

I. KAMU BORÇ YÖNETİMİNE GİRİŞ, BORÇ VE RİSK YÖNETİMİNİN TEMEL KAVRAMLARI

Kamu borçlanması ana nedeninin Hazine'nin nakit açığı olduğunu biliyoruz. Bununla beraber, nakit açığının sadece merkezi bütçe işlemlerinden kaynaklanmadığını, bütçe dışı işlemlerden dolayı Hazine'ye nakit taleplerinin olduğu da malum. KİT'lerin, sosyal güvenlik kurumlarının, bazı bütçe dışı fonların ve hatta çoğunluğu koşullu yükümlülüklerin ortaya çıkardığı yükler borçlanma ihtiyacını büyütür. O zaman bu borçlanma gereğinin kalemlerine biraz daha yakından bakmakta yarar var.

a. Kamu Kesimi Borçlanma Gereği (KKBG)

Yukarıda da üzerinde durulduğu üzere, merkezi bütçe, KİT'ler, fonlar, döner sermayeler, sosyal güvenlik kuruluşları ve mahalli idareler kamu kesimini oluştururlar. Bunların her birinin ayrı ayrı borçlanma ihtiyaçları vardır. Bu ihtiyaçların önemli bir bölümü bütçeden karşılanır. Örneğin KİT'ler, açıklarını bütçeden aldıkları sermaye ve görev zararı ödemeleri ve bankalardan aldıkları krediler ve dış borçlanma ile karşılarlar. Aynı şeyi mahalli idareler (belediyeler ve özel idareler) için de söyleyebiliriz. Bütçe gelirlerinden aktarılan paylar belediyelerin en önemli gelir kalemidir. Fonlar ise gelirlerinin çok büyük bölümünü bütçe gelirlerinden aldıkları paylardan karşılarlar.

Dolayısıyla borçlanma ihtiyacını doğuran sadece bütçe açıkları değildir. Diğer kamu kuruluşlarının açıklarındaki artış, bir şekilde kamu açıklarını büyütülmektedir. Bu bağlamda yalnızca bütçe açığına bakarak kamunun borçlanma ihtiyacına karar veremeyiz. Ancak, bu söylem bütçe açığının ana belirleyici olduğu gerçeğini değiştirmez. Diğer bir deyimle, bütçe açığı ve Hazine borçlanması kamunun borçlanması ana kalemidir dersek yanlış olmaz.

b. Hazine'nin nakit borçlanma ihtiyacı: Bütçe Finansmanı

Önceki bölümdeki açık tanımları, literatürde kullanılan tanımlardır. Hazine'nin ne kadar borçlanacağını belirleyen ise nakit ihtiyacıdır. Doğaldır ki, nakit ihtiyacı bütçe açığının bir sonucudur. Ancak, yukarıda da değinildiği gibi, önemli boyutta olmasa da, bütçedeki emanet ve avans hesapları nakit ihtiyacını değiştiren kalemlerdir.

Öte yandan, Hazine, bütçede yeteri kadar faiz dışı fazla veremediği için genellikle iç ve dış borçların anapara ödemelerini de tekrar borçlanarak yapar. Bunlara ek olarak dış borçlar ve Kamu Özel İşbirliği (KÖİ) projeleri için verilen garantiler ve diğer koşullu yükümlülükler için yapılan nakit ödemeleri, görev zararları için yapılan ödemeler, borçlanma programından sapmalar sonucunda faiz ödeneğinin yetmemesi durumunda da borçlanmaya gidilir.

Anlatılanları formüle etmek istersek;

Bütçe Dengesi = Bütçe Gelirleri – Bütçe Giderleri

Bütçe Faiz Dışı Dengesi = Bütçe Gelirleri – Faiz Dışı Giderler

Bütçe Nakit Dengesi = Bütçe Dengesi – Bütçe Emanetleri + Avanslar

Bütçe Finansman Gereksinimi = Bütçe Nakit Dengesi + İç Borç Anapara Ödemesi + Dış Borç Anapara Ödemesi

Hazine'nin Finanse Etmek Zorunda Olduğu Miktar = Bütçe Finansman Gereksinimi + Diğer (Bütçe Dışı İkraz, Görev Zararı, Olağanüstü Ek Giderler, Borçlanma Programında Olabilecek Sapmalar Nedeniyle Ödenmesi Gereken Faiz Artışları, Kasa/Banka Hareketleri)

Formülden görüldüğü gibi, kasa/banka kullanımını ve özelleştirme, bedelli askerlik, vergi aflarından yapılan tahsilat, T.C. Merkez Bankası ve kamu bankalarından elde edilen temettü ve diğer gelirler nakit borçlanma gereksinimini düşürmektedir. Bu tür bir defalık, sürekliliği olmayan vergi dışı gelirler o yılın bütçesine katkı sağlarken, sürekli olmadıkları için gelecek yıllarda olumlu etkileri sınırlı kalmaktadır.

Hazine nakit ihtiyacı ve borçlanmadaki gelişmeler her ay yayınlanan nakit dengesi tablosundan izlenir. Bu tabloda hem nakit dengesi hem de varsa açığın finansmanına ilişkin bilgiler bulunur. Gelirler ve giderler çok ayrıntılı verilmez. Harcamalarda faiz dışı ve faiz harcamaları ayrımı vardır. Net borçlanma kalemleri dış ve iç borçlanmada kullanım ve ödeme farkı olarak hesaplanır. İç ve dış net borçlanmanın toplamı Hazine'nin aylık net borçlanmasını verir. Böylelikle, 4749 sayılı Kamu Finansmanı ve Borç Yönetiminin Düzenlenmesi Hakkında Kanunda yer alan borçlanma limiti hakkında ön bilgi edinilmesi sağlanmış olur.

Bu tablo aşağıda özetlenmiştir.

Tablo III. 5: Hazine Nakit Dengesi

| | |
|---|-----------------------------------|
| 1 | GELİRLER |
| 2 | GİDERLER |
| | Faiz Dışı Giderler |
| | Faiz Giderleri |
| 3 | FAİZ DIŞI DENGE |
| 4 | ÖZELLEŞTİRME VE FON GELİRLERİ (*) |
| 5 | NEKİT DENGESİ |
| 6 | FİNANSMAN (1+4-2) |
| 7 | BORÇLANMA (NET) |
| | DIŞ BORÇLANMA (NET) |
| | Kullanım |
| | Ödeme |
| | İÇ BORÇLANMA (NET) |
| | Kullanım |
| | Ödeme |
| 8 | ÖZELLEŞTİRME GELİRİ (**) |
| 9 | TMSF'DEN AKTARIMLAR |

| | |
|----|---|
| 10 | DEVİRLİ – GARANTİLİ BORÇ GERİ ÖDEMELERİ |
| 11 | BANKA KULLANIMI (***) – (5+7+8+9+10) |
| 12 | KUR FARKLARI (****) |
| 13 | KASA/BANKA (NET) (***) (11-12) |

(*) Özelleştirme İdaresi tarafından aktarılan tutarlar ile 4,5 G lisans bedeli, 2B arazi satış gelirleri ve diğer hisse satış gelirlerinden oluşan ve Kamu Hesapları Bülteni'nde (KHB)¹ bütçe gelir kalemleri arasında yer alacak tutarı göstermektedir.

(**) Borç servisinde kullanılmak üzere Hazine'ye aktarılan tutarları göstermektedir.

