

KASIM 2000-ŞUBAT 2001 KRİZİ SONRASINDA ALINAN ÖNLEMLERİN BORÇ KOMPOZİSYONUNA YANSIMALARI

THE REFLECTION OF PUBLIC BORROWING STOCK IN TURKEY IN THE TAKEN MEASURE AFTERMATH OF NOVEMBER 2000-FEBRUARY 2001 CRISIS

Dr.Yüksel BAYRAKTAR*

ÖZET

Kasım 2000-Şubat 2001 Krizi Sonrasında Türkiye’de kamu maliyesini disiplin altına almak için bir takım önlemler alınmıştır. Mali disiplini sağlamaya yönelik alınan önlemlerden biri de borç yönetimini etkinleştirmektir. Etkin bir borç yönetimi politikası, borç kompozisyonunun maliyetleri minimize edecek şekilde oluşmasını sağlar. Borç yönetiminin etkinliği arttıkça borç stokunun yapısında olumlu anlamda değişme meydana gelir. Bu çerçevede bu çalışmanın amacı Kasım 2000-Şubat 2001 Krizi sonrasında alınan önlemlerin borç stokunun yapısını nasıl etkilediğini ortaya koymaktır. Bunun için, borçların alacaklı yapısı, vade yapısı, kur yapısı ve risk yapısı ele alınmıştır. Elde edilen bulgulara göre, borç stokunda vade, faiz, kur ve borçlanılan para birimi açısından iyileşme gözlenmiştir.

ABSTRACT

A number of measures were taken to take public finance under discipline in the wake of November 2000-February 2001 crisis. One of the precautions taken to establish public finance discipline is to make management of borrowing effective. An influential borrowing management policy helps the borrowing composition to be minimized in terms of its cost. The more influential the management of borrowing becomes, the more positive development in the structure of borrowing stock emerges. The purpose of this study started within this frame is to display how measures taken in the wake of November-2000-February 2001 crisis influenced the structure of borrowing stock. For this reason, lender structure, term structure, exchange rate structure and risk structure of the borrowing have been handled during the study. According the finding gathered, there have been improvements in terms of term, interest rate, exchange rate and currency unit of the borrowing stock.

Kamu Borç Stoku, Borç Yönetimi, Borç Kompozisyonu, Kur Riski, Faiz Riski

* Dr. Kocaeli Üniversitesi, İİBF İktisat Bölümü, ybayraktar@kocaeli.edu.tr

Public borrowing stock, management of borrowing, borrowing composition, exchange rate risk, interest risk

GİRİŞ

1997 yılında meydana gelen Asya ve 1998 yılında yaşanan Rusya Krizi, Türkiye üzerine ilk aşamada doğrudan bir etki meydana getirmemiş, sonradan bütün yükselen ekonomiler için bir kriz haline dönüşmüştür. Bunun sonucunda da Türkiye'den sermaye çıkışı meydana gelmiştir¹ Gerçekten de, 1998 yılının ortalarında başlayan Rusya Krizi, sermaye çıkışını hızlandırmış; dış borçlanma, iç borçlanma ile ikame edilmeye başlanmıştır. Yine, 1999 yılında yurt dışında başlayan Brezilya Krizi, yurt içinde ise 17 Ağustos depremi sonrası iç borçlanmada reel faizler ve borç/GSMH oranında artış meydana gelmiştir. Bu tablo ile birlikte 1999 yılı Haziran ayında IMF ile yapılan görüşmelerde “*Yakın İzleme Anlaşmasının*” programa bağlı ve mali destekli bir stand-by anlaşmasına dönüştürülmesi benimsenmiş ve 2000-2002 yılını kapsayacak şekilde makro ekonomik politikanın çerçevesi belirlenmiştir². 9 Aralık İstikrar Kararları ile ortaya konulan 2000-Enflasyonu Düşürme Programı, temelde üç ana başlık üzerine inşa edilmiştir: (i) kamu kesimi maliye reformu, (ii) döviz kuru nominal çapasına dayalı para programı ve (iii) sosyal güvenlik, özelleştirme ve tarım kesimine yönelik yapısal önlemler³. Dolayısıyla bu program ile enflasyonun temel kaynağının kamu kesimi açıkları olduğu kabul edilmiş ve bu açıkların kapatılması için önlem alınmıştır. Bunu gerçekleştirmek amacıyla bir yandan kamu harcamalarının kısılmasına, diğer yandan vergi gelirlerinin artırılmasına yönelik tedbirler alınmıştır. İlaveten IMF ve Dünya Bankası'ndan sağlanacak uzun vadeli düşük faizli krediler yardımıyla yüksek reel faizli ve kısa vadeli iç borçlanmanın azaltılması ve bu doğrultuda 7,5 milyar dolar faiz dışı bütçe fazlası verilmesi hedeflenmiştir.⁴

1998-2002 aralığında kamu bankalarının mali bünyelerini güçlendirmek için verilen kamu kağıtları, fon bankalarına ve Merkez Bankasına verilen kağıtlardan dolayı kamu iç borç stokunda önemli ölçüde büyüme meydana gelmiştir. Kasım 2001'de Çelebi'ye göre iç borcun çevrilmesi konusundaki sorunlar, tüm problemlerin önüne geçmiştir.⁵ Benzer olarak Selçuk'ta bu dönemde iktisadi olarak çözülmesi gereken en acil sorun olarak iç borçları göstermiş ve iç borcun reel değerini ciddi oranda düşürerek ve borcun ortalama vadesini uzatarak ekonomiye nefes aldırtacak bir borç yeniden yapılandırması programını adil ve bir defalık bir vergi uygulamasıyla

¹ Mahfi Eğilmez, **Küresel Finans Krizi**, 5. Basım, İstanbul: Remzi Kitapevi, 2009, s. 74.

² Ercüment Vardar, **Türkiye'de İç Borçlanmanın Gelişimi**, Ankara: TCMB Piyasalar Genel Müdürlüğü, Uzman Yeterlilik Tezi, Haziran 2007, ss. 44-45.

³ Erinc Yeldan, “Türkiye Ekonomisi'nde 2000-2001 Krizinin Yapısal Kaynakları Üzerine”, **Doğu Batı**, Sayı: 16, Yıl: 4, Ağustos, Eylül, Ekim, 2001, s. 190.

⁴ Bülent Güloğlu ve A. Ender Altunoğlu, “Finansal Serbestleşme Politikaları ve Finansal Krizler: Latin Amerika, Meksika, Asya ve Türkiye Krizleri”, ss. 22-23, www.econturk.org.

⁵ Işın Çelebi, “Güvensizlik Ortamı-Bekleyişler Kriz ve Çözüm”, **Doğu Batı**, Sayı: 16, Yıl: 4, Ağustos, Eylül, Ekim, 2001, ss. 251-253.

finanse etmeyi önermiştir.⁶ Gerçekten de bu dönemde borç faiz ödemeleri, vergi gelirleri ile finanse edilebilir boyutu aşmıştır. Bunun büyük kısmı ise, iç borç faiz ödemelerinden kaynaklanmıştır. 2001 yılı için iç borç faiz ödemelerinin vergi gelirlerine oranı % 94,3'dür.

