleri ve Türleri

Fiyatlar genel düzeyindeki sürekli artışlar olarak ifade edilen enflasyon, Türkiye'de 1970'li yıllardan itibaren yüksek ve kronik olarak yaşanmaya başlamıştır (Selim & Ayvaz Güven, 2014: 128).

Enflasyon türleri yıllık değerler itibariyle üçe ayrılmaktadır. Yıllık enflasyonun tek haneli olduğu sürünen enflasyon, çift haneli rakamlar olarak gerçekleşen dörtncü enflasyon ve yıllık enflasyonun %200 ve üzerinde olduğu hiperenflasyon olarak tanımlanabilir. Enflasyon, fiyatlar genel seviyesinin hissedilir ölçüde ve sürekli olarak artmasıdır ve başlangıçta bir takım mal ve hizmetlerin fiyatları genel fiyat artış eğilimine uymasalar da bir süre sonra bu malların fiyatları da artma eğilimine girerler (Aydoğan, 2004: 92). Fiyat artışının nedenleri şunlardır:

- Toplam talebin toplam arzdan yüksek olması,
- Yüksek faiz hadleri,
- Bilinçsiz yapılan devalüasyon,
- Zarar eden kamu kuruluşları,
- Tasarrufların yatırımlardan az olması,
- Dolaşımdaki para miktarının hızla artması,
- Yüksek tabanlı fiyat politikaları,
- Yanlış uygulanan ekonomi politikalarıdır (Aydoğan, 2004: 92).

Enflasyon olgusu için iktisat okulları kapsamında farklı tanımlamalar mevcuttur. Çok çeşitli dinamiklerle ilişki içerisinde olan enflasyon; para, talep, ücretler ve fiyatların birbiriyle olan ilişkisinden etkilenir ve bu etkileşimler sonucu da değişiklik gösterir (Aydoğan, 2004: 92).

Klasik ve Neoklasik yaklaşım enflasyonu paranın miktar teorisine dayandırmaktadır ve bu bağlamda Klasikler ve Neoklasikler enflasyonu parasal bir olgu olarak görmektedirler (Şahinoğlu & Özden & Başar & Aksu, 2010: 30). Klasik modele göre para sadece alışverişlerde kullanılmak üzere talep edilir ve paranın tasarruf aracı olma fonksiyonu yoktur. Klasik modelde fiyat düzeyi (enflasyon) para miktarı (para stoku) tarafından belirlenmektedir. Buna klasik miktar teorisi denir. Bu teori nominal milli gelirin nasıl belirlendiği ile ilgilenir ve klasik modelde reel değişkenlerde meydana gelen değişimler para arzından bağımsız belirlenir. Neoklasik enflasyon modeli reel ve parasal sektörlerin birbirinden bağımsız olarak çalıştığını varsaymaktadır (Şahinoğlu vd., 2010: 30). Klasiklere göre reel gelir düzeyi kısa dönemde sabit olmakla birlikte bunu sağlayan temel mekanizma ücretlerin ve fiyatların esnek olmasıdır. Bu yüzden fiili çıktı her zaman tam istihdam çıktısına eşittir. Merkez Bankası'nın para arzını artırması durumu reel değişkenler üzerinde hiçbir etki meydana getirmeksizin aynı oranda ve aynı miktarda enflasyona neden olur ve buna klasik dikotomi denir.

Keynesyen kurama göre enflasyon, tam istihdam durumunda, toplam arza oranla, toplam talepteki bir fazlalıktır (Aydoğan, 2004: 92). Bu kurama göre enflasyonun nedeni ekonomi tam istihdama yaklaşırken ve tam istihdama ulaştığında ortaya çıkan aşırı talep baskılarıdır ve bunu enflasyon açığı modeli olarak tanımlamaktadır (Şahinoğlu vd., 2010: 30). Modelde gerçekleşen fiyat artışlarına toplam talep gecikmeli cevap verir. Böylece enflasyon ücretlilerden girişimcilere bir gelir transferine yol açar ve yeniden gelir dağılımı sürecini başlatarak talep fazlası nominal ücretler sabitken firmaların karlarının artmasına yol açacaktır (Şahinoğlu vd., 2010: 30). Yeniden talep ve fiyatların artmasına yol açan durum olan enflasyon spiralini ortadan kaldırmanın yolu toplam talebin daraltılması (verginin artırılması, kamu harcamalarının daraltılması vb.) ya da ücret katılığının azaltılmasıdır (Şahinoğlu vd., 2010: 30).

Neokeynesyen yaklaşım ise enflasyonu Philips Eğrisinden yola çıkarak enflasyonun temel nedeninin talep yönlü şoklar olduğunu kabul etmiştir. Yaklaşımın temelinde parasal ücretlerin fiyatlar ve toplam talepteki değişmelere yavaş ve gecikmeli olarak uyum sağladığı düşüncesi yatmaktadır (Şahinoğlu vd., 2010: 30).

Parasalıcı görüşe göre, bütçe açıkları, para arzı ve enflasyon arasında karşılıklı bir ilişki söz konusudur. Dolayısıyla bütçe açıklarındaki her artış, para arzında bir artışa ve bu yolla da fiyatlar genel düzeyinde bir yükselişe neden olur (Kaya & Öz, 2016: 641). Friedman'a göre enflasyon her zaman ve her yerde parasal bir olgudur. Kısa dönemde enflasyonla işsizlik arasında bir ilişkinin bulunduğu fakat bu ilişkinin kararlı olmadığı, uzun dönemde ise enflasyon ile işsizlik arasında herhangi bir ilişkinin olmadığını savunmuştur. Kısa ve uzun dönemde Philips Eğrilerinin farklılaşmasının nedeni beklentilerin adaptif yani uyarlamacı olduğunu ileri sürmüştür. Para arzındaki bir artış kısa dönemde fiyatlar genel seviyesindeki artışla beraber nominal ücret düzeyinden daha fazla artarak bunun sonucunda reel ücret düzeyini azaltır ve emek talebini artırılarak işsizliği azaltır. Fakat uzun dönemde bu etki kaybolur ve sadece enflasyon düzeyini artırıcı bir etki yaratır.

Rasyonel beklentiler yaklaşımı, kısa dönemde bile enflasyonla işsizlik arasında hiçbir ilişki yoktur. Tam bilgiye sahip kabul edilen ekonomik birimlerin beklentileri rasyonel, ücretlerin ve fiyatların esnek olduğu görüşü hakimdir. İşsizlik doğal işsizlik seviyesinde kısa ve uzun dönemde dikey bir Philips Eğrisi söz konusudur.

