

KAMU BORÇ STOKUNUN ANALİZİ VE GÜNCEL SORUNLARI

Borçlanmak, yeni borç almak kadar var olan borç stoku da kamu borç idarecilerinin performansının değerlendirilmesinde önemlidir. Maliyetleri, sadece az veya çok borçlanmak değil, borç stokunun yapısı da etkileyebilir. Örneğin itfa tarihleri iyi ayarlanmamış, belli tarihe yığılmış stok yapısı kadar dövizli borçların çokluğu da risk priminin hesaplanmasında ağırlığa sahiptir.

Bu bölümde kamu borç stokunun analizi için kullanılan bazı teknikler, tablo ve grafikler yardımıyla özetlenecektir. Amaç çok detaylı tekniklerden çok, konunun ilgilerine basit ve anlaşılması kolay yöntemler sunmaktır. Diğer bir deyimle, ekonometrik modeller ve VAR analizleri ile yapılabilecek yöntemler kullanılmayacaktır¹.

İlk olarak stok kavramına bir kez daha değinmek gerekiyor. Stok hem iç hem dış borç için anapara ve anaparadan kaynaklanan kur farkı değerlerinin toplamıdır. Faiz stok rakamına eklenmez.² Eklenmemesinin en önemli nedeni uzun vadeli değişken faizli borçlanma senetleri için varsayımlar ve tahminler dışında hesap yapılamamasıdır.

a) Faiz dışı dengenin önemi

Borç stokunun içinde bulunduğu sorunları değerlendirebilmek için ilk yapılması gereken, bütçe açığının ve faiz dışı dengenin gelişimini takip etmektir. Faiz dışı denge ile hedeflenen, o yılki faiz ödemeleri kadar faiz dışı fazla yaratarak, yeni borçlanmanın (net borçlanmanın) olmamasını sağlamaktır.

Tablo VI.16: Merkezi Yönetim Bütçe Dengesi ve Finansmanı

	2013	2023
Faiz Giderleri	50	675
<i>İç Borç Faizi</i>	43	545
<i>Dış Borç Faizi</i>	7	130
Faiz Dışı Denge	31	-700
Bütçe Dengesi	-19	-1.375
<i>Bütçe Emanetleri</i>	6	793
<i>Avanslar</i>	1	--51

¹Bunun ilk nedeni yazarın ekonomik modeller ve VAR teknikleri gibi daha çok akademik içerikli yöntemlere yaklaşımıdır. İkinci nedeni ise, kitabın bu bölümü ile borçlanma ile ilgilenen en geniş kamuoyuna basit ve anlaşılması kolay değerlendirme yöntemleri sunmaktır.

² Bununla beraber 5393 sayılı Belediyeler Kanununun 68. maddesinde stok hesabı yapılırken, faizler de stok tanımına eklenmektedir.

Bütçe Nakit Dengesi	-12	--633
Net Borçlanma	24	961
Net Dış Borçlanma	8	100
Net İç Borçlanma	16	861
Kasa/Banka (- artışı gösterir)	-12	-332

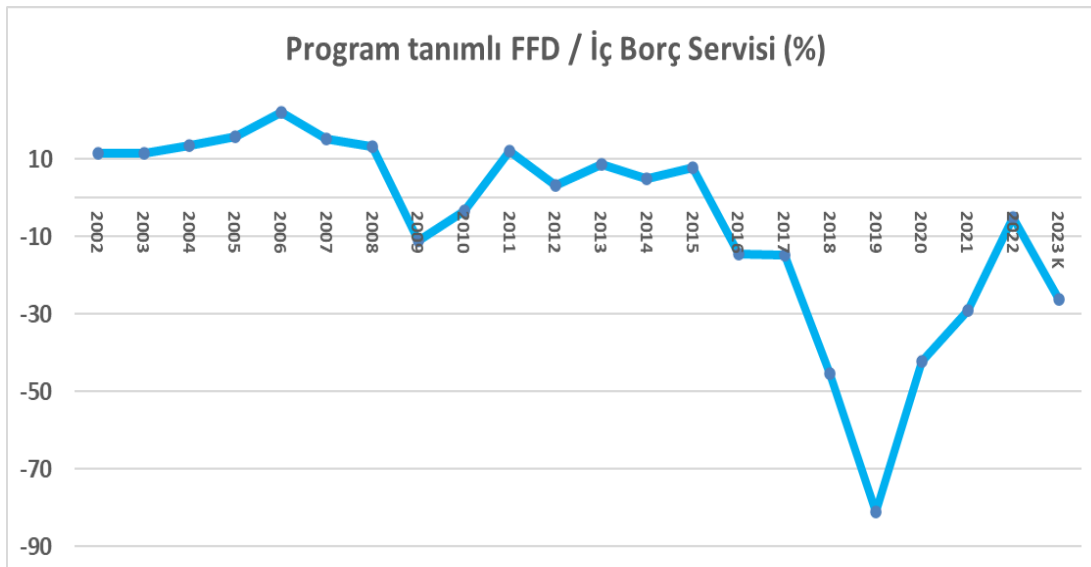
Kaynak: Hazine ve Maliye Bakanlığı

Yukarıdaki tablodan görüldüğü gibi, faiz ödemeleri bütçe açığının belirlenmesinde önemli etkindir. Tablo, 2013 yılında faiz giderleri 50 milyar TL olmuş, buna karşılık FDD 31 milyar TL fazla verdiği için bütçe açığı 19 milyar TL'ye düştüğünü gösteriyor. Emanet ve avans hesaplarını ekleyip/çıkarınca nakit dengesi (borçlanma ihtiyacı) 12 milyar TL'ye inmiştir. Buna karşılık Hazine o yıl, 8 milyar TL karşılığı dış borç ve 16 milyar TL iç borç almıştır. Fazladan borçlandığı 12 milyar TL'yi kasasına eklemiştir.

Oysa 2023 yılında durum daha farklıdır. O yıl 675 milyar TL faiz ödenmiştir. FDD, 700 milyar TL açık vermiştir. Böylelikle bütçe açığı 1.375 milyar TL. 'ye çıkmıştır. Emanet ve avans hesapları sırasıyla 793 milyar TL ve – 51 milyar TL olmuş nakit bütçe açığı 633 milyar TL'ye ulaşmıştır. Hazine 100 milyar TL'si dışarıdan, 861 milyar TL'si iç borçlanmadan olmak üzere 961 milyar TL borçlanmıştır. Böylelikle kasasına 332 milyar TL'lık ek para koymuştur.