Reel faiz oranlarında yükselmeye bağlı olarak iç borçların sürdürülemez boyutlara ulaşması ve yapısal istikrarsızlıkların devamı 2000 yılı başında IMF ve Dünya Bankası tarafından desteklenen yeni bir istikrar programının açıklanmasına neden olmuştur. Bu programın yürürlüğe konmasıyla iç borçlanmada faiz bandı % 32-36 seviyelerine kadar gerilemiştir. 2000 yılının ikinci yarısında, yapısal reformların gerçekleştirilememesi, özelleştirmeden beklenen gelirlerin elde edilememesi ve iç borç faiz oranlarında meydana gelen yükselme ekonomik kriz sürecinin hızlanmasının önemli nedenlerinden olmuştur. İç borç faiz oranlarında meydana gelen yükselme, portföylerinde büyük oranda kamu kesimi menkul kıymetlerini bulunduran bankalarda likidite krizinin yaşanmasına neden olmuştur. Yabancı yatırımcıların da devlet iç borçlanma senetlerini satarak ülkeyi terk etmeleri ile birlikte 22 Kasım finansal krizine girilmiştir. Şubat Krizinde programın devamlılığına duyulan güvensizlik, yerel bankaların döviz talebinden kaynaklanan likidite krizinin kısa bir süre içinde finansal krize dönüşmesine neden olmuştur. Bu dönemde krizi derinleştiren nedenlerden bir diğeri ise, dış piyasalardan sağlanan borçların vadelerinin kısa olmasıdır.⁷ Ayrıca bu dönemde kamu borç stokunun artmasının altında 2000 yılında iç borçların dış borçlarla ikame edilmesi yönündeki politika ve konsolide bütçe içinde iç borç faiz ödemelerinde meydana gelen artışın rolü büyüktür.⁸ Dolayısıyla 1999'un sonunda ilan edilen program yapısal problemlerin de etkisiyle başarılı olamamış, Kasım 2000 ve Şubat 2001 krizleri ile program uygulanabilir olmaktan çıkmıştır.⁹ Işık, Alagöz ve Yıldırım'a göre, Kasım 2000 Krizi, 1994 Krizi'nin devamı; Şubat 2001 Krizi ise, Kasım 2000 Krizi'nin ikinci dalgası niteliğindedir.¹⁰

Programın çökmesi ile birlikte 14 Nisan 2001 tarihinde "Güçlü Ekonomiye Geçiş Programı (GEGP)" adıyla yeni bir program hazırlanmıştır. Bu program 15 Mayıs 2001 tarihi itibariye IMF tarafından onaylanmıştır. Güçlü Ekonomiye Geçiş Programı'nın temel hedefi, kamu borçlarının sürdürülemez boyutlara ulaşmasına yol açan borç dinamiğinin kırılması olarak açıklanmıştır.¹¹

⁶ Faruk Selçuk, "Alacakaranlık Kuşağı", **Doğu Batı**, Sayı: 16, Yıl: 4, Ağustos, Eylül, Ekim, 2001, s. 185.

⁷ Nejla Adanur Aklan, "Finansal Krizlerin Anatomisi", **Öneri**, Cilt: 5, Sayı: 19, Ocak 2003, ss. 163-164.

⁸ Hilmi Ünsal, "Kamu Finansman Aracı Olarak Dış Borçlanma ve 1994 Sonrası Türkiye Uygulaması", **İktisat İşletme ve Finans**, Yıl: 19, Haziran 2004, ss. 99-100.

⁹ Erkan Tokucu, "1980 Sonrası Türkiye'de Para ve Maliye Politikaları", İçinde: **Türkiye'nin Ekonomi-Politikleri 1923-2007**, (Edit.: Mehmet Dikkaya, Deniz Özyakışır ve Adem Üzümcü), Ankara: Orion Kitapevi, 2008, s. 180.

¹⁰ Nihat Işık, Mehmet Alagöz ve Metin Yıldırım, "1990 Sonrası Türkiye'de Yaşanan Krizler: 1994, 2000 ve 2001 Krizleri", İçinde: **Ekonomik Kriz Öncesi Erken Uyarı Sistemleri**, (Edit. Halil Seyidoğlu ve Rıfat Yıldız), İstanbul: Arınan Yayınevi, 2006, s. 251.

¹¹ M. Tuba Ongun, "İstikrar Arayışından Krize: Bir Değerlendirme", **Gazi Üniversitesi İ.İ.B.F. Dergisi**, 2/2001, s. 6.; Aklan, a.g.m., s. 164; Aklan, a.g.e., s. 164.

Etkin borç ve risk yönetimi alt yapısını oluşturmak ve kamu finansmanı alanında şeffaflık ve disiplini sağlamak amacıyla Nisan 2002'de 4749 Sayılı Kamu Finansmanı ve Borç Yönetiminin Düzenlenmesi Hakkında Kanun ihdas edilmiştir. Bu kanun ile mali disiplini sağlamaya yönelik dağınık bir biçimde düzenlenmiş mevzuat tek bir yasa altında toparlanmış ve kalıcı bir yasal çerçeve hedeflenmiştir. Üçer aylık dönemler itibariyle kamu borç yönetimi raporu hazırlanıp TBMM'ye sunulularak daha şeffaf bir yapı oluşturulmaya çalışılmıştır. Ayrıca, aktif borç yönetimi politikası çerçevesinde uygulanan ve ekonomik kriz nedeniyle ara verilen Piyasa Yapıcılığı Sistemi Eylül 2002'de tekrar hayata geçirilmiştir¹²

Borç yönetiminin düzenlemesi amacıyla yapılan kanuni düzenleme son derece önemlidir. Zira, etkin bir borçlanma politikası için uygun bir yasal çerçevenin olmaması borç yönetimini zor durumda bırakmaktadır. Borç yönetimi her ne kadar borçların sürdürülebilirliğine yol açan bir krizin ana nedeni olmasa da, borç portföyünün vade yapısı, faiz oranı ve para cinsi kompozisyonuna ilave olarak doğrudan ve dolaylı garantiler, krizin derinleşmesi açısından önemli rol oynamaktadır. Diğer bir ifadeyle borç yönetimindeki başarısızlıklar ya doğrudan ya da finansal istikrarın bozulmasına yol açarak krizin derinleşmesine neden olmaktadır. Bunlara ilave olarak makro iktisadi dengelerin sağlandığı durumlarda bile borçların risk unsuru göz önüne alınmadan yönetilmeye çalışılması, ülkeleri ekonomik ve finansal şoklara karşı açık hale getirmektedir. Kamu borç stokunun endişeye yol açacak kadar kırılgan bir noktada olması, iktisadi karar birimlerinin sağlıklı kararlar almasını engellemek suretiyle makro iktisadi performansı olumsuz etkilemektedir. Bütün bu olumsuzlukları gidermek ve mali disiplini sağlamaya yardımcı olmak amacıyla çıkarılan 4749 Sayılı Kamu Finansmanı ve Borç Yönetiminin Düzenlenmesi Hakkında Kanun ile borç stokunun yapısını iktisadi değişkenler üzerinde baskı oluşturmayacak şekilde düzenlemek hedeflenmiştir. 4749 sayılı Kamu Finansmanı ve Borç Yönetiminin Düzenlenmesi Hakkındaki Kanun yürürlüğe girmiştir. Bu kanunun amacı, 1. maddede şu şekilde belirtilmektedir.

“Bu kanunun amacı; ülkelerin kalkınma hedeflerini dikkate alarak, piyasalarda güven ve istikrarı koruyarak ve makro iktisadi dengeleri gözeterek, devletin iç ve dış borçlanmasına, hibe almasına, borç ve hibe vermesine, nakit yönetiminin maliye ve para politikaları ile koordineli bir şekilde yürütülmesine, verilecek garantilerin, bu borçlanma ve garantilerden doğan finansal alacaklar ile Devlet iç ve Devlet dış borcunun etkin bir şekilde yönetimine ve izlenmesine, Hazine Müsteşarlığı ile 2. Madde’de yer alan kuruluşlar arasındaki mali ilişkilerin düzenlenmesine ve bu hususlar dahil olmak üzere Müsteşarlık tarafından üstlenilen her türlü mali yükümlülüğün geri ödenmesi, ilgili bütçe hesaplarına kaydedilmesi ve raporlanmasına ilişkin usul ve esasları düzenlemektir.”

1 Ocak 2003 tarihinden itibaren Türkiye Cumhuriyeti adına yapılan borçlanmalar 4749 sayılı Kanun hükümlülükleri çerçevesinde yapılmaktadır.

¹² Kamu Finansmanı Genel Müdürlüğü, “Cumhuriyet Döneminde İç Borçlanma Alanındaki Gelişmeler”, **Hazine Dergisi**, Cumhuriyetinin 80. Yılı Özel Sayısı, Aralık 2003, ss. 52-54.