(***) Pozitif tutar kasa/banka hesaplarında meydana gelen azalışları negatif tutar ise artışları göstermektedir.

(****) Kur farkları Kasa/Banka hesabına ilişkin kur hareketlerinde kaynaklanan farkları göstermektedir. Pozitif tutar Kasa/Banka hesabında artışı, negatif tutar azalışı işaret etmektedir.

Buradan hareketle Hazine'nin borçlanma ihtiyacı denklemini yazabiliriz:

$$\text{NET BORÇLANMA} = \text{FAİZ HARCAMALARI} - (+/- \text{FAİZ DIŞI DENGELER}) - (+/- \text{KASA/BANKA})$$

Denklem, bir yıllık yeni borçlanma azaltılmak isteniyorsa önce faiz ödemelerinin azaltılması gerektiğini gösteriyor. Yanı sıra, mümkün olduğunca yüksek faiz dışı fazla verilmesi gerekiyor. Eğer faiz dışı denge açık veriyorsa o zaman net borçlanmanın artması gerekecek. Kasa/Banka hareketleri bir yerde tamamlayıcı bir kalem. Kasada para varsa yeni borç almak yerine o para kullanılabilir. Veya kasayı güçlendirmek, rezervleri ileride kullanmak için fazla borçlanma yoluna gidilebilir.

c) Hazine nakit yönetimi

“En genel anlamı ile devletin gelir ve giderlerinin yer ve zaman açısından denkleştirilmesi olarak kabul edilen ve Hazine'nin en eski işlevlerinden biri olan nakit yönetimi ülkemizde Hazine tarafından yürütülmektedir.” (Coşkun Cangöz, 2012) Bu bağlamda devletin tüm nakit gelirleri Hazine kasasına girer. Gelir İdaresinden, Özelleştirme İdaresinden, Düzenleyici Kurullardan, Kamu Bankaları ve KİT'lerden gelen nakit gelirler Tek Hazine Hesabında toplanır. Bütçe harcamaları için kamu kurum ve kuruluşlarına, özel bütçeli kuruluşlara, yerel yönetimlere, bütçe dışı fonlara, sosyal güvenlik kurumuna nakit ödemeler bu hesaptan yapılır. Eğer nakit gelirler ile nakit giderler arasında bir fark oluşursa Hazine borçlanır. Ödemelerinin ve borçlanma piyasalarının durumuna göre iç veya dış borçlanma ile devletin nakit ihtiyacını karşılar.

Diğer bir deyimle, nakit yönetimi, borç yönetimi için ana dayanaktır. Nakit yönetiminin sağlıklı yapılabilmesinin ilk adımı yıllık nakit programıdır. Hazine bu programı yaparken nakit gelirlerini, harcamalarını, bütçe dışından gelecek nakit taleplerini, iç ve dış borç anapara ve faiz ödemelerini dikkate alır. Yıllık programın yapılmasının bir nedeni de aylık nakit gelir-gider dengesini ayarlamaktır. Bazı aylarda vergi ödemeleri nedeniyle gelirler harcamalardan fazla olur. Oysa diğer aylarda nakit girişleri azalmakta, buna karşılık esnek olmayan harcamalar nedeniyle dikkatli, programlı olunmazsa ödeme sorunları ortaya çıkma olasılığı doğmaktadır.

¹ Hazine ve Maliye Bakanlığı Muhasebat Genel Müdürlüğü'nün yayınladığı devlet muhasebesi bilgilerinin yer aldığı bülten.

“Aylık nakit programı hazırlandıktan sonra elde edilen tutarlar günlük programa dönüştürülmektedir. Bu kapsamda haftanın belli günleri belli kurumların nakit taleplerine ayrılmaktadır. Örneğin çarşamba günleri bakanlıkların salı günleri ise üniversitelerin zorunlu olmayan harcamaları programlanmaktadır.” (Karataş, 2020)

Hazine genel bütçeli kuruluşların nakit ödemelerini Kamu Elektronik Ödeme Sistemi (KEÖS) üzerinden yapmaktadır. Bu sistem, tahsilatların Tek Hazine Hesabına aktarılmasında ve harcama birimlerinin gider işlemlerinin her aşamasında kullanılmaktadır. Nakit yönetiminde Kamu Haznedarlığı Sistemi de önemli ayaklardandır. Sistem kamu kurumlarının mali kaynaklarının hangi bankalarda tutulacağına yönelik usulleri belirler. Bu bankalar doğal olarak kamu sermayeli bankalardır. Yasal olarak TCMB Hazine'nin veznedarıdır. Onun şubesinin² olmadığı yerlerde T.C. Ziraat Bankası, onun adına bu görevi yerine getirir.

d) Borçlanmaya ilişkin mevzuat

Türkiye kamu borçlanmasına yönelik temel bir yasal düzenlemeye 2001 Krizinden sonra, 28 Mart 2002 tarihinde kavuşmuştur. 4749 sayılı Kamu Finansmanı ve Borç Yönetiminin Düzenlenmesi Hakkında Kanun (4749 Sayılı Kanun, 2002) bir ihtiyaçlar demetinin sonucu ortaya çıkmıştır. Bu kanundan önce kamu borçlanmasına ilişkin hükümler, 4059 sayılı (Mevzuat, 2020) Finansal İstikrar ile Bazı Düzenlemeler Hakkında Kanun, yıllık bütçe kanunları ve 244 sayılı (Mevzuat, 2020) Bazı Antlaşmaların Yapılması İçin Cumhurbaşkanına Yetki Verilmesi Hakkında Kanun gibi kanunlara yayılmıştı. 4749 sayılı Kanun çıkana kadar, yetersiz hukuki altyapı borç yönetimi kadar alacak yönetimi ve risk yönetimi yetkilerinin dağılımındaki sorunlar nedeniyle yetki ve sorumluluk karmaşası ortaya çıkarıyordu.

Dahası, önceki uygulamalarda yetersiz bir mali disiplin anlayışı hâkimdi. Ne periyodik olarak yayımlanan bir borçlanma programı ne de şeffaflığı ve hesap verilebilirliği esas alan yaklaşımlar vardı. Piyasalar ve yatırımcılar kadar kamuoyu da borçlanma konusunda yeteri kadar bilgiye ve ilgiye sahip değildi. Dolayısıyla kamu borç otoritesi ve yürütme hesap verme sorumluluğundan uzaktaydı. Yanı sıra borçlanma kavramlarında bir tekdüzelik yoktu. Örneğin borçlanma limiti olmadığı için kamu her yıl istediği kadar borçlanabiliyordu.

Sorunların üstesinden gelmek için uzun deneyimler ve çalışmalar sonucunda hazırlanan 4749 sayılı Kanunun temel amacı mali disiplinin, şeffaflığın ve borç-alacak yönetiminde etkinliğin artırılmasıdır. Bu amaca yönelik öncelikli olarak, ilkesel ve stratejik genel esaslar belirlenmiştir. Diğer bir deyişle, finansman ihtiyacının, orta ve uzun vadede mümkün olan en düşük maliyet ve makul düzeyde bir risk oranı çerçevesinde karşılanacağı ve borçlanma stratejisinde mevcut risklerin izleneceği ve değerlendirileceği, aktif risk yönetimi yapılacağı hüküm altına alınmıştır. Yanı sıra etkin bir risk yönetimini sağlamak için, orta ofis ve borç yönetimi komitesi oluşturulmuştur. Orta Ofis, ileride koşullu yükümlülükler bölümünde de belirtileceği gibi, piyasalardaki ve borç stoku üzerindeki riskleri değerlendiren birimdir.