Yapısalıcı yaklaşım ise, maliyet itişli enflasyon teorisini savunmaktadır. Maliyet itişli enflasyon teorisine göre enflasyon özel kesimin birim maliyetini ve kar unsurlarını değiştiren arz yanlı bir olgudur (Şahinoğlu vd., 2010: 30). Girdi fiyatlarının artması sonucu toplam arz toplam talebe geç uyum sağlar ve maliyet enflasyonuna sebep olur.

4.2. Enflasyon ve İç Borç Yönetimi İlişkisi

Gelişmekte olan birçok ülke kronik bir hale gelen enflasyon rakamları ile karşı karşıya kalmaktadır. Sebepleri ve sonuçları itibarıyla enflasyondan kurtulma veya makul bir seviyeye çekme çalışmaları ise düzenlenen ekonomi politikaları ve bu politikaların ne derece uygulandığı ile ilgili olmaktadır. Enflasyonu önemli derecede etkileyen bu politikalardan biride iç borç yönetimi politikasıdır. Çünkü Türkiye gibi devletin ekonomideki ağırlığının fazla olduğu gelişmekte olan ülkelerde kamu harcamalarının yüksek olması kamu gelirlerinin ise vergilerle sınırlı olması kamu açıklarına sebep olmaktadır ve ekonomik, politik sınırlamalardan dolayı vergi gelirlerinin artırılamaması ve kamu açıklarının borçlanma ile finansmanı ileriki dönemlerde anapara ve faiz ödemelerinin kamu harcamaları içindeki payını giderek artırmaktadır (Yavuz, 2011: 102). Kamu sektörünün vergi, resim, harç vb. olağan gelir kaynakları ile finanse edilemeyen açıkları Merkez Bankası kaynakları, iç borçlanma, dış borçlanma veya bunların bileşimleri ile finanse edilmektedir (Bal & Özdemir, 2011: 39).

Kamu açıklarının iç borçlanma ile finansmanı sonucu artan bir faiz maliyeti ile karşı karşıya kalınır. Faiz oranlarındaki bu artış kısa vadeli sermaye girişlerini artırarak spekülasyon amaçlı sermaye girişine sebep olur. Ekonomideki en ufak bir belirsizlikte spekülasyon amaçlı kısa vadeli bu kaynakların geri çekilmesi ekonomik dengeleri alt üst ederek ekonomiyi darboğaza sokabilmektedir (Yavuz, 2011: 105-106).

Kamu açıklarının finansman yöntemi ya tahvil satımı yöntemi ya da parasal taban artışı ile para basma yoluna gidilmesidir. Parasal tabanda gerçekleştirilecek bir artış Merkez Bankası kaynaklarına başvurmayı zorunlu kılmakta ve bu durumda enflasyonist baskıya neden olmaktadır. İç borçlanmanın ağırlıkta olduğu bir finansman modelinde ise reel faiz haddinin hızla artması, borçlanmanın parasallaşmasına yol açarak enflasyonist baskıya neden olmakta ve reel faiz haddinin büyüme oranı üzerinde seyretmesi durumunda, birincil bütçe fazla vermiyorsa, iç borç stoku artmaktadır (Sönmez, 1998: 362). Tüm bu durumlar iç borçların maliyetlerinin minimize edildiği, risk unsurlarının dikkate alındığı belirli bir yasal çerçeveye göre belirlenmiş bir iç borç yönetim politikasını zorunlu kılmaktadır.

5. Türkiye'de 2000 Sonrası İç Borçların Gelişimi Ve İç Borç Yönetiminin Enflasyona Olan Etkisi

Türkiye'de iç borçlanmanın gelişimine bakıldığında zaman, Cumhuriyet döneminde ilk borçlanma 1933 yılında gerçekleştirilmiş ve ekonomik kalkınmanın ilk aşamasında önemli bir rol oynamıştır. İkinci Dünya Savaşı sırasında ise milli savunma harcamalarının karşılanması için borçlanılmış ve sonraki yıllarda ise iç borçlanma daha çok bütçe açıklarının finansmanı ve yatırımların finansmanı için yapılmıştır (Seymen Oskay, 2004: 125). Türkiye'de 1970'lerin sonuna kadar iç borçlanma yöntemi nadir başvurulan bir finansman aracı olmuştur.

Bütçe açıklarının finansmanı 1980'li yıllara kadar Merkez Bankası kaynaklarından başvurularak yapılmıştır. Özellikle yaşanan 1994 krizi sonrası, aynı yılda yapılan yasal düzenlemeler ile Hazine'nin Merkez Bankasından avans alabilmesi yıllar itibari ile daraltılmış (avans kullanım miktarının genel bütçe gider toplamının 1994 ve 1995 yılları için %12, 1996 için %10, 1997 için %6, 1998 ve sonraki yıllar için %3'ü aşamayacağı) ve 2001 yılında yapılan yasal düzenlemeler ile de avans kullanım imkânı kaldırılmıştır (Bülbül vd., 2004: 104). Söz konusu yıllarda açıkların finansmanında Merkez Bankası kaynaklarının enflasyonist etki yarattığı düşüncesi ve dış borçlanmada ise konjonktürel kısıtlar nedeniyle iç borçlanma daha cazip bir hale dönüşmüştür.

Bu çerçevede Türkiye'de iç borçlanma sistemi ile ilgili ilk hukuki düzenleme, 1986 Mali Yılı Bütçe Kanunu'nun 35. maddesiyle gerçekleştirilerek devletin borç yönetimi, bütçenin dışına çıkarılmış, iç ve dış borçların tüm yönetimi Hazine ve Dış Ticaret Müsteşarlığı'nın yetki ve sorumluluğuna verilmiştir ve daha da önemlisi 1985 yılıyla birlikte Merkez Bankası'ndan kısa vadeli avans kullanımını yerine, Hazine'nin ihale

yöntemi ile senet ihracına başlaması çerçevesinde iç borçlanmaya gidilmeye başlanmıştır (Yılmaz & Cural, 2010: 6).

Türkiye, 1980'li yıllarda ekonomi politikalarında yaşanan dönüşüm ile ithal ikameci sanayileşme politikası yerine dışa açık sanayileşme politikasını benimsemiş, büyümenin lokomotifine özel sektörü yerleştirmiş ve finansal piyasaları serbestleştirmeye bırakmıştır; Ancak kamu açıkları ekonomimizin temel makroekonomik sorunları içerisinde belirginleşmeye başlamıştır (Yılmaz & Cural, 2010: 5). Bu dönemde kamu kesimi borçlanma gereği artarak faizler üzerinde büyük bir baskı yaratarak faiz oranlarında yükselişe sebep olmuştur.