Kısacası stokun gelişmesini değerlendirmeye Faiz Dışı Dengeyle başlamak doğru olacaktır. Bu amaçla hazırlanan aşağıdaki grafik, FDD ile iç borç servisi arasındaki ilişkiyi göstermektedir. Ekonominin ve dolayısıyla bütçe dengelerinin bozulduğu yıllarda faiz dışı fazla iç borç anapara ve faiz ödemelerine yetmemekte, Hazine daha fazla borçlanmak durumunda kalmaktadır. Bu oranda 2015 yılından sonrasında görülen aşağı trend bütçe dengelerinin ne durumda olduğunu bize göstermektedir. Hazine'nin faiz dışı fazla yaratma kapasitesinin erimesi ekonomideki sorunların önemli bir göstergesidir.

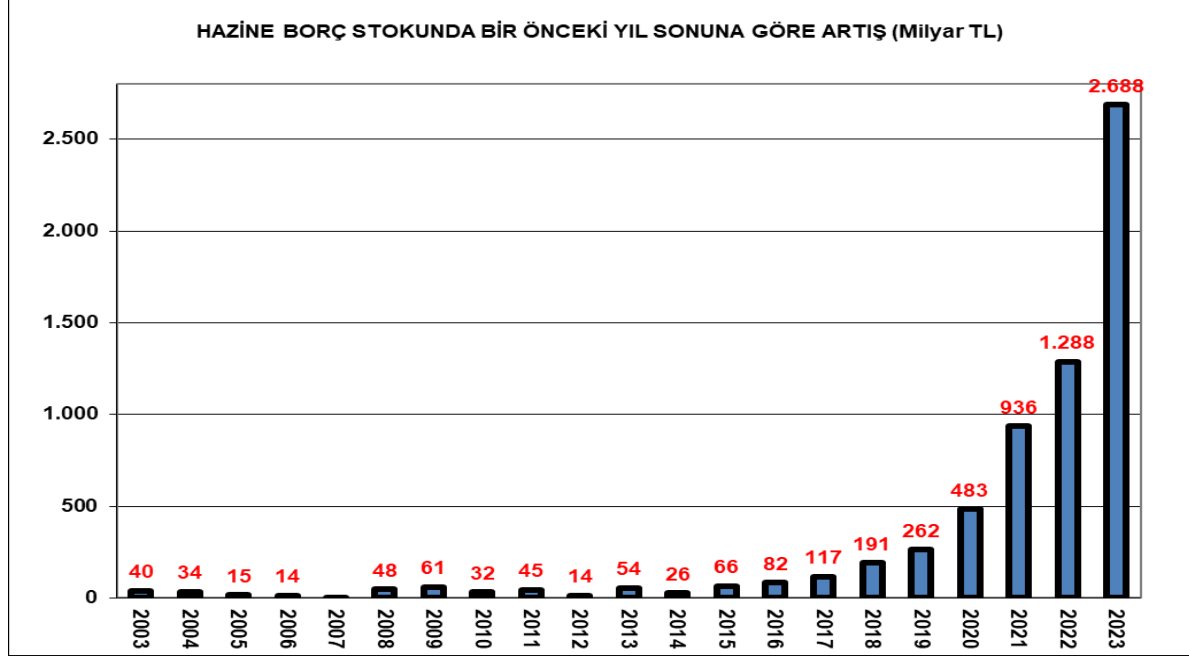
Grafik VI.6: Faiz Dışı Denge (Program Tanımlı) / İç Borç Servisi (%)



b) Yıllık stok artışı

Ardından stokun yıllık değişim sürecine bakmak önemlidir. Bu değişim bir önceki yılsonu stok düzeyi ile sonraki yılsonu stok düzeyinin arasındaki fark ile bulunur.

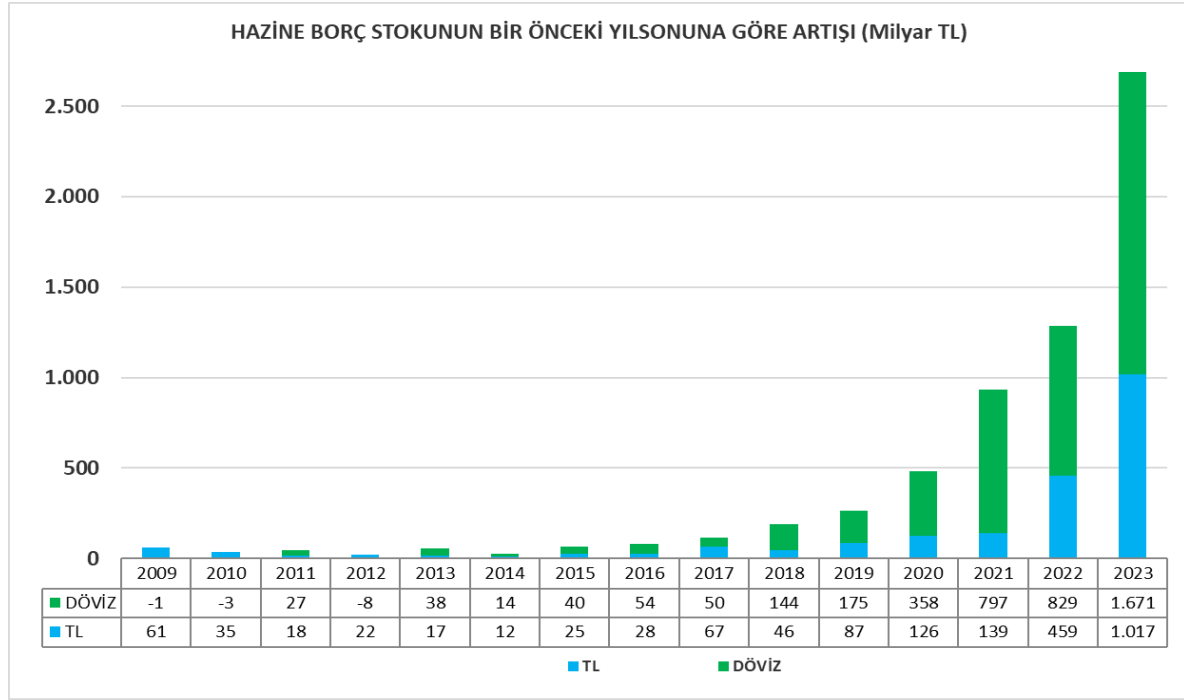
Grafik: Kamu Borç Stokundaki Yıllık Değişim (Milyar TL)