Bu Kanunla nakit hareketlerindeki uyumsuzluktan kaynaklanan kısa vadeli nakit açıklarının finansmanı ve nakit yönetiminde etkinliğin artırılması amacıyla para piyasalarında nakit işlem yapma olanağı sağlanmıştır. Dahası Hazine, hesaplarında oluşacak nakit fazlalıklarını değerlendirmek amacıyla T.C. Merkez Bankası'nda nemalandırılmasına yönelik düzenlemeler yapılmıştır. Böylelikle eğer şartlar uygun olursa, Hazine'nin TCMB'de tuttuğu hesaplardan faiz

² TCMB Şubeleri: Adana, Ankara, Antalya, Bursa, Denizli, Diyarbakır, Edirne, Erzurum, Eskişehir, Gaziantep, İskenderun, İstanbul, İzmir, İzmit, Kayseri, Konya, Malatya, Mersin, Samsun, Trabzon, Van.

geliri elde edebilmesine olanak tanınmıştır. Nemalandırma kararı iki kurum arasında oluşacak ortak iradeyle alınacaktır.

4749 sayılı Kanun sonrasında Hazine geniş bir teknik ve idari altyapı yenilemesine gitmiştir. Ön ofislerde iç ve dış piyasalarla doğrudan ilişki kuran bölümler bulunmaktadır. Arka ofis borç kayıtlarını yapmaktadır. Diğerleriyle beraber 2003 yılında kurulan ve riskleri değerlendiren orta ofis, uluslararası kuruluşlar tarafından dünya kamu borç otoritelerine örnek gösterilmiştir.³

Borç yönetimi

Borç yönetimi, Hazine'nin toplam nakit ihtiyacını, maliyet unsurunu göz önüne alarak yönetme sürecidir. Bu süreçte, devletin finansman maliyetinin olabilecek en uzun vadede minimize edilmesi amaçlanır.

Kamu borç ve risk yönetiminin yürütülmesinde iki ana unsur önemlidir.

Birincisi, makroekonomik dengeleri gözeterek para ve maliye politikaları ile uyumlu, sürdürülebilir, saydam ve hesap verilebilir bir borçlanma politikası izlenmesi gerekir. Para ve maliye politikalarının uyumu uzun vadeli faizlerin düşük olmasında ve böyle kalmasında en önemli etkenlerdendir. Bu uyumun sağlanamadığı, enflasyonun yüksek olduğu ortamlarda nominal faizlerin düşük olması beklenmemelidir. Yüksek faizlerin ekonomide yarattığı olumsuz etkiler, özellikle yatırım kararlarının azalmasına yönelik olumsuzları bilinmektedir.

İki ana politika seçeneğinin uyumu kadar sürdürülebilir olması da gerekir. Sürdürülebilirlikten kasıt, uygulanan politika seçeneklerinin uzun vadede devamına, uygulamaların teknik yanına ve karara alıcılarla uygulayıcıların niyet ve becerilerine güven duyulmasıdır.

Güveni sağlayacak diğer önemli bir etken de şeffaflık ve hesap verilebilirliktir. Uygulamalar, piyasaların ve piyasalardaki karar alıcıların bilgisi dahilinde olmayan, perde arkası yöntemlerle yapılıyor, kısa vadede piyasa oyuncularına zarar ettiriyorsa sorunlar oluşur. Müşterisine bugün aldatan tüccarın gelecek seferki satıştan kar beklemesi yanlıştır. Hazine'de kısa vadede yatırımcıya zarar ettiriyorsa o zaman yeniden borçlanmaya çıkmamalıdır. Çünkü önceki işlemlerde zarar eden yatırımcılar, sonrakilerde zararlarını kapatmak için gerekli adımları atmak zorunda kalacak veya borçlanma piyasasından çekileceklerdir. Daha az yatırımcı daha sıkışık piyasa ve daha yüksek faiz demektir.

İkinci unsur, finansman ihtiyaçlarının, iç ve dış piyasa koşulları ve maliyet unsurları göz önüne alınarak belirlenen risk düzeyi çerçevesinde, orta ve uzun vadede mümkün olan en düşük maliyetle karşılanmasıdır. Kısa vadede iç ve dış piyasalardaki gelişmeler nedeniyle, bu amaca çok uymayan bazı taktiksel adımların atılması, eğer sürekli değilse, yanlış yorumlanmamalıdır. Çünkü asıl olan uzun vadedeki stratejik hedef, düşük maliyetli borçlanmadır.

Bununla beraber ekonomide kriz olduğu önemlerde uzun vadeli ve düşük faizli borç bulmak zordur. Yanı sıra kamu borç yöneticilerinin teknik güvenilirliği de borçlanma maliyetleri üzerinde, kısmen de olsa, etkindir. Örneğin Hazine iç borçlanma ihalelerinin kararını teknik ekip yerine ilgili bakanın vermesi, faiz oranının belirlenmesinde siyasi önceliklerin etkin olduğu izlenimini verir ki bunun orta vadeli etkisi daima negatiftir. Siyasi kararların teknik bilgi

³ Hazine bu birimlerde yetişen uzmanlarına sahip çıkamamış ve çoğunun uluslararası kuruluşlara transfer olmasının önüne geçememiştir. Uzman kayıplarının birimlerde yarattığı etkiler dikkatle araştırılması gereken bir konudur.

yerine geçmesi, riskleri artıracığı için maliyetleri yükseltir. Risklerin artmasının en büyük nedeni, siyasi önceliklerin kısa vadeli ve değişken olması nedeniyle çoğunlukla doğru tahmin edilememesidir.

g) Verim eğrisi

Verim eğrisi belli bir zamanda, aynı niteliğe sahip menkul kıymetler için, vade ve getiri ilişkisini ortaya koyar. Eğri “değişik vadeler” için “faiz oranlarının” ne düzeyde seyrettiğini gösterir. Böylelikle yatırımcıların vadeler itibarıyla beklentileri hakkında önemli bir göstergedir.

Verim eğrisinin mutlak düzeyini reel faiz oranı, enflasyon oranı ve risk primi belirler (Yukarıdaki nominal faiz denkleminin parçaları). Reel faiz oranı; yatırımcının parasını bugün harcamayıp ileriye ertelemesinin karşılığında talep ettiği getiridir. Enflasyon primi de gelecekteki enflasyon beklentisini yansıtmaktadır. Eğer beklenti düşme yönünde olursa, talep edilen prim ve dolayısıyla faiz düşecektir. Risk primi ise, yatırımcının yukarıda bahsedilen risklere (ülke, likidite, kredi, piyasa vb.) karşı kendini korumak için talep ettiği primdir.

Verim eğrisinin dört türü vardır.

Normal verim eğrisi: Vade uzadıkça getirinin arttığını gösterir. Eğrinin eğimi pozitifdir.

Düz verim eğrisi: Tüm vadelerde getiri aynıdır. Ekonomide belirsizlikler olduğunu gösterir.

Dik verim eğrisi: Uzun vadeli getirilerin kısa vadeli getirilere normal daha yüksek olması durumudur. Ekonomik beklentilerin olumlu olduğu dönemlerde görülür.

Aşağı yönlü verim eğrisi: Uzun vadeli getirilerin kısa vadeliye göre daha az olması durumudur. Bu eğri yatırımcıların uzun vadede ekonomide bozulma beklentisi içinde olduklarını gösterir.