Kanunun yayınlanması ile birlikte uygulamayı kolaylaştırması açısından sekiz adet yönetmelik çıkartılmıştır. Bu yönetmeliklerle hazine garantileri, borç yönetimi, risk yönetimi dahil borçlanma işlemleri için yeni bir hukuki alt yapının oluşturulması sağlanmıştır. 4749 sayılı Kamu Finansmanı ve Borç Yönetiminin Düzenlenmesi Hakkındaki Kanun ile getirilen yenilikler. Türkiye’de borçlanma politikalarının eksiklerini görmek açısından önem arz etmektedir. Bu çerçevede 4749 Sayılı Kanun ile getirilen yenilikleri şu şekilde ifade etmek mümkündür.¹³ Borçlanmada Tek bir otoritenin oluşması ve mevzuatının tek bir çatı altında toplanması, borçlanma limiti, garanti limiti, ikraz limiti, hazine garantili kredilere izin verilmesi, Hazine garantili olmayan kamu dış borçlanmasına izin verilmesi, risk hesabının yürürlüğe girmesi, dış proje kredileri, kısa vadeli borçlanma, hibe, kamu borç yönetim raporu, TBMM’nin bilgilendirilmesi, şeffaflık ve mali disiplinin artırılması, risk yönetimi, borç yönetimi.

Sonuç olarak 4749 Sayılı Yasa ile yürürlüğe giren ve benimsenen ilkeler temelde mali disiplin üzerine odaklanmışlardır. Mali disiplinsizlik olgusu doğal olarak borç stokunda artışı beraberinde getirmektedir. Bu açıdan 4749 Sayılı Yasa mali disiplini tesis etmeye yönelik olarak politika yapıcılarını disipline eden önemli bir düzenleme olmuştur. Bu çerçevede çalışma alınan önlemlerin borç stokunun yapısında meydana getirdiği değişikliği ortaya koymayı amaçlamaktadır.

1. TÜRKİYE’DE KAMU BORÇ STOKUNUN YAPISI

Türkiye’de kamu borç stokunun alınan kararlar çerçevesinde nasıl değiştiğini gözlemek amacıyla bakılabilecek rasyo analizleri söz konusudur. Bu anlamda Bayraktar tarafından geliştirilen borç sürdürülebilirlik indeksindeki 24 rasyonun zaman içindeki gelişimine bakmak mümkündür.¹⁴ Ancak bu çalışmanın amacı borçların sürdürülebilirliğini ölçen rasyonların trendinin ele alınmasından ziyade, mali disiplini sağlamak için alınan kararların borç stokunun yapısında meydana getirdiği değişimi ortaya koymaktır. Bu çerçevede, borç kompozisyonunun alacaklı yapısı, vade yapısı ve döviz kompozisyonu ele alınarak Türkiye’de borç stokunun yapısında meydana gelen değişim ortaya konmaya çalışılacaktır.

1.1. Borç Kompozisyonunun Alacaklı Yapısı

Borç kompozisyonunun alacaklı yapısı, ekonomide meydana getireceği etkiler açısından önemlidir. Keynesyen analizdeki gibi gömüleme çözümüne dayalı olarak yapılacak bir borçlanma politikası, atıl ankesleri aktif hale getirerek finansal sisteme dahil etmektedir. Diğer taraftan borçlanma risksiz bir yatırım aracı görüldüğünde reel sektöre yönelecek fonlar, mali sektöre yönelmek suretiyle ekonominin üretken gücünün azalmasına yol açar.

¹³ Meral Vurucu Demir, **4749 Sayılı Kamu Finansmanı ve Borç Yönetiminin Düzenlenmesi Hakkında Kanunun Getirdiği Yenilikler, Önceki Mevzuat İle Karşılaştırılması**, Devlet Bütçe Uzmanlığı Raporu, Ankara: Maliye Bakanlığı Bütçe ve Mali Kontrol Genel Müdürlüğü, Mart 2004, ss. 41-110.

¹⁴ Yüksel Bayraktar, **Kamu Borçlanmasının Sürdürülebilirliği (Türkiye Örneği: 1989-2009)**, Kocaeli Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü, Basılmamış Doktora Tezi, 2010.

Bu açıdan iç borç kompozisyonunun alacaklı yapısı ve alacaklı yapısında meydana gelen değişme önemlidir.

Türkiye’de iç borç kompozisyonunun alacaklı yapısı ele alındığında en büyük payı bankaların, daha sonra resmi kurumların aldığı görülmektedir. Tasarruf sahipleri ve özel sektörden yapılan borçlanma nispi olarak oldukça düşüktür. Bu durumu Tablo 1’de gözlemek mümkündür.

İç borç alacaklıları içinde en yüksek payın bankalara ait olması, sermaye piyasasının yeterince derinleşmemiş olmasından kaynaklanmaktadır. İç borç alacaklılarının % 80’inden fazlasının bankacılık kesimi olması, bankaların asli fonksiyonlarından uzaklaşmasına ve yüksek faizli, vergiden muaf, risksiz bir finansman biçimi olarak devleti fonlamalarına yol açmıştır. Bankaların özel kesimi fonlamak yerine devleti fonlamayı tercih etmesi, reel kesime kanalize olacak fon miktarının azalmasına yol açmıştır. Yine, bankacılık kesiminin oligopolistik bir yapı sergilemesi, iç borçlanmada en önemli finansör olan bankaların devleti yüksek faizle finanse etmesinin yolunu açmıştır. Bankalardan sonra borçların finansmanı için resmi kurumlara başvurulması, resmi kurumların tasarruflarının borç finansmanına yönelmesine neden olmuştur.

Tablo 1: İç Borçlanmanın Alıcılara Göre Dağılımı (Bin TL)

	Bankalar	Resmi Kurumlar	Özel Sektör	Tasarruf Sahipleri	Toplam
1987	4.660,9	1.087,5	241,6	9,9	5.999,9
1988	8.083,7	594,3	248,9	4,2	8.931,1
1989	14.990,2	1.065,8	561,7	0,0	16.617,7
1990	17.963,1	2.699,6	238,4	0,0	20.901,1
1991	42.469,9	1.450,7	1.866,6	0,0	45.787,2
1992	118.340,8	20.928,7	5.942,5	4.476,8	149.688,8
1993	256.917,7	20.021,1	8.884,6	44.209,9	330.033,2
1994	601.452,7	82.544,2	22.446,2	134.956,9	841.400,0
1995	1.359.560,1	147.386,9	59.168,0	99.388,5	1.665.503,4
1996	3.902.227,2	458.464,2	132.032,4	132.696,7	4.625.420,5
1997	5.599.994,0	450.095,0	205.819,0	4.054,0	6.259.961,0
1998	12.377.480,0	1.142.759,0	554.368,0	179.717,0	14.254.323,0
1999	22.946.098,6	3.013.707,0	565.302,1	361.297,2	26.886.405,0
2000	24.636.819,0	6.593.038,5	1.238.449,5	237,7	32.468.544,7
2001	156.110.743,0	46.403.176,7	3.076.244,1	4.023.070,8	209.613.234,7
2002	99.992.547,9	18.701.925,6	5.387.695,3	1.220.955,8	125.303.124,6
2003	119.459.031,3	34.479.250,1	4.211.654,2	88.447,2	158.238.382,8
2004	140.301.497,9	18.083.779,1	5.179.884,5	31,3	163.596.496,3
2005	134.016.019,8	14.188.978,0	3.625.732,1	9.945,4	151.840.675,3
2006	102.837.220,2	12.210.246,0	1.177.881,8	5.213,3	116.230.561,3
2007	95.371.056,7	18.660.518,4	2.186.040,2	4.938,3	116.222.553,6

Kaynak: HM

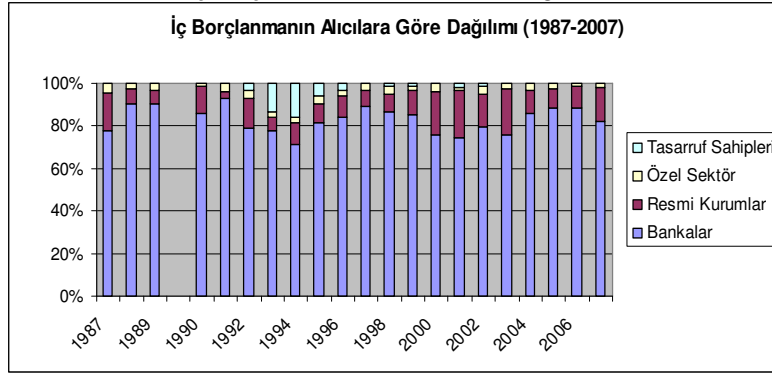
Not: 1) Kendi içinde roll-over edilen borçlanmalar dahil değildir.