2003 yılında yapılan Borç Yönetiminin Düzenlenmesi ile ilgili kanun ile ve 2004 yılındaki stratejik ölçüt uygulaması ile beraber nakit iç borçlanmanın ağırlıklı olarak TL cinsinden yapılması, TL cinsi borçlanmanın ağırlıklı olarak sabit faizli enstrümanlarla yapılarak, gelecek 12 ayda faizi yenilenecek senetlerin payının azaltılması ve ortalama vadenin piyasa koşulları elverdiği ölçüde uzatılarak, vadesine 12 aydan az kalmış senetlerin payının azaltılması hedeflenmiştir (Hazine Müsteşarlığı, 2011: 1).

5.1. Türkiye'de 2000-2008 Dönemi Kamu İç Borçlanması İstatistikleri ve Enflasyon

Türkiye'de iç borç yönetimi uygulamalarının yarattığı etkilerin araştırılması kapsamında; iç borçlanmanın miktar ve bileşimi, iç borç stoku, iç borç servisi ve iç borç çevirme oranlarının incelenmesi ve uygulanan politikaların ne derece başarıya ulaştığı ve tüm bu sonuçların ise enflasyon üzerinde ne gibi etkiler yarattığı konusunun ortaya konulması açısından büyük önem taşımaktadır.

Kısa vadeli avans, devlet iç borçlanma senetleri ve diğer konsolide iç borca ait olan ana para ve tahakkuk etmemiş faizlerin toplamı iç borç stokunu ifade etmektedir. Borçların geri ödeme zorunluluğu ise GSYH içindeki payı bakımından büyük önem teşkil etmektedir.

Tablo 1. 2000-2008 Dönemi Kamu Brüt ve Net Borç Stoku İstatistikleri

Yıllar	Kamu Brüt İç Borç Stoku (Milyar TL)	Kamu Brüt İç Borç Stoku (GSYH %)	Kamu Net Borç Stoku	Kamu Net Borç Stoku/GSYH (%)
2000	54.5 (Ç4)	-	70.8(Ç4)	41.5 (Ç4)
2001	125.6	51.2	159.0	64.8
2002	155.2	43.2	215.3	59.9
2003	202.1	43.2	250.8	53.6
2004	235.1	40.7	274.5	47.6
2005	259.8	38.6	270.1	40.1
2006	268.3	34.0	257.9	32.7
2007	273.3	31.0	247.9	28.2
2008	295.8	29.7	267.1	26.8

Kaynak: Hazine Müsteşarlığı verileri kullanılarak yazar tarafından oluşturulmuştur.

1986 yılından itibaren Türkiye ekonomisine net dış kaynak girişinin azalması ve devletin esas gelir kaynağı olan vergilerin düşük düzeyde kalmasından dolayı, iç borçlanma tercih edilmiş ve o tarihten itibaren iç borç stoku hızlı bir biçimde artmıştır (Ulusoy & Erdem, 2014: 131).

Bu bağlamda tablo 1.e göre 2001 yılında Kamu net borç yükünün yaklaşık %64 seviyesine geldiği ve kamu brüt iç borç yükünün aynı yıl bir önceki yıla kıyasla bir hayli yükseldiği görülmektedir. Yaşanan bu artış Kasım 2000 ve Şubat 2001 tarihlerinde yaşanan krizlerin bir yansıması olarak da görülebilir.

Krizle beraber yaşanan kamu gelirlerindeki daralma, kamu bankalarının görev zararları yanında TMSF’ye devredilen bankalardan kaynaklanan maliyet, 2001 krizi ile birlikte iç borçlanma senetlerinin birincil alıcıları pozisyonundaki bankaların likidite sıkıntısı içerisine girmesi iç borç yükünü artırmıştır (Bal & Özdemir, 2011: 51).

Bankaların likidite sıkıntısı sonucu faiz oranlarında bir yükselişe neden olması borçlanma maliyetini artırıcı bir unsur olarak ekonomiye yansımıştır. Nitekim bu dönemdeki enflasyon rakamları da tüm bu durumlar destekler niteliktedir. Türkiye’de 1980 yılında yüzde 116’ya çıkan enflasyon oranları, 1995-2001 ortalaması olarak yüzde 74 rakamını görmüştür (Özatay, 2013: 10).

Tablo 2. 2003-2008 Dönemi Enflasyon Verileri (2003=100)

Yıllar	12 Aylık Ortalamalara Göre Değişimi (Aralık) (%)	TÜFE Yıllık değişim (Bir önceki yılın aynı ayına göre değişim) (Aralık) (%)
2003	-	-
2004	8,60	9,35
2005	8,18	7,72
2006	9,60	9,65
2007	8,76	8,39
2008	10,44	10,06

Kaynak: TCMB verileri kullanılarak yazar tarafından oluşturulmuştur.

Tablo 2’deki enflasyon verilerine göre 2001 yılında yasal bağımsızlığını kazanan Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası’nın 2002 yılı başında uyguladığı örtük, 2006 yılı başında ise uyguladığı açık enflasyon hedeflemesi uygulaması başarılı ile sonuçlanmıştır. Tabloya göre 2004- 2007 dönemi itibariyle enflasyonda bir azalma trendi yakalanmıştır.

Nitekim bu durum iç borçlanma istatistiklerini de etkileyerek, Tablo 1’den izleneceği üzere 2002 yılından itibaren düşüş trendine giren kamu net borç yükü 2008 yılında % 26.8 rakamını görmüş kamu brüt iç borç yükünde de aynı dönemde azalış trendi gözlemlenmiştir. Bu düşüş ivmesinin yakalanmasında Türkiye’nin Güçlü

Ekonomiye Geçiş Programı olarak adlandırdığı istikrar programı kapsamında uygulanan Merkez Bankası özerkliği, piyasa ekonomisinin düzenlenmesi, sağlam bankacılık altyapılarının oluşturulması ve anti enflasyonist yaklaşımlı istikrarlı ekonomik büyüme hedefleri etkili olmuştur. Program bir dezenflasyon programıdır ve mali disiplinin yakalanmasını hedeflemektedir (Bal & Özdemir, 2011: 51).