Verim eğrileri, etkin ve derin borçlanma piyasaları olan ekonomilerde, bir anlamda öncü gösterge özelliği taşırlar. Tahvil yatırımcılarının beklentileri, ekonomilerin geleceği açısından önemli göstergedir. Oynaklıklardan çok çabuk etkileniyor olsalar da onların değerlendirmeleri, yatırım kararlarını etkilediğinden, ekonomideki diğer karar alıcılar için de bir gösterge olacaktır.

c.) Amaç ve ilkeler

Borç yönetiminin temel amacı, devletin borçlanma ihtiyacını karşılamak olarak özetlenebilir. Yukarıda da değinildiği gibi, bu amaca yönelik olarak uzun dönemde borçlanma maliyetlerini en aza indirmek, para politikası ile uyum sağlamak önemli adımlardır. Borçlanma enstrümanlarının çeşitliliğinin sağlanması ve yatırımcı tabanının genişletilmesi gibi teknik adımlar uygulamada önemli etkiler yaratırlar. Bu adımlar atılırken, dengeli bir vade yapısına ulaşmaya, ikincil piyasaların gelişmesine katkıda bulunmaya ve borç stokunun optimal risk yapısına kavuşmasını sağlamaya da dikkat etmek gerekir.

Borçlanma politikasının üç ana ilkesi vardır.

1) Likidite ilkesi

Sabit getirili tahvil piyasalarında likidite, bir piyasanın derin, geniş ve hızlı olması için caziptir. Likit piyasalar uygun fiyat bulma mekanizması olarak çalışırlar. Çünkü, uzun vadeli tahvillere yatırım yapan yatırımcılar, nakde ihtiyaçları olduğu durumlarda, ellerindeki tahvilleri en az zararla ve kısa sürede satabilirler. Kısacası, piyasa likittir, yatırımcının zarar etme riski yok

gibidir. Likit olmayan piyasada fiyatlar, menkul kıymetin gerçek fiyatını yansıtmazlar. Yatırımcı, elindeki menkul kıymeti zamanından önce elinden çıkarmak istediğinde aşırı zarara uğrar. Kamu borç otoriteleri likidite sağlamak üzere belirli vadelerdeki senetleri kısalan vadelerde yeniden ihraç ederek (ölçüt ihraç/gösterge tahvil), piyasalara derinlik kazandırırılar.

Kamu borç otoriteleri zaman zaman DİBS (Devlet İç Borçlanma Senetleri) geri alım ve /veya değişim ihaleleri açarak, ikinci piyasalarda likiditesini kaybetmiş kâğıtları yatırımcıdan geri alırlar. Değişim ihalesi yapıldığı zaman, vadesine kısa bir süre kalmış, likiditesi azalmış kâğıtların yerine piyasalarda daha tercih edilen başka menkul kıymetler verirler.

Likidite sağlamakta ikinci piyasalar hayati rol oynarlar.

Hazine ihaleleri birincil piyasayı temsil eder. Hazine ile bankalar ve diğer yatırımcıların arasındaki bu ortamda enstrümanların vade sonundaki fiyatı belli olur. Eğer yatırımcı vade sonuna kadar bekleyip, elindeki kamu kâğıdını itfa tarihinde Hazine'ye iade ederse bu birinci piyasa işlemidir.

İkinci piyasa ise, kamu tahvillerinin ihaleden sonra, bankalar ve yatırımcılar arasında, vade sonunu beklemeksizin yapılan işlemleri ifade eder. İkinci piyasası olmayan kamu borçlanma piyasaları etkin ve verimli çalışmazlar maliyetler (faizler) yükselir ve borçlanmanın temel amacı olan, uzun vadeli ve düşük maliyetli borçlanma mümkün olmaz. İkinci piyasalar, bireysel ve kamusal yatırımcılara doğrudan doğruya ya da finansal aracılar yoluyla likidite sağlamakta ve piyasada işlem gören menkul kıymetler için fiyat oluşmasını sağlamaktadır. İkinci piyasada alınıp satılan menkul kıymetlerden sağlanan fonların bunları ihraç eden kurum ya da kuruluşlarla bir ilgisi bulunmamakta olup yalnızca yatırımcılar arasında bir fon akışı sağlamaktadırlar. (BİST Klavuzlar, 2020)

Türkiye'de DİBS'lerin ikincil piyasada alım satımının yapıldığı iki piyasa bulunmaktadır. Bunlardan ilki organize bir piyasa olan Borsa İstanbul (BİST) Borçlanma Araçları Piyasası (BAP), ikincisi ise tezgâhüstü piyasa niteliğindeki Bankalararası Tahvil Piyasasıdır. BAP, menkul kıymet fiyatlarının piyasada rekabet ortamında belirlenmesi ve nakde dönüştürülmesini sağlamak amacıyla 17 Haziran 1991 tarihinde kurulmuştur. Sabit getirili menkul kıymetlerde kesin alım satım işlemleri ile repo ters repo işlemleri için ülkemizdeki tek organize piyasadır. Bu piyasada TCMB, BİST üyeleri ve Sermaye Piyasası Kurulu'ndan yetki belgesi almak koşuluyla bankalar işlem yapabilmektedirler.

BAP birçok platformdan oluşmaktadır. Kesin Alım Satım Pazarı, ikinci el sabit getirili menkul kıymet işlemlerinin gerçekleştirildiği yerdir. Yanı sıra, Repo Ters Repo Pazarı, Nitelikli Yatırımcıya İhraç Pazarı, Menkul Kıymet tercihli Repo Pazarı, Bankalararası Repo Ters Repo Pazarı gibi birçok platform bulunmaktadır.

BAP'ta gerçekleşen menkul kıymet alım satım işlemlerinin taraflar arasındaki takas ve mutabakatı, Takasbank tarafından gerçekleştirilmektedir. Takasbank sermaye piyasalarında üyelerine takas, merkezi karşı taraf ve bankacılık hizmetleri sunmaktadır. Piyasada işlem yapmak isteyen üyeler, takas işlemlerinin gerçekleştirilmesi için gerekli olan nakit ve menkul kıymet hesaplarını Takasbank nezdinde açmak zorundadırlar. (Küçükkırmı, 2017)

2) Şeffaflık ilkesi

Çağdaş demokrasilerde kamu idaresi bir asil/vekil ilişkisidir. Asiller (halk/seçmen) yetkilerini önce yasama organına (parlamentolara) sonra da yürütmeye/hükümete devreder. Hükümet, kamu borç idaresinin eylemlerinden hem yasama organına hem de kamuoyuna/seçmene karşı sorumludur. Bu sorumluluğu yerine getirmek için öncelikle tüm işlemler hakkında uzun vadede

seçmenin, kısa vadede ise piyasada işlem/yatırım yapanların açık ve doğru bilgilendirilmesi gerekir. Piyasa oyuncularını yerinde ve zamanında bilgilendiremeyen kamu borç otoritesi güven kaybına uğrar. Bunun sonucu risk algılamasının değişmesi ve borçlanma maliyetlerinin artması olabilir.

Borçlanma faizlerindeki risk primini azaltmak üzere, borç alan ve veren taraflar arasındaki enformasyon asimetrisini ortadan kaldırmak amacıyla kamunun ve özellikle borç idaresinin politikalarının tahmin edilebilirliğini sağlamaya yönelik adımlar atmalıdır. Bu bağlamda Hazine'nin yapacağı borçlanmaya yönelik borçlanma programlarının kamuya açıklanması ilk adımdır. Böylelikle geleceğe ilişkin belirsizliklerin en aza indirilmesi yoluyla borçlanma maliyetleri içerisindeki risk priminin azaltılması hedeflenir.