2) 1992 yılı sonundan itibaren Tahkim Tahviller’i, Tahvillere aktarılmıştır.

İç borçlanmanın alıcılara göre % dağılımını Grafik 1 yardımıyla görmek mümkündür. Grafikte açık bir biçimde el alınan yılların tümünde bankaların devlete en fazla borç veren kurum olduğu görülmektedir.

Kuşkusuz bu durumda uygulanan yüksek reel faiz politikasının rolü büyüktür. Yüksek reel faiz uygulaması, bankaları asli fonksiyonlarını yerine getirmektense, risksiz bir yatırım aracı olarak devlete borç vermeye yönlendirmektedir. Dolayısıyla bankaların devleti fonlayan asli faktör olması 2002 yılı sonrası dönemde de değişmemiştir. Borçlanma piyasasında bankaların oligopolistik bir yapı sergilemesi, borç yönetiminin etkinliğini azaltmaktadır. Bunun için sermaye piyasasının derinliğini sağlamaya yönelik önlemlerin alınması gerekmektedir.

Grafik 1: İç Borçlanmanın Alıcılara Göre Dağılımı 1980-2007



1.2. Borç Kompozisyonunun Vade Yapısı

Ülkeler borçlanma politikalarını belirlerken, değişik vade tercihleriyle karşı karşıyadırlar. Ancak her zaman tercih yapmak durumunda olamayabilirler ve kısa vadeli borçlanmak zorunda kalabilirler. Borçlanmada vadenin düşmesinin altında yatan temel neden, devletin uzun vadede güven vermemesi sonucunda tasarruf sahiplerinin kısa vadeli olarak ödünç vermek istemeleridir.¹⁵ Dolayısıyla mali yapıda meydana gelen bozulma, vade yapısının bozulması ile kendini göstermektedir.¹⁶ Vade yapısında bir kısalma olması durumunda, örneğin borçların yılda birkaç kez çevrilmesi zorunluluğu varsa, her borçlanmanın maliyeti farklı olacaktır. Bu durum ise, hem borçların finansman maliyetinin zorlaştıracak, hem de bütçe açıklarının sağlıklı bir biçimde tahmin edilmesini zorlaştırarak¹⁷ borç yönetiminin etkinliğinin azalmasına yol açacaktır. Etkin bir borç politikasının en önemli unsurlarından biri, borçlanma vadesinin uzunluğu, faiz oranlarının düşüklüğüdür. Ancak vade uzadıkça, risk ve belirsizliğin artması uzun vadede düşük faiz unsurunun gerçekleşmesini zorlaştırmaktadır. Borçlanmada uzun vade, alınan borçların geri ödenmesi aşamasında daha avantajlı olması nedeniyle kısa vadeli borçlara oranla daha fazla tercih edilmektedir. Bununla birlikte, uzun vadeli borçlanmanın her zaman istenilen koşullarda sağlanması

¹⁵ Hikmet Uluğbay, "Devlet Borç Yönetimi", *İşletme ve Finans*, Sayı: 111, Haziran 1995, s. 16.

¹⁶ Arslan Sonat, "Kamu Kesimi Finansman Açıkları ve Dış Denge", *Kamu Kesimi Finansman Açıkları*, X. *Türkiye Maliye Sempozyumu*, Kemer/Antalya, 1994, s. 117.

¹⁷ Hamdi Bağcı, *Kamu Borçları ve Yönetimi ve Türkiye İçin Bir Değerlendirme*, Ankara: Sermaye Piyasası Kurulu, Yayın No: 135, 2001, s. 80.

mümkün değildir. Borçlanmada vadenin kısılması, öncelikle kamu mali dengesi üzerinde olumsuz etkilere neden olmakta ve beraberinde risk artışı başta olmak üzere bir çok olumsuz etkiyi getirmektedir.¹⁸

Tablo 2 yardımıyla 1990'lı yıllar sonrasında iç borç stokunun Türkiye'de vade yapısına bağlı olarak nasıl gerçekleştiğini görmek mümkündür:

Tablo 2: İç Borç Stokunun Vade Yapısı

Yıllar	Tahvil	Nakden Satılan		Toplam	Nakit Dışı Satılan
		Bono			
1990	67,2	19,5		86,7	13,3
1991	47,8	35,3		83,1	16,9
1992	33,8	32,8		66,6	33,4
1993	30,2	25,3		55,5	44,5
1994	8,9	56,0		64,9	35,1
1995	19,3	44,8		64,1	35,9
1996	22,7	47,6		70,3	29,7
1997	42,1	39,9		82,0	18,0
1998	32,9	49,0		81,9	18,1
1999	74,0	14,1		88,1	11,9
2000	75,2	5,6		80,8	19,2
2001	32,9	14,5		47,4	52,6
2002	34,9	24,7		59,6	40,4
2003	54,4	12,7		67,1	32,9
2004	60,3	13,5		73,8	26,2
2005	72,0	7,3		79,3	20,7
2006	79,0	3,8		82,9	17,1
2007	84,0	2,4		86,4	13,6

Kaynak: HM

Not: Oluşan kur farkları ilgili vadelerinde gösterilmektedir.

(1) Geçici

1990 yılında iç borç stoku içinde uzun vadeli bir borçlanma aracı olan tahvilin payı oldukça yüksekken, sonraki yıllarda düşme trendine girmiş, 1994 yılında en düşük değeri olan % 8,9'a düşmüştür. Dolayısıyla açık bir biçimde söylemek mümkündür ki, 1994 Krizi, Türkiye ekonomisinde uzun vadeli borçlanma imkanının hemen hemen ortadan kalktığı bir dönemi temsil etmektedir. 1995-1997 arasında uzun vadeli borçlanma imkanında bir artış meydana gelmiş, 1998 yılında nispi olarak düşmüş, 2001 yılına kadar yüksek seviyesini korumuştur. 2001 yılında yine nispi olarak düşen uzun vadeli borçlanma imkanı, sonraki yıllarda artış trendine girmiştir. Doğal olarak kısa vadeli borçlanma aracı olan bono için tersi bir süreç söz konusu olacaktır. 1990 yılında iç borç stoku içindeki payı % 19,5 iken, 1994 yılında % 56 ile en yüksek seviyesine çıkmıştır. Dolayısıyla 1994 yılında iç borçlanma stoku içinde bononun payı oldukça artmıştır. 1999 yılına kadar % 40'lar seviyesinde olan bononun payı, 2001 yılında % 14,5 olarak gerçekleşmiştir.

¹⁸ Hilmi Ünsal, "Türkiye'de Finansal Serbestleşme Sürecinde İç Borçlanma ve Sermaye Piyasası Üzerindeki Etkileri", *Gazi Üniversitesi İktisadi ve İdari Bilimler Fakültesi Dergisi*, Cilt: 5, Sayı: 3, Kış 2003, s. 195.

Sonraki yıllarda iç borç stoku içinde bononun payında azalma meydana gelmiş; 2007 yılı itibariyle nakden satılan iç borç stoku için bononun payı % 2,4 gibi düşük bir rakama gerilemiştir. Dolayısıyla mali disiplini sağlamaya yönelik tedbirlerin alındığı 2001 yılından sonraki süreçte uzun vadeli borçlanma araçlarının toplam iç borçlanma içindeki payı artmış, kısa vadeli borçlanma aracı olan bononun payı azalmıştır. Borçlanma vadenin uzatılması, borç yönetiminde etkinliği sağlamaya yönelik uygulamaların sonuç verdiği şeklinde düşünülebilir.

Borçlanmanın vade yapısı, dış borçlanma için de ele alınabilir. Tablo 3 vadelere göre dış borç stokunun GSYİH'ya oranını göstermektedir.