Grafik, 2003-2023 yılları arasındaki 20 yıldaki değişimi gösteriyor. 2001 Krizinden sonra hızla artan stokun değişim miktarı, Krizden çıkış için alınan önlemlerin sonucunda 2007 yılında stokun uzun yıllar sonra azalmasını sağlamıştır. Ancak sonrasında 2009 Küresel Krizinin etkileri devreye girmiştir. Stoktaki 2018'deki 191 milyar liralık ve 2019 yıllarındaki 262 milyar TL'lik artışlar, 2001 ve 2009 Krizleri sonrasında görülenlerden bile yüksek artışları işaret ediyor. 2021 sonrasında her yıl katlanarak büyüyen artış rakamı, kamu borcunun sürdürülebilirliğinin sorgulanmasına yol açmaktadır.

Ancak Hazine'nin yoğun dış borçlanması ile son yıllarda içeride de dövizle borçlanmanın etkisini göremeden, stok artışının durumuna net bir karar vermek doğru olmaz. Bu bağlamda aşağıdaki grafik hazırlanmıştır. Görüldüğü gibi, özellikle 2015 sonrası artışlarda dövizli kalemlerin ve kur farkının önemli etkisi vardır. Kur değişimi, stokun içindeki dövizli kalemleri durduğu yerde etkilememektedir. Diğer bir deyimle hiç borç alınmasa bile, kurlar yükseldiği zaman Hazine'nin ödemesi gereken borç miktarı yükselmektedir. Çünkü, eğer dış borç ödemek için dışarıdan borçlanılmazsa, Hazine topladığı TL gelirlerle T.C. Merkez Bankası'ndan döviz satın alacaktır. Kur değişince bir birim döviz için ödeyeceği TL miktarı artacağı için, daha fazla vergi/gelir toplamak zorunda kalacaktır.

Grafik: Hazine Borç Stokunda Bir Önceki Yılsonuna Göre Artış (Milyar TL)



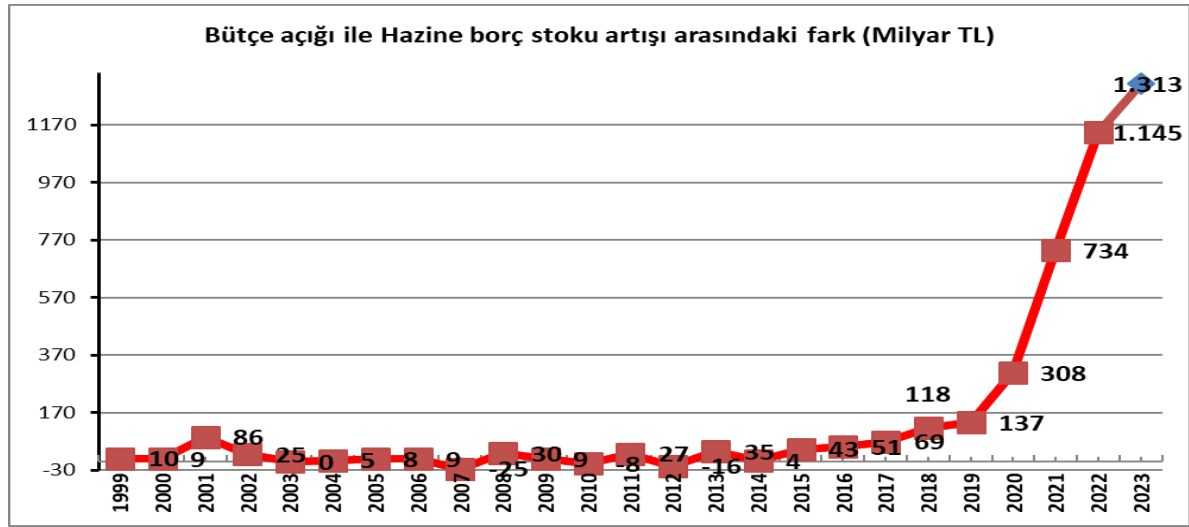
c) Borç stoku artışı ile bütçe açığı arasındaki fark

Stoku değerlendirirken üzerinde durulması gereken diğer bir gösterge, borç stokundaki artış ile bütçe açığı arasındaki farktır. Bu göstergenin önemi, bütçeye dâhil olmayan, bütçe dışı kamusal faaliyetlerden ve daha önemlisi kur farkından gelen ek yükün hesaplanmasıdır. Böylelikle borç stokunun ne kadar dolarize olduğu ve bütçe dışı etkilerin ne kadar etken olduğu daha iyi anlaşılabilir. TBMM’de bütçe hazırlanırken hesaba dâhil edilmeyen ve/veya doğru hesaplanmayan koşullu yükümlülüklerin, sosyal güvenlik kurumu açıklarının, Hazine’nin verdiği dış borç garantilerin yarattığı beklenmeyen nakit ihtiyaçlarının karşılanması için de borçlanmaya başvurulur.

Aşağıdaki grafik 1999-2023 yılları arasındaki dönemde bu farkı gösteriyor. Dikkat edilirse ilk büyük fark 2001 Kriz yılında görülüyor. 2001 Krizindeki farkın arkasında, önceki yıllarda kamu bankalarının bilançolarında kalan görev zararları ve batan bankalar nedeniyle TMSF ve TCMB’ye verilen özel tertip devlet iç borçlanma senetleri vardır. Sonraki yıllarda, 2015 sonrasında fark büyümeye başlıyor. Buradaki ana etken döviz kurundaki aşırı yükseliş. Dolayısıyla dövizle borçlanma, çoğu zaman uzun vadeli ve düşük faizli olarak az maliyetli görünüyorsa da uzun vadede, özellikle kurların hızlı yükseldiği yıllarda, artan kur farkından gelen yüklerin sonucu daha maliyetli olabiliyor.

Burada da 2018 sonrası artışlar göze çarpıyor. Kamu dengelerinin her alanında görülen bu kırılma, bütçe açığı ile kamu borç stokunun artışı arasındaki farkta da görülüyor. Bunda en büyük etken, daha önce de belirtildiği üzere, kamu borç stokunun dolarize olması.