Tablo 3. 2000-2008 İç Borçlanma, Anapara, Faiz, İç Borç Servisi ve Toplam İç Borç Çevirme Oranları

Yıllar	İç Borç Servisi (Milyar TL)	Anapara	Faiz	İç Borçlanma	Toplam İç Borç Çevirme Oranı %
2003	130.3	85.2	45.0	119.7	91.9
2004	167.9	119.8	48.1	148.4	88.4
2005	167.4	128.2	39.2	149.6	89.4
2006	145.4	107.2	38.2	111.0	76.3
2007	136.8	96.4	40.4	108.8	79.5
2008	129.6	86.0	43.6	96.3	74.3

Kaynak: Hazine Müsteşarlığı verileri kullanılarak yazar tarafından oluşturulmuştur.

Bu gelişmelerde küresel piyasalarda gerçekleşen olumlu genişleme sayesinde Türkiye'nin yüksek reel faizler nedeniyle sermaye akımlarına maruz kalmasının büyük etkisi olmuştur. Bu durum iç borçlanma piyasasına da yansarak borçlanmanın çevirme riskini azalmış olmasına rağmen 2007 yılından itibaren dünya ekonomisinin içine girdiği durgunluk farklı kanallardan olmakla birlikte diğer ülkeler gibi Türkiye'yi de derinden etkilemiştir (Bal & Özdemir, 2011: 52).

5.2. Türkiye'de 2009-2017 Dönemi Kamu İç Borçlanması İstatistikleri ve Enflasyon

2008 krizi öncesindeki iki dönem krizi analiz etmek açısından dönemler sırasıyla ABD'de yaşanmış olan görece 1990-1997 canlanma (Boom) dönemi ve 2001-2006 yılları arasında dünya genelinde yaşanan büyük moderasyon dönemidir (Durmuş, 2013: 129). Canlanma döneminde küresel bir likidite bolluğu görülürken, moderasyon döneminde konut kredileri çok hızlı bir şekilde artmıştır.

2007 yılının sonlarıyla başlayan küresel kriz ülkemiz bağlamında toplam talebi daraltıp enflasyon düşüşü ve ekonomik küçülmeyi de beraberinde getirmekte, artan işsizlik ile kamu gelirleri de azalmaktadır (Bal & Özdemir, 2010: 87). Düşen reel faizler borçlanmada olumlu etkiler yaratmış olsa da ekonomi küçüldüğü için borç yükünü artırıcı etki yarattığı görülmektedir.

İç borç stokundaki artış ülke ekonomisinde yüksek reel faizler, gelir dağılımında dengesizlikler ve enflasyon gibi birçok makroekonomik göstere üzerinde olumsuz sonuçlar meydana getirmektedir. Yüksek bir iç borç düzeyi beraberinde yüksek bir enflasyon oranı getirmekte ve fiyat istikrarını bozarak büyümeyi engellemektedir.

Tablo 4. 2009-2017 Dönemi Kamu Brüt ve Net İç Borç Stoku İstatistikleri

Yıllar	Kamu Brüt İç Borç Stoku	Kamu Brüt İç Borç Stoku (GSYH %)	Kamu Net Borç Stoku	Kamu Net Borç Stoku / GSYH (%)
2009	347.4	34.8	309.0	30.9
2010	269.2	31.8	317.5	27.4
2011	387.6	27.8	289.6	20.8
2012	408.4	26.8	240.5	15.3
2013	430.3	23.8	197.2	10.9
2014	443.4	21.7	186.8	9.1
2015	474.2	20.3	161.0	6.9
2016	514.7	19.7	219.2	8.4
2017	573.8 (Ç3)	-	229.5 (Ç3)	7.8 (Ç4)

Kaynak: Hazine Müsteşarlığı verileri kullanılarak yazar tarafından oluşturulmuştur.

2007 yılından itibaren dünya ekonomileri gelen olarak bir durgunluğa girerek konut kredi faizleri ani yükselişte iken fiyatlama daha düşük seviyelerde kalmıştır. Ardından tüketici harcamalarının ve talebin düşmesi ile bir resesyon dönemine giren Dünya ekonomileri etkin maliye politikası stratejisi izlemiştir. Bu durum kamu harcamalarındaki artışla beraber bütçe açıklarına sebebiyet vermiştir.

2008 krizi ile beraber gelen iktisadi durgunluğun en belirgin etkilerinden birisi de kamu gelirleri özellikle vergi gelirleri tahsilatındaki azalma şeklinde ortaya çıkmaktadır (Durmuş, 2013:196). Bu durum 2009-2011 Orta Vadeli Mali Plan da mali disiplinin süreceği vurgulansa da hem kamu harcamalarının artışı hem de vergi indirimleri kamu borçlanma gereği Hazine verilerine göre 2008 yılında 1.2, 2009 yılında 1.6 iken 2010 yılında 6.4 de çıkarmıştır (Bal & Özdemir, 2011: 52).

Tüm bu olumsuz gelişmelere rağmen ortaya konulan istikrar programı, GEGP, Merkez Bankasının bağımsız bir kuruma dönüşerek fiyat istikrarı hedefini gözetmesi, uygulanan sıkı para ve maliye politikaları yaşanan yapısal değişimler sonucunda Tablo 4'te inceleneceği üzere kamu net borç yükü giderek azalarak 2017 son çeyrekte 7.8 rakamını görmüş, kamu brüt iç borç yükünde de aynı dönemde azalış trendi gözlemlenmiştir. Bu düşüşte GSYH'daki artışın önemli payı bulunmaktadır.

Tablo 5. 2009-2017 Dönemi Enflasyon Verileri (2003=100)

Yıllar	TÜFE 12 Aylık Ortalamalara Göre Değişimi (Aralık) (%)	TÜFE Yıllık değişim (Bir önceki yılın aynı ayına göre değişim) (Aralık) (%)
2009	6,25	6,53
2010	8,57	6,40
2011	6,47	10,45
2012	8,89	6,16
2013	7,49	7,40
2014	8,85	8,17
2015	7,67	8,81
2016	7,78	8,53
2017	11,14	11.92

Kaynak: TCMB verileri kullanılarak yazar tarafından oluşturulmuştur.

Bu dönemdeki enflasyon verileri de iç borç stokunda yaşanan olumlu gelişmeleri destekler niteliktedir. Nitekim Tablo 5’e göre 2008 yılında çift haneli rakamı gören enflasyon oranı, daha sonraki yıllarda tek haneye inerek olumlu bir seyir izlemiştir.

Borç yönetimi ile ilgili önemli diğer bir gösterge iç borçların anapara ve faiz ödemelerini gösteren iç borç servisidir. Tablo 6’ya göre 2003 yılından 2008 yılına doğru faizlerde kayda değer bir düşüş yaşanmamıştır. Bu durum iç borç servis oranına da yansıyor iç borç servis oranındaki düşüşü de nispeten küçük kılmıştır.