Tablo 3: Kısa Vadeli Dış Borç Stoku ile İlgili Rasyolar

	Kısa Vadeli Dış Borç Stoku / GSYİH	Kısa Vadeli Dış Borç / Toplam Borç	Kısa Vadeli Dış Borç Stokundaki Yüzde Değişim
1989	4	13,8	
1990	4,7	19,4	65
1991	4,5	18,1	-4
1992	6	22,8	39
1993	7,7	27,5	46
1994	6,3	17,2	-39
1995	6,9	21,4	39
1996	7	21,5	10
1997	7	21	3,6
1998	7,7	21,6	17,4
1999	9,3	22,2	10,3
2000	10,7	23,9	23,5
2001	8,3	14,4	-42
2002	7,1	12,6	0,1
2003	7,5	15,9	40,1
2004	8,2	20,1	38,5
2005	7,7	22,4	16,4
2006	7,7	-	8,8
2007	6,3	-	3,6

Kaynak: HM, DPT

Dış borç stoku vadelere göre tasnif edildiğinde kısa vadeli dış borç stokunun GSYİH' oranının yıllar itibariyle arttığı, 2000 yılında % 10,7 ile en yüksek seviyesine ulaştığı, sonraki yıllarda düşme trendine girdiği görülmektedir. Benzer durumu kısa vadeli dış borcun toplam borca oranını gösteren değerlerden de gözlemlemek mümkündür. Buna göre, kısa vadeli dış borcun toplam borca oranı 1989-1994 aralığında artmıştır. 1993 yılında tarihin en yüksek seviyesi olan % 27,5'e yükselmesi 1994 Krizi öncesinde dış borçlanma imkanlarının azaldığı, faiz oranlarının yükseldiği ve vadenin kısaldığının bir göstergesi olarak ifade edilebilir. Sonraki yıllarda % 20'ye yakın değerler alan ilgili rasyo, 2000 yılında % 23,9'luk bir değerle on yılın en yüksek seviyesine ulaşmıştır. Sonraki yıllarda düşme trendine giren kısa vadeli dış borcun toplam borca oranı 2005 yılında 2000-2001 Krizinde aldığı değerlere yakın değerler almıştır. Dış borçlanmada vade yapısını ele almak için vadelere göre dış borç stokundaki % değişime de bakılabilir. Kısa vadeli

dış borç stoku 1990 yılında % 60 artarken, 1994 Krizi öncesi ve 2001 Krizi öncesi yıllar olan 1992 -1993 ve 2000 yıllarında yine yüksek değerlerde artış göstermiştir. 1994 ve 2001 yılları ise, kısa vadeli dış borç stokunun önceki yıla göre azaldığı dönemleri ifade etmektedir.

1.3. Borç Kompozisyonunun Risk Yapısı

Etkin bir borçlanma politikası açısından ele alınması gereken bir diğer husus, borç kompozisyonunun risk yapısıdır. Borç kompozisyonu içinde sabit faizli borçlanmanın yüksek olması, borç yönetiminin etkinliğinin yüksek ve ekonomik yapının barındırdığı risk unsurunun düşük olduğu anlamına gelmektedir. Diğer taraftan, güven ortamının azaldığı, geleceğe yönelik olumsuz beklentilerin hakim olduğu durumda borç verenler sabit faizli borç vermek istemedikleri için değişken faizli borçlanma miktarında artış meydana gelmektedir. Bu ortamda borç kompozisyonu içinde değişken faizli borçlanma miktarında artış meydana gelir.

Tablo 4’de Merkezi yönetim brüt borç stokunun faiz yapısının % dağılımı verilmektedir. 2002 yılında borç stokunun % 45’i sabit faizli iken, 2010 Şubat itibariyle bu oran % 53,9’a çıkmıştır. Sabit faizli borçlanmada meydana gelen artış, mali disiplini sağlamaya yönelik alınan önlemlerin sonuç verdiği şeklinde yorumlanabilir. Diğer taraftan, 2002 yılında değişken faizli borçlanmanın toplam borç stokuna oranı % 55 iken, Şubat 2010 itibariyle bu oran % 46,1’e düşmüştür. Değişken faizli borçlanmanın borç stoku içindeki oranının azalmış olması, borçlanma koşullarının iyileştiği, maliyet ve risk algısının olumlu yönde değiştiği şeklinde ifade edilebilir. 2009 yılı ABD merkezli krizin Türkiye’deki borç stokunun faiz yapısı üzerindeki etkisini göstermektedir. Bu yılda değişken faizli borçlanmada küçük bir artış meydana gelmiştir.

Tablo 4: Merkezi Yönetim Brüt Borç Stokunun Faiz Yapısı (%)

	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010
Sabit	45,0	48,8	53,8	50,1	54,0	55,7	56,9	53,4	53,9
Değişken	55,0	51,1	46,2	49,9	46,0	44,3	43,1	46,6	46,1

Kaynak: HM, Borç Göstergeleri, Mart 2010.

Borç stokunun faiz yapısında meydana gelen değişme, TL cinsinden borç stoku açısından da ele alınabilir. Tablo 5, Merkezi yönetim TL cinsi borç stokunun faiz yapısındaki % değişmeyi göstermektedir. Buna göre, 2002 yılında TL cinsinden borçlanmanın % 36,9’u sabit faizli iken, Şubat 2010 itibariyle % 47,5’dir. TL cinsinden sabit faizli borçların oranı 2008 yılına kadar artarken, küresel krizin yansımaları sonucunda sonraki yıllarda küçük de olsa düşme meydana gelmiştir. Tersine, TL cinsinden borçların 2002 yılında % 63,1’i değişken faizli iken, Şubat 2010’da bu oran % 46,1’e düşmüştür. Dolayısıyla ele alınan dönemde brüt borç stoku içinde sabit faizli borçların yüzde dağılımında artış, değişken faizli borçlanmada azalış meydana gelmiştir. Yine ele alınan dönemde TL cinsinden yapılan borçlanma açısından sabit faizli borçlanma miktarında artış meydana gelmiştir.

Tablo 5: Merkezi Yönetim TL Cinsi Borç Stokunun Faiz Yapısı (%)

	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010
Sabit	36,9	45,2	51,3	49,0	51,4	51,1	50,1	46,3	47,5
Değişken	63,1	54,8	48,7	51,0	48,6	48,9	49,9	53,7	52,5

Kaynak: HM, Borç Göstergeleri, Mart 2010.

1.4. Borç Kompozisyonunun Borçlanılan Para Birimi Açısından Yapısı

Borçlanma, sadece yurt içi borçlanma şeklinde yapılmadığı gibi yalnızca ulusal para cinsinden de yapılmayabilir. Hatta çoğu zaman birden fazla yabancı para cinsinden borçlanma söz konusu olur. Kamu borç stokunun yapısı ele alınırken, kamu borcu içinde dövizle yapılan borcun büyüklüğünün göz önüne alınması gerekir. Alınan borçların döviz cinsinden kompozisyonu, borcun seviyesini ve maliyetini önemli ölçüde etkilediği gibi bu kompozisyonun iyi yönetilmesi de son derece önemlidir.¹⁹ Borçların döviz cinsinden kompozisyonu, döviz kurlarındaki dalgalanmaya bağlı olarak borcun maliyetini önemli miktarda etkilemektedir. Dolayısıyla döviz ve dövizle endeksli olarak yapılan borçlanmanın düzeyi kur dalgalanmalarına karşı kırılganlığı arttırmaktadır. Dövizle yapılan borçlanmanın miktarının artması, kamu borcunun döviz kurlarındaki dalgalanmalara oldukça hassas olmasına neden olur. Zira döviz kurları düştüğünde kamu borcunun ulusal para cinsinden reel değerinde bir azalma meydana gelirken, döviz kurları yükseldiğinde kamu borcunun ulusal para cinsinden değerinde bir artış olacaktır. Kurlarda meydana gelen dalgalanmanın genel olarak yurt dışı faktörlerden kaynaklandığı, özellikle reel politikte son derece yakından ilgili olduğu göz önüne alındığında döviz cinsinden borçlanmanın toplam kamu borcuna oranının borç stokunun yapısını etkileyen bir unsur olacağı aşikârdır. Zira, siyasi ve politik aktörler gelişen iletişim teknolojileri ile birlikte uluslararası arenada meydana gelen sosyal, siyasal, ekonomik, vb. olaylar hakkında çok hızlı bir şekilde bilgi almakta, bu bilgiyi değerlendirmekte ve yeniden pozisyon oluşturmaktadır. Dolayısıyla reel politikte meydana gelecek ya da gelmesi muhtemel gelişmelerin, değişmelerin belirsizliği, döviz kuru riskinin artmasına neden olmaktadır. Bu riskten korunmak için ya psikolojik havanın olumsuzlaşmasından etkilenmeyecek derecede güçlü bir mali yapıya sahip olunmalıdır ya da beklentilerin yönetilebilmesi gerekir ki, uluslararası konjonktürde beklenti yönetimi birkaç büyük ülkenin dışında mümkün olabilecek bir durum değildir. Bu durumda döviz kuru riskinden korunmak için kamu borç stoku içinde döviz cinsinden borçlanmanın tehlike arz etmeyecek bir oranda tutulmasına dikkat edilmelidir.²⁰ Bu çerçevede borç stokunun borçlanılan para birimi açısından kompozisyonu son derece önemlidir.