Grafik: Bütçe Açığı ile Hazine Borç Stoku Arasındaki Fark (Milyar TL)



d) Stokun enstrüman yapısı

Kamu borç stokunun enstrüman çeşidi, yapısal sorunları tahlil etmek açısından önemlidir. Aşağıdaki tablo stokun çoğunun iç ve dış piyasalarda ihraç edilen tahvillerden oluştuğunu gösteriyor. Yaklaşık onda birinin kredi olarak alınan borçlardan oluştuğu anlaşıyor. Tahvil borçlanmaları, yukarıda da değinildiği gibi, alınan borçların herhangi bir projeye tahsis edilmediği, doğrudan bütçe açığını finanse etmek için kullanıldığı anlamına geliyor.

Tablo: Kamu borç stokunun enstrüman dağılımı (Milyon TL)

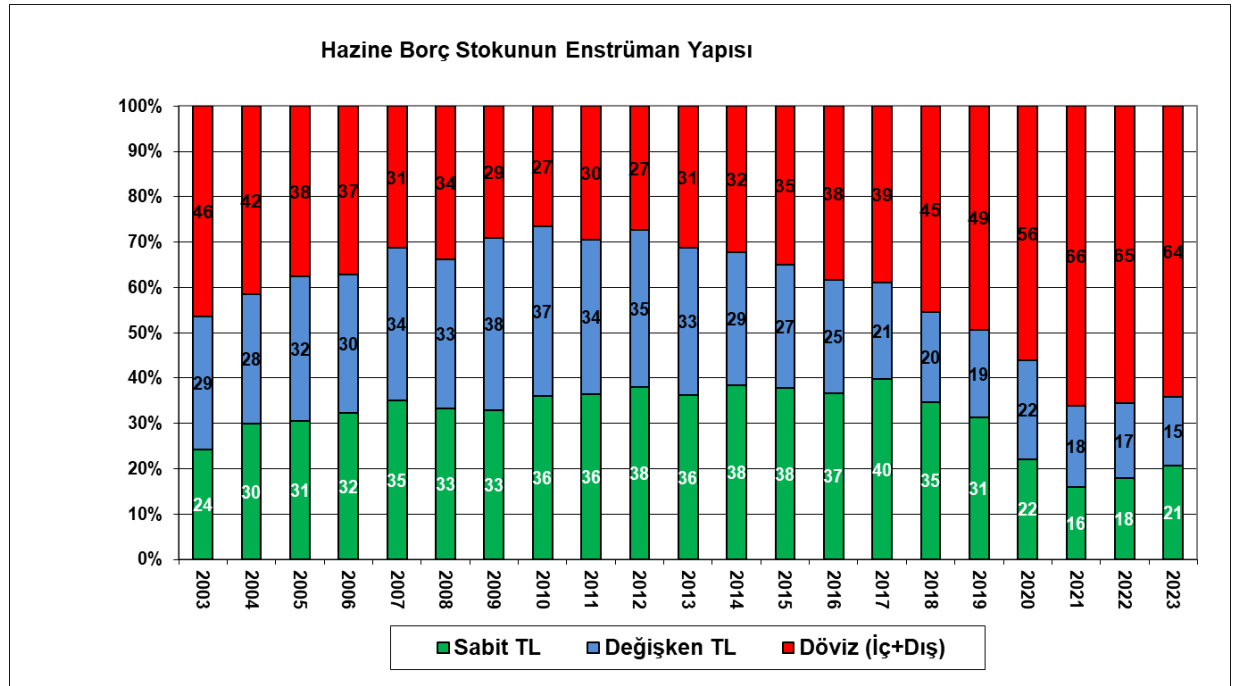
Yıllar	HAZİNE BONUSU (I)	DEVLET TAHVİLİ	ULUSLARARASI TAHVİL	TOPLAM TAHVİL (II)	KREDİ (III) ^(*)	İÇ BORÇ STOKU	DIŞ BORÇ STOKU	TOPLAM STOK (I+II+III)
2000	2.058	34.363	14.093	48.456	13.253	36.421	27.347	63.767
2001	20.029	102.128	29.082	131.210	26.940	122.157	56.022	178.180
2002	37.020	112.850	37.896	150.746	55.345	149.870	93.242	243.111
2003	25.413	168.974	37.535	206.509	51.312	194.387	88.847	283.234
2004	30.272	194.211	40.093	234.303	52.397	224.483	92.489	316.972
2005	17.818	226.964	42.553	269.517	44.604	244.782	87.157	331.939
2006	9.594	241.876	51.336	293.213	42.696	251.470	94.032	345.502
2007	6.134	249.176	45.342	294.518	33.210	255.310	78.552	333.862
2008	13.978	260.849	59.122	319.971	46.880	274.827	106.002	380.830
2009	14.036	315.969	61.881	377.850	50.163	330.005	112.044	442.049
2010	9.525	343.317	68.641	411.957	52.664	352.841	121.305	474.146
2011	0	368.778	88.308	457.087	61.983	368.778	150.291	519.070
2012	3.684	382.858	91.726	474.584	54.633	386.542	146.359	532.901
2013	0	403.007	119.007	522.014	64.179	403.007	183.186	586.193
2014	0	414.649	135.161	549.809	62.708	414.649	197.869	612.517
2015	0	440.124	167.345	607.469	70.777	440.124	238.122	678.246
2016	1.025	467.620	211.386	679.006	79.921	468.644	291.307	759.952
2017	974	534.473	252.318	786.791	88.729	535.448	341.047	876.494
2018	5.495	580.647	364.914	945.561	116.059	586.142	480.973	1.067.115
2019	18.261	736.791	451.224	1.188.016	122.778	755.052	574.002	1.329.054
2020	0	1.060.354	592.959	1.653.312	159.536	1.060.354	752.495	1.812.849
2021	9.920	1.311.270	1.087.334	2.398.604	339.295	1.321.189	1.426.629	2.747.819
2022	18.896	1.886.435	1.644.901	3.531.336	485.214	1.905.331	2.130.116	4.035.447
2023	1.251	3.208.001	2.717.554	5.925.555	795.694	3.209.252	3.513.248	6.722.500

(*) 1986-1997 yılları arasında TCMB'den kullanılan kısa vadeli avans stok verileri kredi kalemine dahil edilmiştir.