Türkiye'de 2001 Krizi sonrasında uygulamasına başlanan bir şeffaflık kurumu, piyasa yapıcılığı danışma kuruludur. Bu kurul şeffaflığı ve borç idaresi ile yatırımcılar arasında karşılıklı diyalogu sağlama yönünde atılmış önemli adımlardan biridir. Piyasa Yapıcısı seçilen bankaların temsilcileri, TCMB ve Hazine yetkilileri her ay periyodik olarak bir araya gelerek, karşılıklı bilgi paylaşımında bulunurlar. Böylelikle iki taraftaki tüm oyuncular birbirine açık bilgi paylaşımı yapar.

Bunların dışında Hazine borçlanma ve nakit yönetimi ile ilgili bilgileri internet sayfasında (Kamu Finansmanı İstatistikleri, 2020) gecikmesiz olarak yayımlar. Sağlıklı veri hem yatırımcıların hem de karar alıcıların doğru karar almasına yardımcı olur.

Hazine şeffaflık ve öngörülebilirliğin artırılmasına yönelik olarak periyodik bilgiler yayımlar. Bunlardan ilki olan Yıllık Finansman Programı, gelecek yılın bütçesinin ardından, ekim ayı civarında kamuoyu ile paylaşılır. Programda, ilk olarak gelecek yıla ait iç ve dış borcun anapara ve faiz ödemeleri bilgileri yer alır. Faiz Dışı denge ve kasa/banka gibi borçlanma dışı kaynaklar hakkında bilgi verilir. Yanı sıra, iç ve dış piyasalardan ne kadar borçlanılacağı açıklanır.

Açıklanan ikinci bilgi seti, Üç Aylık Borçlanma Stratejisidir. Her ayın son iş gününde, gelecek üç ay için yayımlanan bu belge ile Hazine piyasaları ne kadar borç ödeyeceği ve ne kadar borçlanacağı konusunda bilgilendirir. Dokümanda ödeme günleri, ihale takvimi gibi detaylı bilgiler yer alır.

Şeffaflık adına yapılan önemli adımlardan birisi de borç istatistiklerinin düzenli olarak yayımlanmasıdır. (Hazine Borç İstatistikleri, 2020) Bu veriler ilgili tüm taraflar kamu borçlanmasında yaşanan gelişmeleri izlemek isteyenler için çok yararlıdır.

Yukarıda da bahsi geçen Aylık Kamu Borç Yönetimi Raporları, kamuoyunun bilgilendirilmesi açısından önemli bir görevi yerine getirirler. Hazine her ayın son iş günü, bir önceki ayın borç durumunu geniş bir bilgi demetiyle açıklar.

Şeffaflığı arttırmak için Hazine'nin her ay düzenli bir Kamu Borç Yönetimi Raporu yayımlaması kural olmuştur (Kamu Borç Yönetimi Raporları, 2020). Bu bağlamda ilk Rapor 2003 yılında yayımlanmıştır.⁴ Şeffaflığı arttırmak için TBMM'nin her yıl düzenli olarak bilgilendirilmesi sağlanmıştır. Hazine ve Maliye Bakanlığı yetkilileri Meclis Plan ve Bütçe Komisyonu üyelerine sunum yaparak, sorularına cevap vermektedirler.

⁴ <https://ms.hmb.gov.tr/uploads/2018/11/Kamu-Bor%C3%A7-Y%C3%B6netim-Raporu-Nisan-2003.pdf> İçerik olarak oldukça zengin olan bu rapor kamu borçlanmasıyla ilgilenenler için önemli bir kaynak olabilir

Şeffaflık için diğler bir uygulama da Risk Hesabı'nın oluşturulmasıdır. Risk Hesabı ileride ele alınacak olan Hazine Garantilerine ilişkin bir hesaptır. Bu sayede yasama ve kamuoyu Hazine'nin kime ne kadar garanti verildiğini ne ilgili kurumların bu alandaki yükümlülüklerinin ne kadarını yerine getirdiğini öğrenebilmektir.

Ancak, şeffaflık için bilgilerin yayınlanması tek başına yeterli olamaz. Çünkü gerek TBMM üyeleri gerek kamuoyu önüne gelen verileri ve raporları yorumlamakta zorlanır. Verileri ve raporları konuya aşına olmayan kişilerin anlayacağı dile çevirecek uzmanlara ve iletişimi sağlayacak araçlara ihtiyaç vardır. Bu nedenle etkin Sivil Toplum Kuruluşları (STK) ve medyanın diğler alanlarda olduğu gibi burada da büyük öneme sahiptir.

Şeffaflık sadece yatırımcılar için değil, ekonomide ve siyasette konuyla ilgilenen diğler karar alıcılar için de geçerlidir. Bununla beraber, az gelişmiş ekonomilerde ve "demokrasiler"de bu bilgiler ne yazık ki, kriz gününe kadar fazla dikkat çekmez. Krizden sonraki bilgiler ise, dar ve sabit gelirler için çok geç kaldığı anlardır. Yük artık onlara yüklenmiştir.

3) Basitlik İlkesi

Basitlik ilkesini işlemlerin kolay gerçekleştirilmesi ve anlaşılabilir olması şeklinde açıklayabiliriz. İlkenin amacı, özellikle kurumsal olmayan küçük yatırımcıları birinci ve ikinci piyasada yatırım yapmasını sağlamaktır. Diğler bir deyimle, yatırımcı tabanını genişleterek, riskleri ve maliyetleri aşağı çekmektir. Buna yönelik olarak önce borçlanma prosedürünün basitleştirilmesi gerekir. Karmaşık işlemler içeren bir sürecin yatırımcıları, araçlara yönlendirmesi kaçınılmazdır. Sadece işlemlerin basitliği yeterli değildir. Yanı sıra borçlanma enstrümanlarının da basit ve kolay anlaşılır olması gerekir. Türev ürünler gibi, karmaşık hesaplama yöntemlerine bağımlı kamu kâğıtları küçük yatırımcının ilgisini çekmez.

Bunların yanında bir de ikinci piyasa işlemlerine katılımcılığın ve işlemlerin kendisinin basit olması gerekir. Çok karmaşık yetkilendirme ve işlem süreçleri bu piyasanın işlerliğinde önemli yetersizliklere yol açabilir. Özellikle küçük yatırımcılar, uzun vadeli kamu tahvillerini çok zarar etmeden ellerinden çıkarabilirlerse, yenisine para yatırmakta ve daha az getiri talep etmekte rahat davranırlar.

Diğler bu husus takas işlemlerinin basitliğidir. Bu hem bankalar hem de diğler yatırımcılar için önemlidir. BİST konuyu çözmüştür. Takas bank elektronik ortamda bu işlemleri çok hızlı ve güvenilir bir şekilde yapmaktadır. Ayrıca TCMB'nin Elektronik Fon Transfer Sistemi (EFTS) de bankalar arasındaki tahvil alış/verişinde oldukça etkin bir rol oynamaktadır.

c. Riskler

Borç yönetimin amaçlarından birisi de riskleri olabildiğince minimize etmektir. Özellikle uzun vadeli enstrümanlarda, yatırımcı önünü görmekte zorlandığı zamanlarda (risk algısı değiştiğinde) daha yüksek getiri ister.