¹⁹ Gazi Erçel, "Türkiye'nin Dış Borç Birikiminin Kaynakları", **Maliye Yazıları**, Sayı: 36, Temmuz-Eylül 1992, s. 15.

²⁰ Bayraktar, a.g.e., ss. 36-37.

Tablo 6: Merkezi Yönetim Brüt Borç Stokunun Dağılımı (%)

	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010
TL Cinsinden	41,9	53,7	58,5	62,4	62,8	68,7	66,2	70,9	71,8
Döviz	58,1	46,3	41,5	37,6	37,2	31,3	33,8	29,1	28,2

Kaynak: HM, Borç Göstergeleri, Mart 2010.

Tablo 6 incelendiğinde TL cinsinden borçlanma miktarında artış olduğu gözlenmektedir. Buna göre, 2002 yılında borç stokunun % 41,9'u TL cinsinden iken, bu oran yıllar itibariyle artış göstermiş ve Şubat 2010 itibariyle % 71,8 ile en yüksek seviyesine çıkmıştır. 2008 yılında ABD merkezli global krizin yansımaları yerli para ile borçlanma miktarının küçük de olsa düşmesine neden olmuştur. Tersine, brüt borç stokunun 2003 yılında % 46,3'ü döviz cinsinden gerçekleşmişken, bu oran 2007 yılında en düşük değerini almış, 2008 yılında küçük de olsa bir yükselme göstermiştir. Dolayısıyla ele alınan dönemde TL cinsinden borçlanmanın borç stoku içindeki payının artmış olması, borçlanma imkanlarında olumlu gelişmeler olduğunun bir göstergesidir.

Merkezi yönetim brüt borç stokunun kırılganlığını tek başına borçlanılan para birimi göstermez. Borçlanılan para birimi açısından faizin sabit veya değişken olması da kırılganlığı etkileyen bir faktördür. Ülkenin ulusal para birimi ve sabit faizli olarak borçlanabilmesi dışsal şoklara karşı kırılganlığı azaltan bir unsurdur. Zira, finansal sistemin kur riskine açık olması ve kısa dönemde yabancı parayla borçlanmanın hakim olması, likidite krizlerinin temel nedenlerinden biri olarak gösterilmektedir. Finansal kırılganlığın artması durumunda ulusal parayla uzun vadeli borç alamayan ülkeler, kısa dönemde yabancı para ile borçlanmaya gitmek zorunda kalırlar. Dolayısıyla saldırıya açık ekonomilerde bir olumsuzluk baş gösterdiğinde faiz oranları ve döviz kurlarındaki ani hareketler neticesinde yüksek borç servisi yükü ile karşı karşıya kalınmaktadır.²¹ Ulusal finansal sektörlerin derinliğinin ve politika yapıcının güvenilirliğinin düşük olması, hükümetlerin kendi paraları cinsinden sabit faizli ve uzun dönemli olarak borçlanmalarını zorlaştırmaktadır.²² Bu durum, uluslararası finansal sistemin “*temel günahı*” ile de ilişkilendirilebilir. Uluslararası finansal sistemin temel günahı, gelişmekte olan ülkelerin uluslararası finansal piyasalarda kendi paraları cinsinden borçlanamamasını ifade etmektedir ki, borç toleranssızlığı ile temel günah arasında yakın bir ilişki bulunmaktadır.²³ Toplam borç stoku içinde kısa vadeli, değişken faizli ve döviz cinsi/dövizde endeksli borçlanmanın payı yüksek ise, faiz ve kurlardaki dalgalanmalara karşı borç stoku daha riskli hale

²¹ Doug Hostland and Philippe Karam, *Assessing Debt Sustainability in Emerging Market Economies Using Stochastic Simulation Methods*, International Monetary Fund, IMF Institute, IMF Working Paper: WP/05/06, December 2005, p. 6.

²² İsmail Şiriner, *Finansal Küreselleşme-Para ve Maliye Politikalarında Dönüşüm*, İstanbul: Eti Yayınevi, 2008, s. 132.

²³ Erdal Özmen, “Cari Açık ve Ekonomi Politikaları Üzerine”, *İktisat İşletme ve Finans*, Yıl: 19, Ekim 2004, ss. 9-15.

geldiği için borç servisi olumsuz etkilenmektedir. Bu durumu Tablo 7'deki verileri incelemek suretiyle ele almak mümkündür.

Tablo 7: Merkezi Yönetim Brüt Borç Stokunun Borçlanılan Para Birimi Açısından Faiz Yapısı (%)

	2003	2004	2005	2006	2007	2008
TL						
Cinsinden	53,7	58,5	62,4	62,8	68,7	66,2
Sabit	24,3	30,0	30,6	32,3	35,1	33,2
Değişken	29,4	28,5	31,8	30,5	33,6	33,0
Döviz	46,3	41,5	37,6	37,2	31,3	33,8
Döviz						
Cinsinden	40,0	38,6	35,9	36,7	30,9	33,6
Sabit	24,6	23,8	19,5	21,7	20,7	23,7
Değişken	15,4	14,8	16,4	15,0	10,3	9,8
Döviz						
Endeksli	6,3	3,0	1,7	0,5	0,4	0,2
Sabit	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Değişken	6,3	3,0	1,7	0,5	0,4	0,2

Kaynak: HM

2003 yılında TL cinsinden borç stokunun % 24,3'ü sabit faizli, % 29,4'ü değişken faizli iken, 2008 yılında % 33,2'si sabit faizli, % 33'ü değişken faizlidir. Dolayısıyla iki olumlu gelişme söz konusudur. Birincisi, sabit faizli borçlanma miktarı 2003 yılına göre nispi olarak daha çok artmıştır ve 2008 itibarıyla az da olsa değişken faizli borçlanmaya göre daha yüksek orandadır. İkincisi, TL cinsinden borçlanma miktarının borç stoku içindeki yüzde dağılımı artmış, döviz cinsinden borçlanma azalmıştır. Döviz cinsinden yapılan borçlanmanın 2003 yılında % 40' döviz cinsinden, % 6,3'ü döviz endeksli iken, 2008 yılında % 33,6'sı döviz cinsinden, % 0,02'si dövize endeksli olarak gerçekleşmiştir. Döviz cinsinden borçlanmanın 2003 yılında % 24,6'sı sabit faizli, % 15,4'ü değişken faizli iken, 2008 yılında % 23,7'si sabit faizli, % 9,8'i değişken faizli gerçekleşmiştir. Yani, döviz cinsinden değişken faizli borçlanma miktarında azalma meydana gelmiştir. Dövize endeksli borçlanmanın 2003-2008 yılları arasında tamamı değişken faizli olarak gerçekleşmiştir. 2003 yılında dövize endeksli borçlanmanın toplam borç stokuna oranı % 6,3'iken, 2008 yılında % 0,02 değerini almıştır. Dolayısıyla ele alınan dönemde ulusal para ile borçlanmanın artması ve sabit faizli borçlanmanın nispi olarak değişken faizli borçlanmaya göre artmış olması faiz ve kur riskine karşı kırılganlığın azaldığı; yani, temel günah derecesinin azaldığı şeklinde ifade edilebilir.