2003 yılından sonra artış gösteren anapara ve iç borç servis oranı 2007 ve 2008 yıllarında düşüşe geçmiştir. Bu durum 2008 yılından sonra tekrar ivme kazanarak 2010 yılında en yüksek seviyesine ulaşmış daha sonra tekrar düşüşe geçmiştir.

Tablo 6. 2009-2017 İç Borçlanma, Anapara, Faiz, İç Borç Servisi ve Toplam İç Borç Çevirme Oranları

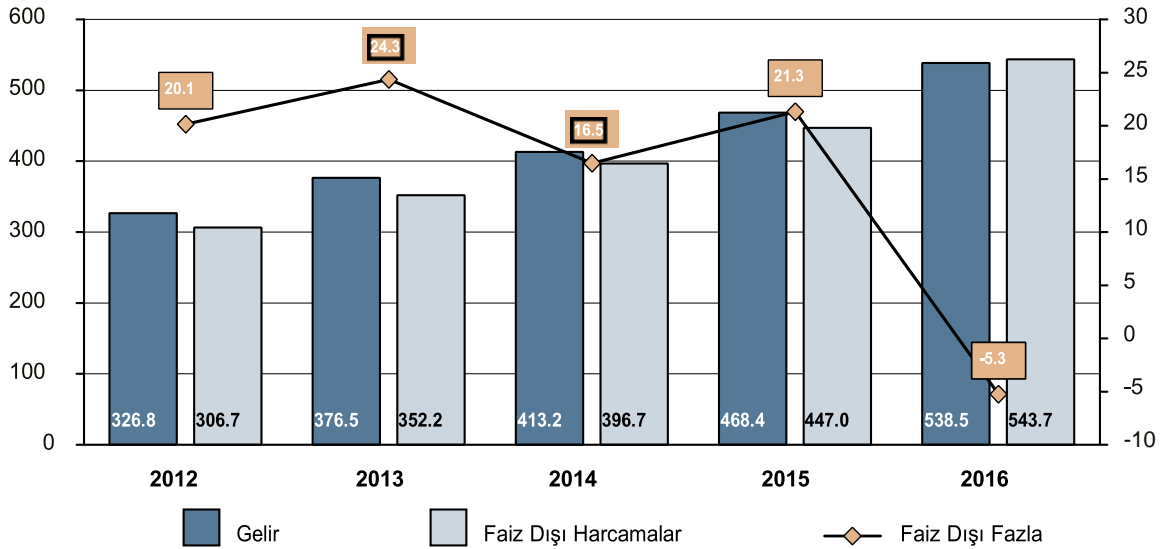
Yıllar	İç Borç Servisi (Milyar TL)	Anapara	Faiz	İç Borçlanma	Toplam İç Borç Çevirme Oranı %
2009	134.2	88.1	46.2	138.9	103.5
2010	178.1	136.2	41.9	159.0	89.3
2011	132.1	97.1	35.1	111.6	84.5
2012	124.7	84.0	40.7	101.5	81.4
2013	167.1	128.1	39.1	141.2	84.5
2014	157.0	117.8	39.3	127.9	81.5
2015	107.1	67.4	39.8	90.4	84.5
2016	100.6	63.2	37.4	91.1	90.6
2017	100.6	60.3	40.2	126.3	125.6

Kaynak: Hazine Müsteşarlığı verileri kullanılarak yazar tarafından oluşturulmuştur.

Toplam iç borç çevirme oranları incelendiğinde ise alınan borcun ödenen borca oranı olarak bir değerlendirme yapıldığında yine 2009 yılına kadar düşme eğiliminde olan rasyolar 2009’da yüksek bir rakamla makroekonomik yapı için alınan borcun ödenmesinde sıkıntılar olduğunu yansıtmış ve daha sonra düşme eğilimine girmiştir. 2017 yılında kamunun artan harcamaları ve uygulanan geçici tedbirler sonucunda hızlı bir şekilde artan bütçe açığının finansmanı büyük ölçüde iç borçlanma yoluyla sağlanmış olmakla birlikte 2017 yılı itibarıyla, iç borç çevirme oranı, geçen yıllara göre belirgin bir şekilde yükselerek yüzde 125,6 seviyesine çıkmıştır (TCMB, 2018: 71). Buna paralel olarak Tablo 5’te belirtildiği üzere enflasyon rakamlarında çift haneli rakamların gözlemlendiği görülmektedir.

24 Ocak kararları sonrası kamunun küçültülmesi yönünde politikalar uygulayan Türkiye kamu gelir politikası kapsamında vergi gelirleri azaltılmış ve borçlanmaya yönlendirilmiştir. Bu bağlamda artan kamu açıklarının bütçede faiz yükünü artırması enflasyonun temel sebebi olarak görülmüştür (Ejder, 2002: 60). Kamu sektörü temel fazlası verilmesi amaçlı uygulanan anti enflasyonist istikrar programı faiz dışı fazlanın olabildiğince artırılması anlayışına dayanmakta idi. 2002-2008 döneminde güçlü ekonomiye geçiş programı çerçevesinde faiz dışı fazla verme çabası devam etmiştir.

Şekil 2. Nakit Bazlı Gelirler, Faiz Dışı Harcamalar ve Faiz Dışı Denge (Milyar)



Kaynak: Hazine Müsteşarlığı, (2017). Kamu Borç Yönetim Raporu, 17, 13.03.2018 tarihinde alındı.

Bu bağlamda faiz dışı dengenin hazine borç yönetimi kapsamında nakit bazlı dengesi ile merkezi yönetim bütçesi kapsamında karşılaştırılmasının yapılması amacıyla her iki durum açısından rakamlar incelenmiştir.

Şekil 2’de görüleceği üzere nakit bazlı gelirler kapsamında faiz dışı fazla 2013 yılından sonra düşme eğilimine girerek 2016 yılından itibaren açığa dönüşmüştür.