Bunun nedenini açıklayabilmek için basitleştirilmiş

Nominal faiz Oranı = Enflasyon primi + Reel Faiz oranı + Risk primi

formülünü kullanabiliriz. Daha az faiz ödemek için, daha düşük enflasyon, daha az risk olması gerekir. Bunlar azalınca reel faiz de küçülecek ve borçlunun ödeyeceği faiz tutarı düşecektir.

O zaman riskleri kısaca ele almakta yarar var. Dış borçlanmada önemli olan ülke riski konusuna dış borçlanma bölümünde değinileceği için burada iç borçlanmada daha önemli olan riskler ele alınacaktır.

1) PİYASA/MALİYET RİSKİ:

Adında da anlaşılacağı üzere para ve sermaye piyasalarındaki değişimleri içeren risklerdir. Döviz kuru, faiz oranları gibi piyasa göstergelerinde ortaya çıkabilecek değişimlerin devlet borçlanma maliyetlerini arttırma tehlikesi olarak tanımlanabilir.

Devletin borç ödemeleri, borç stoku içinde döviz cinsi veya dövize endeksli borçlanma araçları bulunması durumunda, döviz kurlarının dalgalanmasına duyarlı hale gelecektir. Borç stokunun yapısına göre değişken faizli ve/veya döviz ağırlıklı stok yapısı, stokun kurlardaki ve faizlerdeki değişimden etkilemesine yol açar. Örneğin stok içinde dövizli borçlar fazla ise, yeni borç alınmasa bile, kurların yukarı (aşağı) yönde değişimi, Hazine'nin ödemesi gereken miktarı artırır (azaltır).

Aynı şekilde, borç ödemeleri, borç stoku içinde değişken faizli borçların bulunması durumunda, faiz oranlarındaki dalgalanmalara duyarlı hale gelecektir.

2) LİKİDİTE (FONLAMA/ROLL-OVER) RİSKİ:

Likidite, fonlama veya borçların çevrilememesi (roll-over) riski olarak da adlandırılmakta olup, itfa anında borç yönetiminin gerekli nakde veya fonlama imkânına sahip olmaması tehlikesini ifade eder. Diğer bir deyimle kamu borç idaresinin, geri ödeme (itfa) tarihi geldiğinde elinde borçlarını ödeyecek nakit bulunmaması riskidir.

Borcun vadesi kısaldıkça hazineler borçlarını fonlama riski ile karşı karşıya kalmaktadır. Kamuda örneğine pek rastlanmayan durumun kurtarıcı kurumu merkez bankalarıdır. Kamu hazineleri böyle bir durumda merkez bankalarının para basmasını bir şekilde sağlarlar.

Sorun sadece kısa vadede değil, borçlanmalarda belli bir vadeye yoğunlaşması durumunda, itfa tarihinde borç idaresinin likidite riski artmaktadır. Eğer yapılan yanlışlar sonucunda geri ödeme (itfa) tarihleri aynı zaman dilimine yığılırsa, borç idaresi, çoğunlukla diğer nakit ödemelerini öteleyerek çözüm bulmaya çalışır.

Diğer risklerde olduğu gibi bu riskin artması da piyasanın daha fazla faiz talep etmesi şeklinde kendini gösterir.

3) KARŞI TARAF (KREDİ) RİSKİ:

Kredi riski olarak da adlandırılan “karşı taraf riski” finans literatüründe herhangi bir finansal anlaşmaya girmiş taraflardan birinin sözleşmeden doğan yükümlülüklerini yerine getirmemesi riskini belirtmektedir.

Söz konusu risk özellikle finansal piyasalarda faiz oranı, kur takası (swap) anlaşmalarına giren devlet borç yöneticileri açısından önem taşımaktadır.

Çok ender görülse de borçlanma ihalelerinde de teklifleri kabul edilen yatırımcıların ihale sonrasında gerekli nakdi getirmemeleri riski bulunmaktadır.

d.) Bütçe sapmaları

Bütçe hazırlanırken gelirler, doğal olarak, tahmin olarak kanun taslağında yer alır. Ekonomik büyüme, enflasyon ve kur gibi makro değişkenler kadar, vergilerin toplandığı sektörlerdeki gelişmeleri tahmin etmek her zaman bir sapma içerir. Ancak harcamaların, Meclis'ten alınan yetki dışına çıkmaması gerekir. Buna karşılık Türkiye örneği, ödenek üstü harcamalar, vergi tahsilatında yaşanan sorunlar gibi nedenlerle bütçe sapmalarının devamlı yaşandığı deneyimlerle doludur.

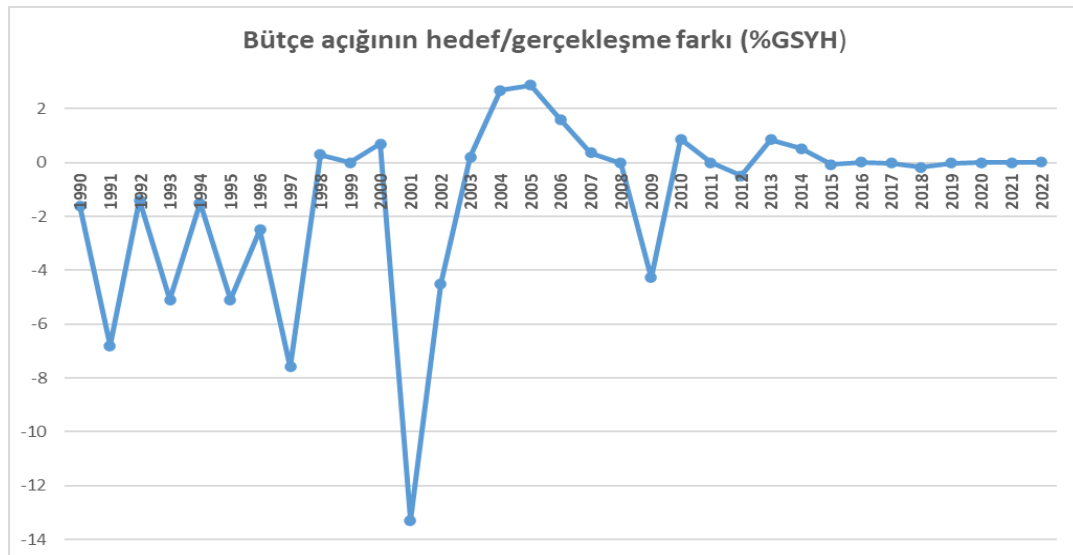
Gerçekçi bütçelerin yapıldığı, tüm harcama ve gelirlerin bütçe içerisinde izlendiği ve tahakkuk esasına dayalı muhasebeleştirilmenin yapıldığı durumlarda, programlanan bütçe finansmanı rakamı ile o döneme ait net borçlanma rakamı birbirine eşit ya da çok yakın olarak gerçekleşecektir.

Ancak ülkemizde, bütçenin nakit bazlı olması ve gerek bütçe gelir ve giderlerinin yılbaşında programlanan ile gerçekleşme rakamları arasında oluşan büyük farklar, gerekse bütçe içerisinde izlenmeyen mali ve yarı mali işlemler dolayısıyla ihtiyaç duyulan ilave finansman ihtiyacı nedeniyle borç stokunda meydana gelen artış öngörülenden daha fazla olmaktadır.