Borçlanılan para birimi açısından borç kompozisyonunda meydana gelen değişmeyi, Toplam Kamu Kesimi Net Borç Stokunun GSYİH içindeki payını gösteren Tablo 8 yardımıyla da görmek mümkündür.

Tablo 8: Toplam Kamu Kesimi Net Borç Stoku / GSYİH (%)

	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009
Toplam	61,4	55,1	49,0	41,6	34,0	29,5	28,2	32,5
TL Cinsinden	26,1	31,2	29,9	31,3	27,6	26,2	25,3	29,8
Döviz	35,4	23,9	19,1	10,4	6,5	3,3	2,9	2,7

Kaynak: HM, Borç Göstergeleri, Mart 2010.

2002 yılında % 61,4 olan toplam kamu kesimi net borç stoku/GSYİH oranı, 2009 yılında % 32,5'a düşmüştür. 2003 yılında toplam kamu kesimi net borç stoku/GSYİH oranının % 35,4'ü döviz cinsinden iken, bu oran 2008 yılında % 2,7'ye düşmüştür. Diğer taraftan TL cinsinden borçlanma miktarında artış meydana gelmiştir.

Borçlanma koşullarında meydana gelen değişimi,merkezi yönetimin brüt borç stokunun döviz kompozisyonunu ele alan Tablo 9 yardımıyla da görmek mümkündür.

Tablo 9 incelendiğinde 2003-2008 yılları arasında toplam stok içinde TL ile yapılan borçlanmanın arttığı görülmektedir. Gerçi, ABD Doları ve Euro ile yapılan borçlanmanın miktarında mutlak olarak artış olsa da nispi olarak TL ile yapılan borçlanmanın miktarında daha fazla artış olmuştur.

Tablo 9: Merkezi Yönetim Brüt Borç Stokunun Döviz Kompozisyonu (Milyon TL)

	2003	2004	2005	2006	2007	2008
Toplam Stok	282.807	316.528	331.520	345.050	333.485	380.321
YTL	151.790	185.020	206.852	216.800	229.168	251.836
USD	65.064	69.190	74.178	76.749	63.179	73.893
EUR	28.111	29.261	27.086	32.608	29.526	35.994
SDR	31.839	28.457	19.662	15.130	8.327	12.965
JPY	5.222	3.854	3.095	3.062	2.701	4.774
Diğer	782	745	647	700	584	858

Kaynak: Hazine Müsteşarlığı

Merkezi yönetim brüt borç stokunun yüzde dağılımı incelendiğinde borç stokunun döviz kompozisyonu daha iyi bir biçimde görülebilir.

Tablo 10: Merkezi Yönetim Brüt Borç Stokunun Döviz Kompozisyonu (%)

	2003	2004	2005	2006	2007	2008
Toplam Stok	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0
YTL	53,7	58,5	62,4	62,8	68,7	66,2
USD	23,0	21,9	22,4	22,2	18,9	19,4
EURO	9,9	9,2	8,2	9,5	8,9	9,5
SDR	11,3	9,0	5,9	4,4	2,5	3,4
JPY	1,8	1,2	0,9	0,9	0,8	1,3
Diğer	0,3	0,2	0,2	0,2	0,2	0,2

Kaynak: Hazine Müsteşarlığı

Tablo 10'a göre, 2003-2008 yılları arasında toplam stok içinde YTL ile yapılan borçlanmanın toplam içindeki oranı artmıştır. 2003 yılında % 53,7 olan YTL cinsinden borçlanma oranı, 2008 yılında % 66,2'ye çıkmıştır. Tersine, ABD Doları, Euro, SDR, Japon Yeni ve diğer para birimlerinin borç stoku içindeki % payında azalma meydana gelmiştir. Dolayısıyla 2003-2008 yılları arasında borç stokunun döviz kompozisyonunda TL lehine bir iyileşme meydana geldiği ve kur riskine karşı kırılganlığın azaldığı görülmektedir.

Borç stokunun yapısında meydana gelen değişme, kuşkusuz borçlanma miktarından bağımsız değildir. Borçlanma kompozisyonunun, vade ve faiz yapısının olumlu yönde değişmesi, borçlanma miktarındaki iyileşme ile paralellik arz eder. Ele alınan dönemde ülkenin borç stokunda meydana gelen değişmeyi karşılaştırmalı olarak incelemek bu açıdan anlamlı olacaktır.

Tablo 11'e göre ele alınan dönemde, İtalya, Macaristan, Fransa, Portekiz, Hollanda ve İngiltere'nin AB tanımlı borç stoku/GSYİH oranında artışlar meydana gelmiştir. Macaristan ve İngiltere'de % 10'dan daha fazla artış meydana gelmiştir. Belçika, Avusturya, Yunanistan ve İspanya için bu rasyo da küçük de olsa azalma olmuştur. Ancak 2004-2008 döneminde kayda değer bir değişimin olduğu ülke, Türkiye'dir. Türkiye için ilgili rasyo 2004 yılında % 59,2 olarak gerçekleşmişken, yıllar itibarıyla azalarak 2008 yılında % 39,5 değerine düşmüştür. Dolayısıyla borç stokunun yapısında meydana gelen olumlu değişmeyi, borç stokunun GSYİH oranı açısından görmek de mümkündür.

Tablo 11: AB Üyesi Ülkelerde AB Tanımlı Borç Stoku / GSYİH (%)

	2004	2005	2006	2007	2008
EURO Bölgesi	69,7	70,4	68,6	66,4	69,9
AB (15 Ülke)	63,2	64,1	62,8	60,4	-
AB (25 Ülke)	62,4	63,1	61,8	59,3	62,2
AB (27 Ülke)	62,2	62,7	61,3	58,7	61,5
İtalya	103,8	105,8	106,5	103,5	105,8
Yunanistan	98,6	98,8	95,9	94,8	97,6
Belçika	94,3	92,2	87,9	84,0	89,6
Macaristan	59,4	61,7	65,6	65,8	73,0
Almanya	65,6	67,8	67,6	65,1	65,9
Fransa	64,9	66,4	63,7	63,8	68,0
Portekiz	58,3	63,6	64,7	63,5	66,4
Avusturya	64,8	63,7	62,0	59,4	62,5
Hollanda	52,4	51,8	47,4	45,6	58,2
İngiltere	40,6	42,3	43,4	44,2	52,0
İspanya	46,2	43,0	39,6	36,2	39,5
Türkiye	59,2	52,3	46,1	39,4	39,5

Kaynak: HM, Borç Göstergeleri, Mart 2010.

SONUÇ

Kasım 2000-Şubat 2001 Krizi sonrasında mali disiplini sağlamak için alınan önlemler sonucunda kamu borç stokunun yapısında meydana gelen değişme şu şekilde ifade edilebilir.

Türkiye’de iç borç kompozisyonunun alacaklı yapısı ele alındığında en büyük payı bankaların, daha sonra resmi kurumların aldığı görülmektedir. Tasarruf sahipleri ve özel sektörden yapılan borçlanma nispi olarak oldukça düşüktür. İç borç alacaklılarının % 80’inden fazlasının bankacılık kesimine ait olması, bankaların asli fonksiyonlarından uzaklaşmasına ve yüksek faizli, vergiden muaf, risksiz bir finansman biçimi olarak devleti fonlamalarına neden olmuştur. Bu durum ise, reel kesimin finansmanına yeterli fonun yönelmemesini beraberinde getirmiştir.

Türkiye’de 1990 yılında iç borç stoku içinde uzun vadeli bir borçlanma aracı olan tahvilin payı oldukça yüksekken, sonraki yıllarda düşme trendine girmiş, 1994 yılında en düşük değeri olan % 8,9’a düşmüştür. Dolayısıyla açık bir biçimde söylemek mümkündür ki, 1994 Krizi, Türkiye ekonomisinde uzun vadeli borçlanma imkanının neredeyse ortadan kalktığı bir dönemi temsil etmektedir. 1995-1997 arasında uzun vadeli borçlanma imkanında bir artış meydana gelmiş, 1998 yılında nispi olarak düşmüş, 2001 yılına kadar yüksek seviyesini korumuştur. 2001 yılında yine nispi olarak düşen uzun vadeli borçlanma imkanı, sonraki yıllarda artış trendine girmiştir. Benzer bir iyileşmeyi dış borçlanma içinde görmek mümkündür.