Tablo 7. Merkezi Yönetim Bütçe Büyüklükleri (Milyar TL)

	2016	2017	Artış Oranı (%)	Gerçekleşme/ Bütçe Hedefi (%)	Hedeflenen Yıllık Değişim Oranı (%)
Merkezi Yönetim Bütçe Giderleri	584,1	677,7	16,0	105,1	10,5
Faiz Giderleri	50,2	56,7	13,0	98,6	14,4
Faiz Hariç Bütçe Giderleri	533,8	621,0	16,3	105,7	10,1
Merkezi Yönetim Bütçe Gelirleri	554,1	630,3	13,8	105,4	8,0
I. Vergi Gelirleri	459,0	536,0	16,8	104,9	11,3
II. Vergi Dışı Gelirler	74,2	71,2	-4,1	97,2	-1,3
Bütçe Dengesi	-29,9	-47,4	-	101,1	-
Faiz Dışı Denge	20,3	9,3	-54,1	87,7	-

Kaynak: Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası, (2018), 2018-1 Enflasyon Raporu, 71, 13.03.2018 tarihinde alındı.

Merkezi yönetim bütçesi kapsamında Tablo 7’ye göre ise 2017 yılında, merkezi yönetim bütçesi, başlangıç hedefleriyle uyumlu olarak 47,4 milyar Türk lirası açık verirken, faiz dışı bütçe dengesi 9,3 milyar Türk lirası fazla vererek bir önceki yıla göre bir hayli azalmakla birlikte, bütçe açığı 2016 yılına göre artış göstermiştir.

6. Sonuç

Borç yönetimi, Hazine’nin maliyet minimizasyonunu göz önünde bulundurularak gerçekleştirdiği bir ekonomi politikası sürecidir. Bu işlem kamu sektörü borçlarının, para ve maliye politikaları eş güdümünde bir iktisat ve maliye politikası aracı olarak kullanılarak borcun miktarı ve bileşiminde ayarlamalar yapılması suretiyle gerçekleştirilir. Kamu açıklarının nasıl finanse edileceği sorunsalının çözüm kümesinde ise alternatif bir yöntem olarak iç borçlanma ve bunun sonucu olarak iyi organize edilmiş bir iç borç yönetim politikası bulunmaktadır.

Bu çerçevede iç borçların yönetimi politikasında edinilecek borçların, hangi kaynaklardan elde edildiği ve ekonomide nerelere yönlendirildiği iç borç yönetimi ve enflasyon ilişkisi bağlamında büyük önem teşkil etmektedir. Türkiye uzun yıllar kronik bir hale gelen yüksek enflasyon olgusu ile karşı karşıya kalmıştır. Sebepleri ve sonuçları itibarıyla enflasyondan kurtulma veya makul bir seviyeye çekme çalışmaları ise düzenlenen ekonomi politikaları ve bu politikaların ne derece uygulandığı ile ilgili

olmaktadır. Enflasyonu önemli oranda etkileyen bu politikalardan biride iç borç yönetimi politikasıdır.

Kamu açıklarının finanse edilmesi sorunsalında parasal tabanda gerçekleştirilecek bir artış Merkez Bankası kaynaklarına başvurmayı zorunlu kılmakta ve bu durumda enflasyonist baskıya neden olmaktadır. İç borçlanmanın ağırlıklı olarak gerçekleştirilmesi sonucu ise borç sarmalına girmiş bir ekonomik süreci beraberinde getirmekte, reel faiz hadlerinin artması ve borçlanmanın giderek daha da zorlaşması kaçınılmaz bir durum olmaktadır. Bunun sonucu olarak edinilen borçlar parasallaşarak enflasyonist baskıya sebep olmaktadır. Akabinde reel faiz hadlerinin büyüme oranını aştığı ve birincil bütçenin de fazla vermediği durumlarda giderek büyüyen borç stokları ile karşılaşmaktadır.

Bu bağlamda çalışmadan elde edilen bulgular sonucunda Türkiye’nin iç borç serüveninde de tüm bu durumlar açık bir şekilde görülmektedir. 1980 yılından sonra görülen kamunun küçültülmesi politikaları, kamu gelir politikası kapsamında vergi gelirlerinin azaltılması kamu açığını artırmış ve enflasyonun temel nedeni olarak görülmüştür. Bu dönemde, kamu açıklarının daraltılması kapsamında, artan iç borç stokları ve yüksek faizden kaynaklanan iç borç maliyetlerinin azaltılması, Merkez Bankası’nın karşılıksız para basımının engellenerek bağımsız bir fiyat istikrarı politikası yürütebilmesi olanağının sağlanması uygulanan önemli ekonomi politikaları arasındadır.

Borç yönetimi kapsamında ise 2003 yılında 4749 sayılı Kamu Finansmanı ve Borç Yönetiminin Düzenlenmesi Kanunu yürürlüğe konularak borç yönetimin çerçevesi çizilmiş, şeffaf ve etkin bir borç yönetim politikası oluşturulmuştur.

Kasım 2000 ve Şubat 2001 tarihlerinde yaşanan krizler ile beraber, 2001 yılında kamu net borç yükünün yaklaşık % 64 seviyesine geldiği ve kamu brüt iç borç yükünün aynı yıl bir önceki yıla kıyasla bir hayli yükseldiği görülmekte; yüksek bir kamu iç borç stokunun yüksek enflasyon rakamlarını beraberinde getirdiği gözlemlenmiştir. 2001 yılında yasal bağımsızlığını kazanan Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası’nın 2002 yılı başında uyguladığı örtük, 2006 yılı başında ise uyguladığı açık enflasyon hedeflemesi uygulaması sonucu itibariyle enflasyonda bir azalma trendi yakalanmıştır.

Nitekim bu durum iç borçlanma istatistiklerini de etkileyerek, 2002 yılından itibaren düşüş trendine giren kamu net borç yükü 2008 yılında % 26.8 rakamını görmüş ve kamu brüt iç borç yükünde de aynı dönemde azalış trendi gözlemlenmiştir. Bu düşüş ivmesinin yakalanmasında Türkiye’nin Güçlü Ekonomiye Geçiş Programı olarak adlandırdığı istikrar programı kapsamında uygulanan Merkez Bankası özerkliği, piyasa ekonomisinin düzenlenmesi, sağlam bankacılık altyapılarının oluşturulması ve anti enflasyonist yaklaşımli istikrarlı ekonomik büyüme hedefleri etkili olmuştur.

Bu gelişmelerde küresel piyasalarda gerçekleşen olumlu genişleme sayesinde Türkiye’nin yüksek reel faizler nedeniyle sermaye akımlarına maruz kalmasının büyük etkisi olmuştur. Bu durum iç borçlanma piyasasına da yansiyarak borçlanmanın

çevirme riskini azaltmış olmasına rağmen 2007 yılından itibaren dünya ekonomisinin içine girdiği durgunluk Türkiye'yi de olumsuz etkilemiştir.