Merkez Bankası'nın bir çalışmasında bütçe sapmalarının borçlanma açısından önemi "Çeşitli sebeplerle planlanan bütçe hedefinin gerçekleşmemesi ve iç ve dış borç servisinin öngörülere göre farklılaşması durumunda iç borç çevirme oranının nasıl patika izleyeceğinin bilinmesi öngörülebilirlik açısından önemlidir." (Defne Mutluer Kurul, 2018) şeklinde açıklanıyor.

Aşağıdaki grafikten görüleceği üzere, kriz yıllarında özellikle gelirlerde sapmalar çok fazladır. 2001 Krizinde %13'den büyük oranla en büyük sapma yaşanmıştır. 2009 Küresel Krizinin yaşandığı aylarda gelirlerdeki sapma milli gelirin %3'ünden fazla olmuştur. Bu sapmanın doğal sonucu tahmin edilenden daha fazla borçlanma olmuştur. Dikkat edilirse diğer yıllardaki sapmalar ihmal edilebilecek düzeylerde. Hazine borç stokunun en fazla olduğu yılların başında doğal olarak bu sapmaların çok olduğu kriz yılları gelmektedir.

Grafik III. 2: Bütçe Açığı Hedefi ile Gerçekleşmesi Farkı (%)



Kaynak: Hazine ve Maliye Bakanlığı Muhasebat Genel Müdürlüğü ve TÜİK verileri ile kendi hesaplarım

e) İç borçlanmanın etkileri

Borçlanma ilk olarak ekonomide önemli etki yaratır. Aşırı borç yükü başta ekonomik olanlar olmak üzere siyasi ve diğer risklere negatif ağırlık vermeye başlar. Bunun sonucu önce yerli ve doğrudan yatırımcıların ardından para ve sermaye piyasası yatırımcılarının kararlarını etkiler. Doğrudan yatırımın azalması, üretimin azalmasına işsizliğin artmasına neden olur.

Öte yandan Hazine'nin beklenenden fazla tahvil satışı yapması ve faiz oranlarının yükselmeye başlaması mali piyasaları doğrudan etkiler. Her ne kadar bankaların mevduat ve kredi faizlerinin belirlenmesinde Merkez Bankası'nın politika faizleri belirleyici olsa da eğer Hazine borçlanmasında zorunluluklar ortaya çıkmaya başlarsa, bankaların önerdiği yüksek faizleri kabullenmek zorunda kalırsa, piyasa ister istemez yüksek faize göre kendini uyarlayacaktır.

Yanı sıra, Hazine itfa günlerinde piyasaya likidite bırakırsa, bu para ya kredi piyasasına ya hisse senetlilerine ya da döviz piyasasına yönelecektir. Bunun tersi de doğrudur. Hazine, itfa tarihinde ödediğinden fazla borçlanıyorsa, piyasadaki likidite çekiyor demektir. Böyle bir durumda da faizlerde ve kurlarda yukarıdakini tersine bir hareket görülecektir.

Borçlanmanın genel etkileri

Borçlanmanın ekonomiye etkilerini yüksek reel faiz etkisi, dışlama etkisi, enflasyon etkisi, gelir dağılımına etkisi, dış ticaret ve ödemeler dengesine etkisi olarak ayırabiliriz.

a) Yüksek reel faiz etkisi

Borçlanmanın maliyetini etkileyen önemli unsurlardan biri belirsizliktir. Yukarıda nominal faiz denkleminde de açıklandığı üzere, belirsizlik nedeni ile talep edilen risk primi arttıkça reel faizler yükselmektedir. Yüksek reel faiz tasarrufların yatırıma dönüşmesinin önünde ki önemli bir engeldir. Doğrudan yatırımcı eğer kamu borçlanmasından elde edeceğinden daha yüksek kar edemeyecekse fabrikaya yatırım yapmayacaktır. Oturduğu yerden, üretmeden para kazanacaktır. Bunun sonucunda ülkede zaten kıt olan tasarruflar, üretken yatırımlar yerine kamu açıklarını kapatmak için kullanılacaktır.

Yüksek reel faizler verimlilik ve tasarrufa dönük çabaları anlamsızlaştırır. Diğer bir deyimle, bir özel sektör kuruluşunun büyük çabalarla verimliliği artırarak elde edeceği gelir devlete borç vererek elde edebileceği gelirden daha düşük kalabilir. Yatırımcı, verimlilik ve ekonomik büyüme için harcayacağı parayı, kamu tahviline yatırarak daha rasyonel bir davranış içinde olacaktır.

b) Dışlanma Etkisi

Kamu kesimi açıklarını iç piyasalardan finanse ederken, ekonomideki tasarrufları kamu kesimine aktarmakta ve özel kesimin kullanacağı fonları sınırlamaktadır. Para piyasalarındaki Hazine'nin baskınlığı, özel sektörün kredi almasını ve/veya borç senedi ihraç etmesini zorlaştıracaktır.

Kamu kesiminin aşırı borçlanması, bankacılık kesiminin fonksiyonunu değiştirmektedir. Bankacılık kesimi fonları, tasarruf fazlası olanlardan kredi ihtiyacı olanlara aktarmak yerine, geliri daha cazip olan ve riski sifıra yakın Hazine'nin ihraç ettiği DİBS'lere kaydıracaktır. Sağlam kredi müşterisi bulmanın zorlaştığı dönemlerde, bankalar büyük kredi departmanları ve

risk değerlendirme birimleri kuracaklarına, daha küçük hazine bölümleriyle, Hazine gibi sağlam bir kredi müşterisine borç veren ama daha çok getiri elde edebilen küçük birimler kuracaklardır.

Yatırım ve üretim yoluyla istihdam yaratmaları beklenen firmalar da karlarının büyük kısmını yeniden yatırım yapmak yerine DİBS'lerden elde ettikleri faiz gelirinden sağlamaktadırlar.

c) Enflasyon Etkisi

Kamu kesiminin iç piyasalardan aşırı fon talebinde bulunması dolaylı olarak parasal genişlemeyi artırmaktadır. Artan para talebi merkez bankalarının para arzı görevlerini yerine getirmeleri için baskı oluşturacaktır. Sonunda piyasadaki para miktarı artacaktır.

Kamu açıklarının devamlı surette piyasadan borçlanmak sureti ile finanse edilmesi yönteminde kamu kesiminin talebinin piyasadaki fonlarla karşılanamaması durumunda para arzı genişleyecek, yani piyasalarda yeni fonlar yaratılması yönünde baskı oluşacaktır.

Yaratılan yeni fonlar, eğer üretimi de tetiklemiyorsa, artan talep fiyatlar üzerinde etki yaratacak ve enflasyonist eğilim artacaktır. Yanı sıra bütçe açığının arttığı dönemlerde genellikle özel sektörün girdisi, hammadde olan kamu sektörü ürünlerine zam yapılarak gelirler artırılmaya çalışılmakta, yapılan bu zamlar da enflasyonu artırmaktadır.

d) Gelir Dağılımına Etkisi

Bütçe sosyal adaleti sağlamakta, gelir dağılımını düzeltmekte en önemli politika aracıdır. KUTU 1'deki Harcanabilir Gelir denkleminde belirtildiği üzere, gelirleri arttırmak için vergileri düşürmek, sosyal yardım harcamalarını arttırmak gerekir. Böylesi bir hareket bütçe açığının artması sonucunu yaratır.