Tahvil ihraçlarının diğer bir özelliği de ekonominin kısa vadeli hareketleri ve kısa vadeli politika kararlarında borçlanma piyasalarının etkisinin artmasıdır. Girişte de değinildiği gibi, ulusal yapılar, yurttaşlık, egemenlik gibi kavramlar yerlerini faiz, ihale, yatırımcının beklentileri gibi kavramlara bırakmıştır. Hatta biraz zorlama bir yorumla, dış borcu çok olan ülkelerin serbest politik karar alıp alamadıkları bile tartışılabilir hale gelmiştir.

Kamu borç stokunun vadesine ve senetlerin faizlerinin değişken olup olmadığına göre tahvil ağırlıklı yapının etkisi daha net anlaşılabilir. Türkiye'nin kamu borç stokunun enstrüman yapısında 2003 sonrasında döviz ağırlığı azalırken, değişken faizli tahvillerin ağırlığı artmıştır. Yanı sıra sabit failli tahvillerin ağırlığı da %35'lerin üzerinde kalmış. 2013 sonrasındaki yıllarda dövizli tahviller artarken değişken faizlilerin ağırlığı azalmıştır. Bu yapı stokun hem döviz kurundaki değişimden hem de faizlerdeki oynamalardan etkilendiği anlamına geliyor. Diğer bir deyimle, öncelikle kurlarda ardından onların etkisiyle faizlerde veya ayrı ayrı kurların veya faizlerin tek başına hareketlenmeleri durumunda borç stokunun azalması veya çoğalmasına neden olmaktadır.

Grafik: Hazine Borç Stokunun Enstrüman Yapısı (%)



e) Kamu dış borç stokunun yapısı

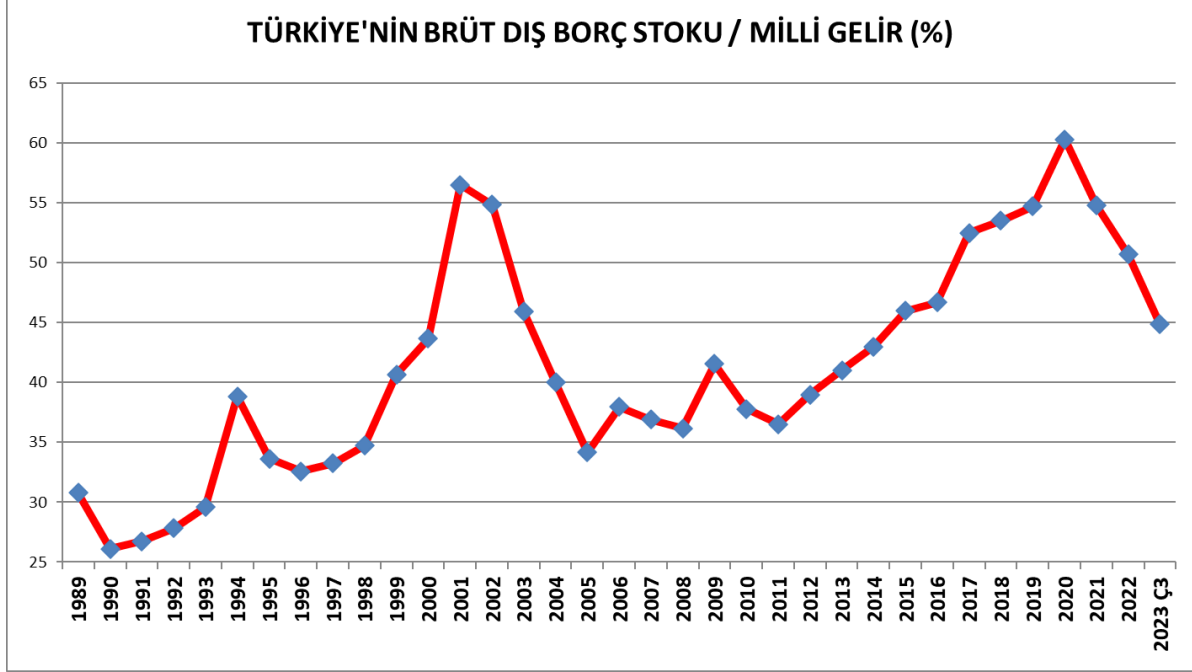
Yabancı para ile borçlanmanın sosyo-politik etkileri nedeniyle kamunun dış borçlarını ayrıntılı ele almak gerekir.

Bir borcun büyüklüğü iki şekilde ölçülür. Birincisi nominal büyüklüktür. 1989 yılsonunda 44 milyar \$ kadar olan Türkiye'nin dış borç stokunun içinde kamunun payı 29 milyar \$ kadardır (Kamu toplamına TCMB'nin dış borçları dâhil değildir). Bu toplam 2019 Eylül sonu itibariyle 444 milyar \$'a ulaşmıştır. Kamunun dış borçları da 144 milyar \$ kadardır.

İkinci ve daha doğru yöntem, borçların gelirlere oranı olan "reel borç" tanımıdır. Ülkenin reel borç stokunu ölçmek için gelir olarak milli gelir (GSYH) alınır. Borçların milli gelire oranı bize borçlanma ile milli gelir gelişmesi arasındaki ilişkiyi verir. Diğer bir deyimle borç/milli gelir oranı büyümenin borçlanma ile bağıntı göstermektedir. Büyüme ile borç arasındaki ilişkinin

özetidir. Örneğin, 2019 yılındaki %59'luk dış borç/GSYH oranı, Türkiye'nin 100 birim büyümek için 59 birim dış borç kullandığını göstermektedir. Ve bu oran 2001 Krizindeki orandan yüksektir.