2007 yılının sonlarıyla başlayan küresel kriz ülkemiz bağlamında toplam talebi daraltıp enflasyon düşüşü ve ekonomik küçülmeyi de beraberinde getirmiştir. Artan işsizlik ile kamu gelirlerindeki azalma, düşen reel faizler ile borçlanmada olumlu etkiler yaratmış olsa da ekonomi küçüldüğü için borç yükünü artırıcı etki yarattığı görülmektedir.

Dünya ekonomilerinde görülen etkin maliye politikası stratejisi kamu harcamalarındaki artışla beraber bütçe açıklarına sebebiyet vermiştir. 2008 krizi ile beraber gelen iktisadi durgunluğun en belirgin etkilerinden birisi olan vergi gelirleri tahsilatındaki azalmanın beraberinde bütçe açıklarını getirmesi kaçınılmaz bir durum olmuştur.

Tüm bu olumsuz gelişmelere rağmen ortaya konulan istikrar programı, GEGP, Merkez Bankasının bağımsız bir kuruma dönüşerek fiyat istikrarı hedefini gözetmesi, uygulanan sıkı para ve maliye politikaları yaşanan yapısal değişimler sonucunda inceleneceği üzere kamu net borç yükü giderek azalarak 2017 son çeyrekte 7.8 rakamını görmüş, kamu brüt iç borç yükünde de aynı dönemde azalış trendi gözlemlenmiştir. Bu düşüşte GSYH'deki artışın önemli payı bulunmaktadır.

2017 yılında ise kamunun artan harcamaları ve uygulanan geçici tedbirler sonucunda hızlı bir şekilde artan bütçe açığının finansmanı büyük ölçüde iç borçlanma yoluyla sağlanmış olmakla birlikte 2017 yılı itibarıyla, iç borç çevirme oranı, geçen yıllara göre belirgin bir şekilde yükselerek yüzde 125,6 seviyesine çıkmıştır.

Faiz dışı dengenin hazine borç yönetimi kapsamında nakit bazlı dengesi ile merkezi yönetim bütçesi kapsamında karşılaştırılmasının yapılması amacıyla her iki durum açısından rakamlar incelenmiştir. Nakit bazlı gelirler kapsamında faiz dışı fazla 2013 yılından sonra düşme eğilimine girerek 2016 yılından itibaren açığa dönüştüğü, merkezi yönetim bütçesi kapsamında ise faiz dışı fazlanın 2016 yılına göre bir hayli azaldığı gözlemlenmiştir.

Sonuç olarak, iç borç stokundaki artış ülke ekonomisinde yüksek reel faizler, gelir dağılımında dengesizlikler ve enflasyon gibi birçok önemli makroekonomik gösterge üzerinde olumsuz sonuçlar meydana getirmektedir. Bu çalışmada; kamu brüt ve net borç stoku istatistikleri, iç borçlanma, anapara, faiz, iç borç servisi ve toplam iç borç çevirme oranları ve enflasyon verileri 2000-2017 dönemi için incelenmiş, iç borç yönetimi politikası sonucu gerçekleşecek yüksek bir iç borçlanmanın yüksek enflasyon olgusunu beslediği bulgusuna ulaşılmıştır. Yüksek bir iç borç düzeyi beraberinde yüksek bir enflasyon oranı getirmekte ve fiyat istikrarını bozarak büyümeyi engellemektedir.

Bu çerçevede iyi bir borç yönetimi politikasında;

- i. Yasal bir çerçeveye oturtulmuş bir borç yönetim politikası,
- ii. Ülke koşullarına en uygun ve etkin politika seçeneği,

iii. Gerçekleştirilecek borçlanma politikası için gerekli finansal alt yapının oluşturularak devletin piyasa koşullarında bir faiz oranı belirlemesi,

iv. Devletin finansman ihtiyacının ve yükümlülüklerinin kısa ve uzun vadede en düşük maliyet ve risk seviyesinde karşılanması,

v. Oluşabilecek risklerin göz önünde bulundurularak sürdürülebilir bir borçlanma stratejisi,

vi. Piyasadaki güven ortamının sağlanarak ödemelerin zamanında yapıyor olması gerekliliği ön plana çıkmaktadır.

Bu amaçlar çerçevesinde başarılı bir iç borç yönetimi için piyasa koşullarında, maliyet unsurunun göz önüne alındığı, borçlanma araçlarının çeşitlilik sağladığı ve bu borçlanma araçları için derin ve geniş bir ikincil piyasa alt yapısının oluşturulması ve borç yönetim politikası çerçevesinde dengeli bir vade yapısı oluşturulması gereklidir. Böylece piyasalarda oluşacak güven ortamı borçların maliyetini olumlu etkileyerek faiz ödemelerinin bütçe içindeki payını da düşürücü etki yaracaktır. Son olarak; Hazine ve Merkez Bankasının oluşturacağı politika karmasında, maliye ve para politikalarının eş güdümünün gözetilmesi ve buna göre makroekonomik konjonktürün yönlendirilmesi bir diğer önemli unsurdur.