Artan bütçe açığı, daha fazla borçlanma sonucunu doğuracaktır. Borçlanma için tasarrufu olanlardan fon talep edilecektir. Artan borçlanma talebini karşılamak için, tasarruf edebilecek kadar parası olanlar, daha fazla faiz talep edeceklerdir. Enflasyonun yüksek olduğu dönemlerde, tasarruf sahipleri, satın alma güçlerinin azalmaması için faiz geliri elde etmeyi tercih ederler. Bu şekilde ellerinde fon fazlası bulunanlar kendilerini enflasyona karşı korumuş olurlar.

Bunun sonucunda, zaten kullanabileceğinden fazla parası olana biraz daha para kazanmanın yolu açılacaktır. Dolayısıyla faiz oranları gelir dağılımı üzerinde önemli bir etkiye sahiptir.

Devlete borç veremeyenlerin gelirleri bir yandan enflasyon nedeni ile azalırken diğer yandan bu kişilerin ödediği vergiler, kendilerine geri dönüş sağlayacak eğitim, sağlık, sosyal güvenlik gibi harcamalar yerine devlet borç faizi ödemesinde kullanılacaktır.

Devlet borçlanmasındaki faiz oranlarının gelir dağılımında bozucu etki yaratmaması için reel faiz oranlarının büyüme hızına eşit ya da altında olması gerekir.

e) Dış Ticaret ve Ödemeler Dengesi Etkisi:

Aşırı borçlanma sonucu yükselen faiz oranları, enflasyon oranının yükselmesi ile birleşerek döviz kurları üzerinde baskı oluşturmaktadır. Bu durum özellikle üretimde dışa, ithalata bağımlı ekonomilerde daha belirgindir. Kurlardaki artış yurtdışından hammadde ve ara mal ithalatına bağımlı olan sanayi kesimini olumsuz etkilemekte, üretimin, dolayısı ile ithalata dayalı ihracatın azalmasına yol açmaktadır.

Kurlardaki değişimin üretime ve piyasalara etkilerini kısa vadede çözmek mümkün olmadığı için dışa açık ekonomiler çoğunlukla kısa vadeli yüksek faizlerle döviz girişini sağlama yolunu seçerler. Yurt içindeki yüksek faiz, sıcak para yatırımcısını cezbeder ve parasını getirirse ülkenin döviz dengesi düzelecektir. Ancak buna karşılık, içerideki faiz yükselişlerinin uzun vadede ekonomide yarattığı tahribat önemli bir etken olarak çözüm bekleyecektir.

ÖZEL EK

I- Diyarbakır'daki taziye çadırları ve finansallaşma (17/12/2017 tarihinde yayınlandı)

Önce geçen hafta basında yer alan haberi hatırlatayım.

13. Aralık.2017 tarihli **Yeni Şafak**: *“Borç batağına düşenler müftüye koştu. Güneydoğu Anadolu’da taziye çadırlarında, 3 gün öğle ve akşam yemeği veriliyor. Taziye yemekleri için kişi başi 7-15 TL fiyat çıkaran yemek fabrikaları bile açıldı. Ancak taziye evi maliyeti için kredi çeken acılı ailelerin artmasıyla halk çareyi müftülüğe koşmakta buldu.”*

Okuyunca çarpıldım. Düşünsenize bankadan kredi çekeceksiniz, yemek fabrikasına yemek ısmarlayacaksınız. Günlerce misafir ağırlayacaksınız. Niye? Size başsağlığına gelenler aç kalmasın yemek yesin diye. Tahminim çevrede aileyi tanıyan, tanımayan herkes taziye evine koşuyordur. Kabul edelim ki, bir öğlen bedava yemek, çoğu insan için hatırı sayılır bir ikramdır.

New York’tan, Londra’dan dövizle borç alan yerli banka, Diyarbakır’da, bir İslami gelenek olan taziye çadırı için faizli borç veriyor. Biri bana sorsa “neokapitalizm- finansallaşma nedir?” dese. Bu kadar güzel anlatamazdım.

İzninizle diğer örnekleri de vereyim sonra konuyu biraz daha açayım.

İkinci örnek taşıt kredileriyle ilgili. **Hürriyet**’in haberine göre; borçla araba almak isteyen vatandaşlar, taşıt kredilerindeki düşük limitler yerine tüketici kredisine yöneliyormuş. BDDK’da bunu görmüş, vatandaşa hizmet olsun diye taşıt kredilerinde limitleri artırmış. Müjdeler olsun vatandaş; alınan aracın fiyatı 100 bin liranın üstünde ise yüzde 70, üstünde ise bu kısmı için yüzde 50 oranında kredi alabilecekmış.

Habere göre bu değişimin nedeni, taşıt fiyatlarındaki artışlar. Eski oranlar 50 bin liraya göre düzenlenmişti. Piyasada bu fiyata araba kalmayınca, vatandaş, satıcı ve bankacı çareyi tüketici kredisine yönelmekte bulmuşlar. Ama orada da ipotek sorunu çıkmaya başlayınca BDDK imdada yetişmiş. Bildiğiniz gibi banka kredi ödenene kadar ruhsata şerh düşer, bir anlamda taşıt ona rehinlidir.

Gelelim son örneğimize.

Bunun öncekilerden biraz farkı var. Yapılan açıklamalara, yürürlükte olan yılbaşında bittiği için yeni bir istihdam seferberliği başlatılıyor. İstihdamı teşvik için gençlere, kadınlara ve küçük KOBİ’lere çeşitli destekler verilecek. Bunlarda birisi “Bir ay senden bir ay devletten” başlığıyla basında yer aldı. Habere göre, 2018 yılında küçük KOBİ’ler yeni işe aldıkları her işçinin ücret,

sigorta ve vergi gibi ödemelerinin bir ayını kendileri yaparken diğer ayını devlet yapacak. Böylelikle istihdam artacak.

Okuyunca ilk aklıma gelen şu oldu. Bir aylık ücretini devletin ödediği işçi kamu işçisi sayılmaz mı? Küçük KOBİ'nin devletin ödemediği aydaki ücreti, kendi cebinden ve düzenli ödediği nasıl kontrol edilecek? Dahası neden sadece bir yıl? Bu kolaylığa alışmış KOBİ'ler bu iş 2019'da bitince ne yapacaklar? İşçi çıkarılırsa ne olacak? Tekrar işsizlik artmayacak mı?

Neyse bu işin mikro yanı. Bir de makro tarafı var. Devlet bütçeden bu parayı ödeyebilmek için yeni vergi koymadığına, bir harcama kısımadığına göre yeni borçlanma yapacak. Miktarını bilmiyorum. Sadece kamuda çalışan arkadaşlardan duyduğum kadarıyla, ekonomi bürokrasisi, Çalışma Bakanlığı'ndaki toplantılar sırasında bütçeye gelen yük konusunda uyarıda bulunmuşlar, ama pek dikkate alınmamış.

Kamu borcu zaten sıkıntılı. En son verilere göre; 27 milyar liralık bütçe açığı için 77 milyar lira borç alınmış. Açıklanan program daha fazla borçlanmaya yol açabilir. Daha fazla borçlanmanın ekonomik bir açıklaması yok. Olsa olsa siyasi bir izahı vardır.

Diyarbakır'da taziyesi olan vatandaş, İstanbul'da otomobil alan insan, Ankara'da yeni işçi için teşvik veren devlet borç alıyor. Ülkede borçluluk artıyor.

Tekrarlamakta yarar var: Daha çok borç daha yüksek faiz demektir.