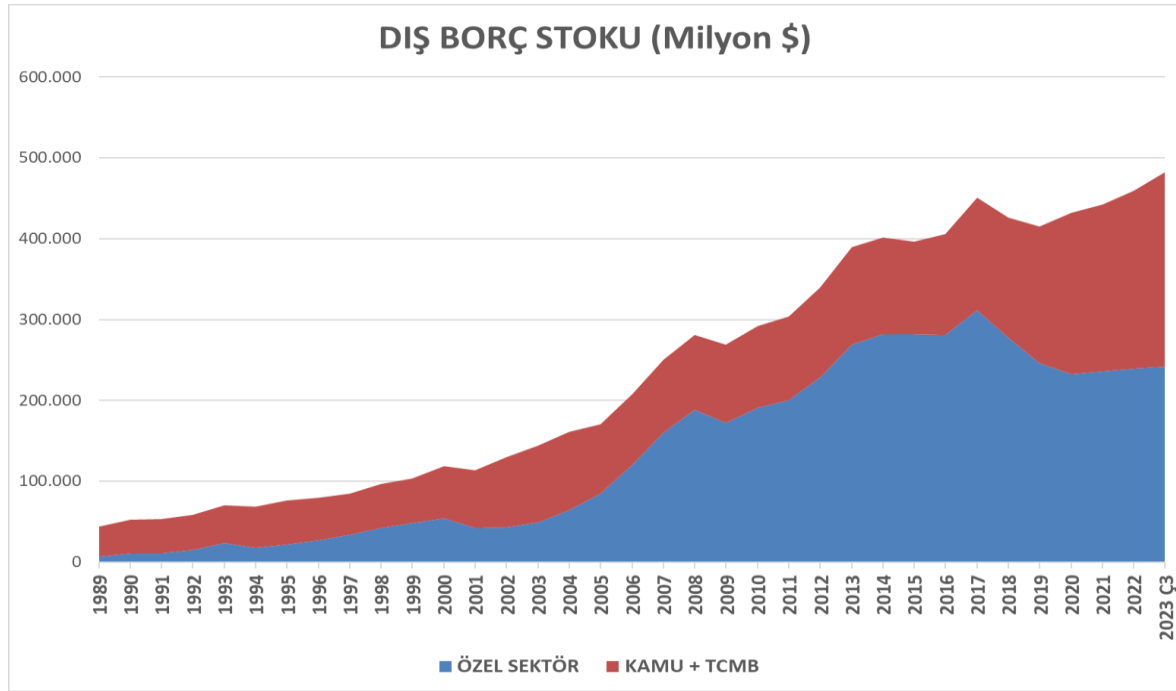
Grafik: Türkiye'nin Brüt Dış Borç Stoku / Milli Gelir (%)



Dış borcun sektörel dağılımı hangi sektörün kur riskiyle ve dış ödeme yüküyle karşı karşıya kaldığını göstermektedir. Aşağıdaki grafikten görüldüğü gibi 2003 yılına kadar dış borçların büyük kısmı Merkez Bankası'nın borçlarının da dâhil olduğu kamuya ait borçlardır. Bu borçlar 2001 Krizi nedeniyle 2002 yılında biraz artmakla beraber, ondan sonraki yıllarda artışın önemli bölümü bankalar dahil özel sektör şirketlerinin dış borçlardan kaynaklanmaktadır. Özellikle dünyadaki döviz likiditesinin artmasına bağlı olarak 2007 yılından sonraki hızlı yükseliş, başta şirketler kesimi olmak üzere, dövizli borçların sürdürülebilirliği konusunda tartışmaları beraberinde getirmiştir. Ardından bankaların ve şirketlerin borçları toplam dış borç stokunun %70'e ulaşmıştır.

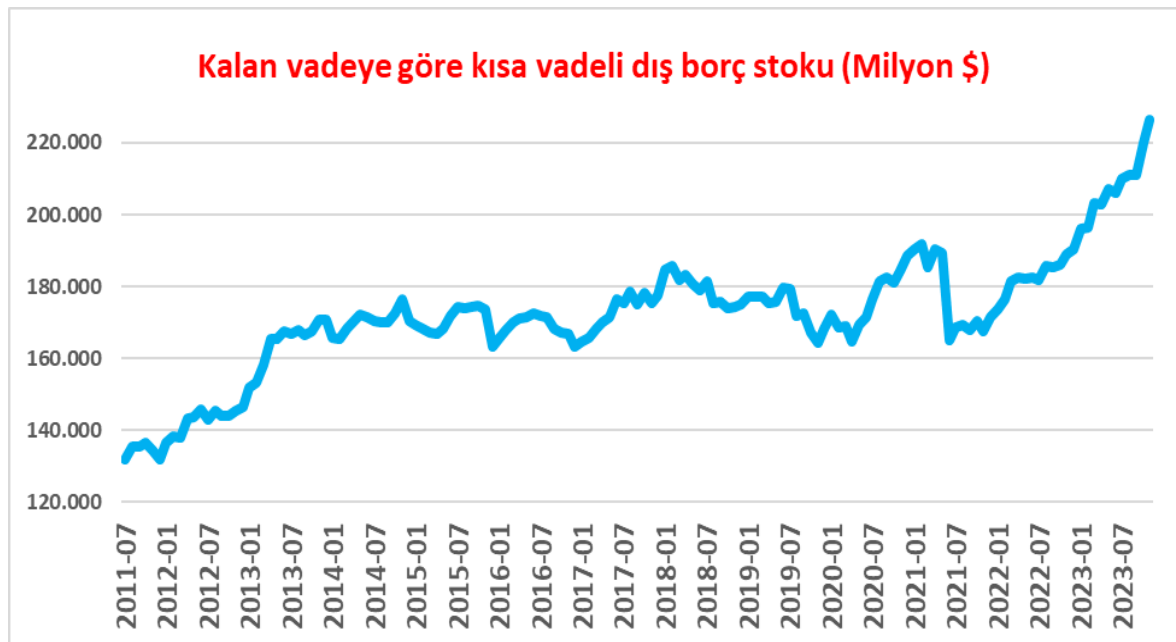
2018 Rahip Branson Krizi sonrasında Merkez Bankası rezervlerinin tüketilmesinin ardından, rezervleri güçlendirmek adına hem TCMB hem de Hazine dış borçlanmayı artırmaya başladılar. Buna karşılık hızlı döviz kuru yükselişinden olumsuz etkilenen özel sektör dövizli borçlarını hızla azaltmaya başladı. Bir anlamda kamu döviz borçlanarak özel sektörün dış borçlarını azaltmasına yardımcı oldu. Bu gelişmelerin doğal sonucu olarak, dış borçların kamu, özel dağılımı da değişti. 2023 Eylül sonu itibarıyla, oran yarı yarıya oldu.