Kaynakça

- Aksoy, A. S. (2005). Türkiye'de Hazine ve Borç Yönetimi. *Vergi Sorunları Dergisi*, 204, 7-24.
- Aydoğan, E. (2004). 1980'den Günümüze Türkiye'de Enflasyon Serüveni. *Yönetim ve Ekonomi: Celal Bayar Üniversitesi İktisadi ve İdari Bilimler Fakültesi Dergisi*, 11(1), 91-110.
- Bal, H. & Özdemir, P. (2010). Türkiye Ekonomisinde iç Borçlanmanın Yeri Ve Sürdürülebilirliği. *Çukurova Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü Dergisi*, 19(1), 82-98.
- Bal, H. & Özdemir, P. (2011). İç Borç Yönetimi ve Türkiye. *Çukurova Üniversitesi İktisadi ve İdari Bilimler Dergisi*, 15(1), 38-64.
- Bülbül, D., Ejder, H. L. & Şahan, Ö. (2006). Türkiye'de Kamu Borçlarının Kaynakları, Yapısı Ve Niteliklerinin Değerlendirilmesi (1990-2004 Dönemi Analizi). *İstanbul Üniversitesi Siyasal Bilgiler Fakültesi Dergisi*, (35), 101-123.
- Çaşkurlu, E. (2007). İç Ve Dış Borçlanmada Risk Analizine Dayalı Borç Yönetimi Ve Türkiye Açısından Değerlendirilmesi (1980 Ve Sonrası), Doktora Tezi, Gazi Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü, Ankara.
- Çaşkurlu, E. (2009). Hazine Borç Yönetiminde Risk Analizi Uygulamasının Yasal Ve İdari Açısından Değerlendirilmesi. *Ekonomik Yaklaşım Dergisi*, 20(70), 89-119.
- Çataloluk, C. (2009). Kamu Borçlanması, Gerçekleşme Biçimi Ve Makro Ekonomik Etkileri (Teorik Bir Yaklaşım, Türkiye Örneği). *Balıkesir Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü Dergisi*, 12(21), 240-258.
- Demir, M. & Sever, E. (2008). Kamu İç Borçlanmasının Büyüme, Faiz Ve Enflasyon Oranı Üzerindeki Etkileri. *Elektronik Sosyal Bilimler Dergisi*, 7(25), 170-196.
- Devlet Planlama Teşkilatı (DPT), (2001). Sekizinci Beş Yıllık Kalkınma Planı, Borçlanma, İç ve Dış Borç Yönetimi Özel İhtisas Komisyonu Raporu, Yayın No: DPT: 2595-ÖİK: 607, 96-129.
- Durmuş, M. (2013). Kapitalizmin Krizi Küresel Krizin Eleştirel Bir Çözümlemesi. Ankara: Gazi Kitabevi.
- Ejder, H. L. (2002). Kamu Açıkları İle Enflasyon Arasındaki İlişkinin Analizi Ve Değerlendirilmesi. *İktisadi Ve İdari Bilimler Fakültesi Dergisi*, 4(3), 1-19.
- Güngör, K. (2006), "İktisadın Tarihine Kısa Bir Bakış ve Merkantilizmden Günümüze İktisadi Düşünceler", *Afyon Kocatepe Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü Dergisi*, 14, 1-41.
- Hazine Müsteşarlığı, (2017). Kamu Borç Yönetim Raporu. <https://www.hazine.gov.tr/File/?path=ROOT%2F1%2FDocuments%2FKamu%2>

OBor%C3%A7%20Yonetimi%20Raporu%2FY%C4%B1I%C4%B1k%20Kamu%20Bor%C3%A7%20Y%C3%B6netimi%20Raporu%202017.pdf.

<http://www.tcmb.gov.tr/>

<https://www.hazine.gov.tr/>

<https://www.muhasibat.gov.tr/portal/anasayfa>

Kaya, M. G. & Öz, E. (2016). Enflasyon, Bütçe Açığı ve Para Arzı İlişkisinin Türkiye Ekonomisi Açısından Değerlendirilmesi: 1980-2014 Dönemi. *Manisa Celal Bayar Üniversitesi İİBF, Yönetim ve Ekonomi*, 23(3), 639-651.

Özatay, F. (2013). *Parasal İktisat Kuram ve Politika*. Ankara: Elif Yayınevi.

Selim, S. & Ayvaz Güven, E. T. (2014). Türkiye'de Enflasyon, Döviz Kuru VE İşsizlik Arasındaki İlişkinin Ekonometrik Analizi. *Ekonomik ve Sosyal Araştırmalar Dergisi*, 10(1), 127-145.

Seymen Oskay, C. (2004). 1980'den Günümüze Türkiye'de İç Borçların Yapısal Gelişimi Ve Değerlendirilmesi. *S.Ü. İİBF Sosyal ve Ekonomik Araştırmalar Dergisi*, 1(8), 119-138.

Sezgin, Z. (2014). Kriz Sonrası Türkiye Ekonomisinde Borç Yönetimi. *Vergi Sorunları Dergisi*, 311, 141-149.

Sönmez, S. (1998). Türkiye'de Kamu Açığının Finansmanı ve Enflasyon Vergisi. *ODTÜ Gelişme Dergisi*, 25(2), 362.

Şahinoğlu, T., Özden, K., Başar, S. & Aksu, H. (2010). Türkiye'de Enflasyonun Oluşumu: ARDL Yaklaşımı. *Sosyoekonomi*, 2010(1), 27-46.

T.C. Başbakanlık Hazine Müsteşarlığı (2011), *Kamu Borç Yönetimi Raporu*, Kasım.

Takım, A. (2012). Dış Finansal Liberalleşme Sonrası Türkiye'nin Dış Borç Dinamiğindeki Değişmeler: Bir Literatür Araştırması. *Sosyoekonomi*, 2012(2), 23-44.

Turan, N. (2013). Kamu Borcunun Tanımı: Borç İstatistikleri Açısından Önemi, Mevcut Durum, Sorunlar Ve Türkiye Uygulaması. *Maliye Dergisi*, (164), 166-182.

Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası, (2018), 2018-1 Enflasyon Raporu. <http://www.tcmb.gov.tr/wps/wcm/connect/TR/TCMB+TR/Main+Menu/Yayinlar/Raporlar/Enflasyon+Raporu/2018/Enflasyon+Raporu+2018-I>.

Ulusoy, A. & Erdem, H. F. (2014). İç Borçlanma ve Enflasyon Etkileşimi: Türkiye Örneği. *Yönetim ve Ekonomi Araştırmaları Dergisi*, 12(22), 122-135.

Ulusoy, A. & Kara, D. (2017). Kamu Borç Yönetiminin Maliye Ve Para Politikası İle Uyum Sorunu: Türkiye Pratiği. *Maliye Araştırmaları Dergisi*, 3(1), 29-38.

Yavuz, N. C. (2011). Durağanlık ve Koentegrasyon Analizi Çerçevesinde Kamu Açığı ve Finansman Açısından Enflasyon Modelinin Tahmini (1982-2001). *İstanbul Üniversitesi İktisat Fakültesi Mecmuası*, 53 (2), 101-117.

- Yıldız, F. (2014). Türkiye'de 1990-2012 Döneminde Kamu Borç Yönetimi Ve Kamu Borç Yapısındaki Değişim Üzerine Bir İnceleme. *Sakarya İktisat Dergisi*, 3(4), 67-104.
- Yılmaz, B. E. & Cural, M. (2010). Türkiye'de İç Borçlanmadaki Değişimi Belirleyen Faktörlere Yönelik Bir Regresyon Analizi Çalışması: 1975 – 2010. *İstanbul Üniversitesi İktisat Fakültesi Maliye Araştırma Merkezi Konferansları*, 54, 1-22.
- Zerenler, M. (2004). Devletin Dış Borçlanmasının Türkiye Ekonomisi Üzerine Etkileri. *Selçuk Üniversitesi İİBF Sosyal ve Ekonomik Araştırmalar Dergisi*, 1(5), 186-214.