Kısa vadeli dış borç stokunun GSYİH’ oranında meydana gelen artış, 2000 yılında % 10,7 ile en yüksek seviyesine ulaşmış, sonraki yıllarda alınan önlemler neticesinde düşme trendine girmiştir.

Borçlanmanın yapısı açısından ele alınması gereken bir diğer unsur, borç kompozisyonunun risk yapısıdır. Borçlanmanın yapısı açısından 2002 sonrası süreçte iyileşme gözlenmektedir.

2002 yılında borç stokunun % 45’i sabit faizli iken, 2010 Şubat itibariyle bu oran % 53,9’a çıkmıştır. Diğer taraftan, 2002 yılında değişken faizli borçlanmanın toplam borç stokuna oranı % 55 iken, Şubat 2010 itibariyle bu oran % 46,1’e düşmüştür. Değişken faizli borçlanmanın borç stoku içindeki oranının azalmış olması, borçlanma koşullarının iyileştiği, maliyet ve risk algısının olumlu yönde değiştiği şeklinde ifade edilebilir. Borçların döviz cinsinden kompozisyonu, döviz kurlarındaki dalgalanmaya bağlı olarak borcun maliyetini önemli miktarda etkilemektedir. Dolayısıyla döviz ve dövize endeksli olarak yapılan borçlanmanın düzeyi kur dalgalanmalarına karşı kırılganlığı arttırmaktadır. Yine bu dönemde, TL cinsinden borçlanma miktarında nispi olarak artış, döviz cinsinden borçlanma miktarında azalma meydana gelmiştir. Ayrıca, döviz cinsinden değişken faizli borçlanma miktarında da azalma meydana gelmiştir. Dolayısıyla 2000-2001 Krizi sonrası mali disiplini sağlamaya yönelik olarak alınan önlemlerin borç stokunun alacaklı yapısı hariç tutulduğunda, borç stokunun kompozisyonu ile ilgili olarak olumlu sonuçlar verdiği ifade edilebilir.

KAYNAKÇA

1. AKLAN, Nejla Adanur. “Finansal Krizlerin Anatomisi”, **Öneri**, Cilt: 5, Sayı: 19, Ocak 2003, ss. 155-168.
2. BAĞCI, Hamdi. **Kamu Borçları ve Yönetimi ve Türkiye İçin Bir Değerlendirme**, Ankara: Sermaye Piyasası Kurulu, Yayın No: 135, 2001.
3. BAYRAKTAR, Yüksel. **Kamu Borçlanmasının Sürdürülebilirliği (Türkiye Örneği: 1989-2009)**, Kocaeli Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü, Basılmamış Doktora Tezi, 2010.
4. ÇELEBİ, Işın. “Güvensizlik Ortamı-Bekleyişler Kriz ve Çözüm”, **Doğu Batı**, Sayı: 16, Yıl: 4, Ağustos, Eylül, Ekim, 2001, ss. 247-254.
5. DEMİR, Meral Vurucu. **4749 Sayılı Kamu Finansman ve Borç Yönetiminin Düzenlenmesi Hakkında Kanunun Getirdiği Yenilikler, Önceki Mevzuat İle Karşılaştırılması**. Devlet Bütçe Uzmanlığı Raporu, Ankara: Maliye Bakanlığı Bütçe ve Mali Kontrol Genel Müdürlüğü, Mart 2004.
6. EĞİLMEZ, Mahfi. **Küresel Finans Krizi**, 5. Basım, İstanbul: Remzi Kitapevi, 2009.
7. ERÇEL, Gazi. “Türkiye’nin Dış Borç Birikiminin Kaynakları”, **Maliye Yazıları**, Sayı: 36, Temmuz- Eylül 1992, ss. 7-21.
8. GÜLOĞLU, Bülent ve A. Ender Altunoğlu. “Finansal Serbestleşme Politikaları ve Finansal Krizler: Latin Amerika, Meksika, Asya ve Türkiye Krizleri”, www.econturk.org., ss. 1-29.
9. Hazine Müsteşarlığı, Borç Göstergeleri, Mart 2010.
10. HOSTLAND Doug and Philippe Karam, **Assessing Debt Sustainability in Emerging Market Economies Using Stochastic Simulation Methods**, International Monetary Found, IMF Institute, IMF Working Paper: WP/05/06, December 2005, pp. 1-35.
11. IŞIK, Nihat Mehmet Alagöz ve Metin Yıldırım. “1990 Sonrası Türkiye’de Yaşanan Krizler: 1994, 2000 ve 2001 Krizleri”, İçinde: **Ekonomik Kriz Öncesi Erken Uyarı Sistemleri**, (Edit. Halil Seyidoğlu ve Rifat Yıldız), İstanbul: Arıkan Yayınevi, 2006, ss. 237-262.
12. Kamu Finansmanı Genel Müdürlüğü. “Cumhuriyet Döneminde İç Borçlanma Alanındaki Gelişmeler”, **Hazine Dergisi**, Cumhuriyetinin 80. Yılı Özel Sayısı, Aralık 2003, ss. 43-56.
13. ONGUN, M. Tuba. “İstikrar Arayışından Krize: Bir Değerlendirme”, **Gazi Üniversitesi İ.İ.B.F. Dergisi**, 2/2001, ss. 1-14.
14. ÖZMEN, Erdal. “Cari Açık ve Ekonomi Politikaları Üzerine”, **İktisat İşletme ve Finans**, Yıl: 19, Ekim 2004, ss 5-19.

15. SELÇUK, Faruk. “Alacakaranlık Kuşağı”, **Doğu Batı**, Sayı: 16, Yıl: 4, Ağustos, Eylül, Ekim, 2001, ss. 181-185.
16. SONAT, Arslan. “Kamu Kesimi Finansman Açıkları ve Dış Denge”, Kamu Kesimi Finansman Açıkları, **X. Türkiye Maliye Sempozyumu**, Kemer/Antalya, 1994, ss. 115-127.
17. ŞİRİNER, İsmail. **Finansal Küreselleşme-Para ve Maliye Politikalarında Dönüşüm**, İstanbul: Eti Yayınevi, 2008.
18. TOKUCU, Erkan. “1980 Sonrası Türkiye’de Para ve Maliye Politikaları”, İçinde: **Türkiye’nin Ekonomi-Politikleri 1923-2007**, (Edit.: Mehmet Dikkaya, Deniz Özyakışır ve Adem Üzümcü), Ankara: Orion Kitapevi, 2008, ss. 169-204.
19. ULUĞBAY, Hikmet. “Devlet Borç Yönetimi”, **İşletme ve Finans**, Sayı: 111, Haziran 1995, ss. 14-30.
20. ÜNSAL, Hilmi. “Kamu Finansman Aracı Olarak Dış Borçlanma ve 1994 Sonrası Türkiye Uygulaması”, **İktisat İşletme ve Finans**, Yıl: 19, Haziran 2004, ss. 93-106.
21. ÜNSAL, Hilmi. “Türkiye’de Finansal Serbestleşme Sürecinde İç Borçlanma ve Sermaye Piyasası Üzerindeki Etkileri”, **Gazi Üniversitesi İktisadi ve İdari Bilimler Fakültesi Dergisi**, Cilt: 5, Sayı: 3, Kış 2003, ss. 191-205.
22. VARDAR, Ercüment. **Türkiye’de İç Borçlanmanın Gelişimi**, Ankara: TCMB Piyasalar Genel Müdürlüğü, Uzman Yeterlilik Tezi, Haziran 2007, ss. 44-45.
23. www.dpt.gov.tr.
24. www.hazine.gov.tr
25. YELDAN, Erineç. “Türkiye Ekonomisi’nde 2000-2001 Krizinin Yapısal Kaynakları Üzerine”, **Doğu Batı**, Sayı: 16, Yıl: 4, Ağustos, Eylül, Ekim, 2001, ss. 187-195.