Grafik: Dış Borç Stokunun Sektörel Dağılımı (%)



Dış borç stokunun ekonomiye yükünü daha iyi anlayabilmek için bir başka gösterge, vadesine bir yıl kalan borçların merkez bankasındaki döviz rezervlerine oranıdır. Bu oranla, bir yıl içerisinde hiçbir döviz girişi olmasa, merkez bankasındaki dövizlerin borçları ödemeye yetip yetmeyeceği anlaşılmaya çalışılır. TCMB rezervleri 2011 yılından sonraki dönemde vadesine bir yıl kalan borçları ödemeye yetmemektedir. Böylesi oranlar yabancıların risk algılamalarında değişikliğe yol açar. Düşük rezerv, yüksek dış borç ödemesine petrol, doğal gaz, ilaç, sanayi üretiminin aramalı gibi zorunlu ithalat için yapılacak döviz ödemelerini de ekleyince rezervleri yeterliliği ve ödeme güçlükleri artacaktır. Tahvil yatırımcıları ve kreditorler için önemli olan kendi paralarını alıp alamayacaklarıdır. Risk hesaplarını ona göre yaparlar.

Grafik: Vadesi bir yıl içinde dolan dış borç stoku



Vadesi bir yıl içinde dolan dış borç stoku son yıllarda 230 milyar dolar düzeyine çıkmıştır. Bu borcun hepsi yıl içinde ödenecek borçlar olmamakla beraber, eğer yabancı aşırı risk algılsa, parasını Türkiye’den çıkarmak isteyebilecektir. Bu bağlamda dış borçların sürdürülebilirliği açısından önemli bir göstergedir.

Bu oranla ilgili diğer bir varsayım ihracat gelirlerinin ithalat giderlerini karşılayacağıdır. Eğer karşılamıyorsa, cari açık için de merkez bankası kaynaklarını kullanmak gerekecekse o zaman sorun var demektir. Sorunun çözümü yeni dış borç bulmak ise stokun büyümesi kaçınılmaz olacaktır. Ki uzun yıllardır gözlenen Türkiye pratiği böyledir. Dış borçlanmanın artmasının en önemli nedenlerinden birisi, döviz gelirlerinin giderlerini karşılamamasıdır.

Dış borç stokunun döviz dağılımı, çapraz kur etkisini belirlemesi açısından önemlidir. Yukarıda da değinildiği gibi, dış borç stoku ABD doları olarak açıklandığı için, diğer dövizlerle alınan borçlar, yayınlanırken çapraz kurlar esas alınarak hesap yapılır.

Aşağıdaki tablo merkezi yönetim dış borç stokunun 2002 ve 2019 yılları için döviz dağılımını gösteriyor. 2002 yılında Kriz sırasında IMF’den alınan borçlar nedeniyle dolar, Euro ve SDR ağırlıklı olan dağılım, 2019’da çoğunluğu ABD doları olan bir borç yapısına dönüşmüştür. Bu değişimde 2008 Küresel Krizi sonrasında piyasada verilen dolar likiditesinin fazlalığı ve IMF programının bitmesinin etkileri vardır.

Değişimin dolar ağırlıklı bir yapıya dönüşmesi, aynı zamanda ABD Merkez Bankası FED’in kararlarının ekonomi üzerindeki etkisinin artması sonucunu da doğurmaktadır.

Tablo VI.18: Dış borç stokunun döviz dağılımı

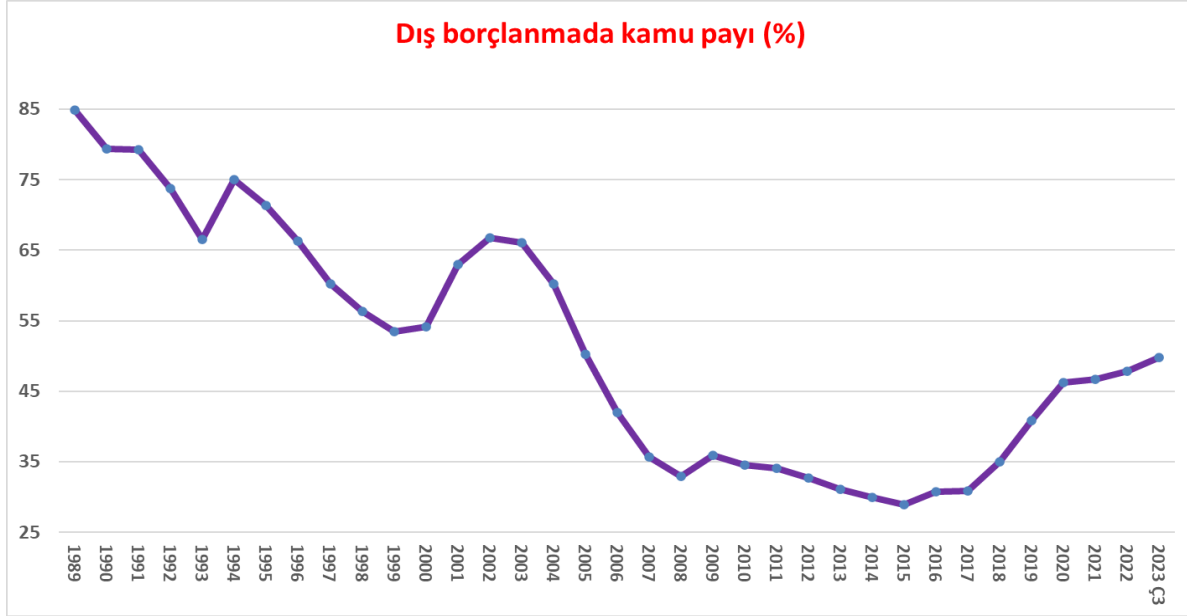
<i>Toplam içindeki payı (%)</i>	2002	Eylül 2023
ABD Doları	47	59,3
Euro	34	27,3
SDR (IMF Özel Çekme Hakkı)	12,4	1,5
Japon Yeni	4,7	1
TL + Diğer	1,9	10,8

Dış borçların toplamının yanı sıra kamunun borç stoku içindeki yurt dışından borçlanmayı ayrı ele almak gerekir. Kamunun borçlarını azaltmak yerine ağırlığı dış borca vererek borçlanmasının yanlışlığı, 1994, 2001 ve diğer Kriz yıllarında karşılaşılan sorunları gündeme getirmiştir. Daha önce de değinildiği gibi, kamu borç otoritesi ulusal para bulsa bile zaman zaman döviz bulmak için ekonomik dengeleri zorlamaktadır. Kurların aşırı oynaklığına neden olabilmektedir.

Aşağıdaki grafik bu amaçla hazırlanmıştır. 1989 sonrasında dış borçlanmayı azaltan kamu, 2008 sonrasında dışarıdan borç almaya tekrar hız vermiştir. Ancak bu arada üzerinde durulması gereken önemli konu, iç borçlanma ihalelerine girenlerin kullandıkları veya diğer bir deyimle aldıkları borcu fonladıkları kaynakların ne kadarının TL ne kadarının döviz olduğu ne kadarının

dışarıdan getirildiğidir. Türkiye pratiğinde, içeride yeteri kadar uzun vadeli TL fon yaratamayan bankalar çoğunlukla, dışarıdan dövizli kaynaklara başvurumaktadırlar. Dolayısıyla kamu TL (DİBS) ihalesi olarak kaydettiği, ulusal para topladığı ihalelerde bankaların kullandığı kaynaklar dışarıdan getirilen döviz olmaktadır.

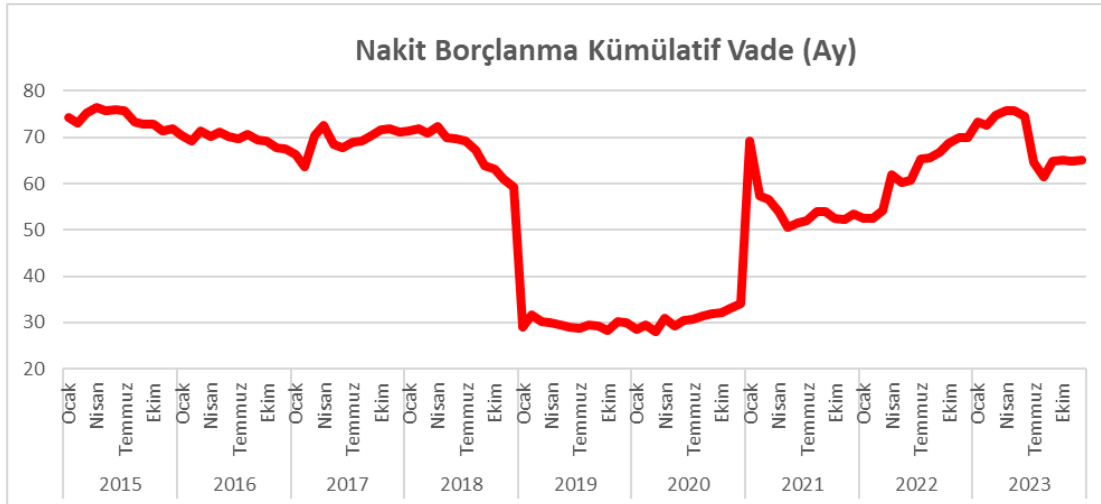
Grafik: Kamu Dış Borçlarının Toplam Dış Borçlar İçindeki (1989-2023)



f) İç Borç Stokunun yapısı

Kamu borç yöneticilerinin temel amacı, son tahlilde borcu halkın ödediğini bildikleri için, ucuz borçlanmaktır demiştik. Diğer bir deyimle piyasaların el verdiği kadarıyla en uzun vadede ve en düşük faizle borçlanmaktır. O zaman öncelikle iç borçlanmanın vadesindeki gelişmelere bakmak gerekir. Aşağıdaki grafik, 2015-2023 arası dönemdeki nakit borçlanmanın kümülatif vadesindeki gelişimi gösteriyor. 2003 yılında 10 ay civarında olan ortalama vade, 2007 sonrasında yükselmiş. 2013'te 75 aya kadar çıkmıştı. Bunda dünyadaki döviz bolluğunun etkisi çok fazladır. Bu olumlu gelişme, 2018 yılındaki Krizden sonra tersine dönmeye başlamış yılsonunda 25 ay civarına düşmüştü.

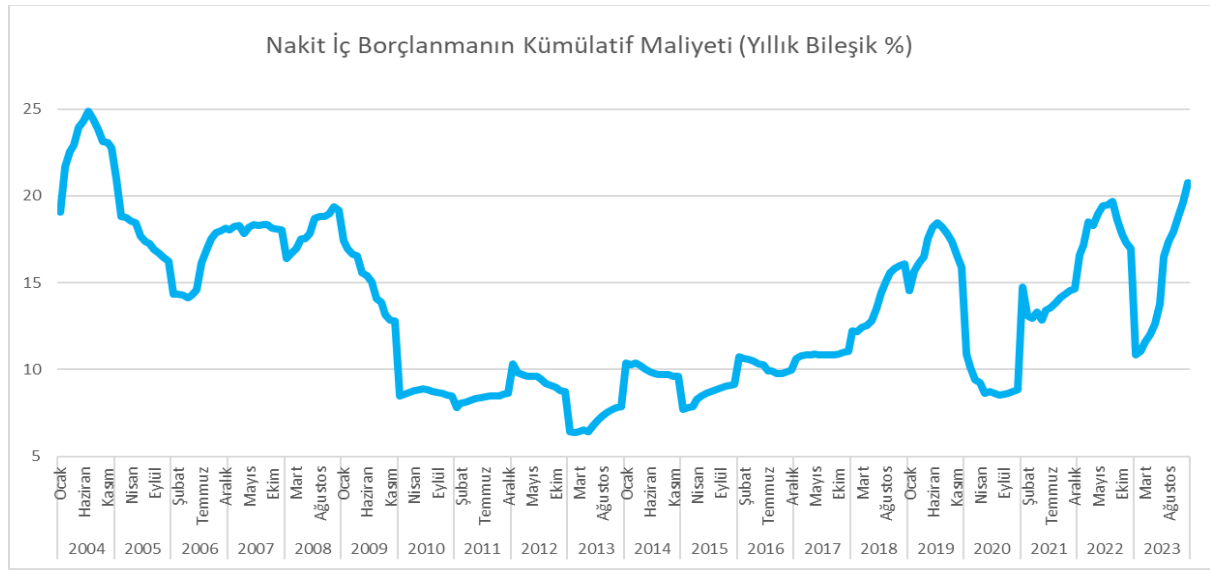
Grafik: Nakit Borçlanmanın ortalama kümülatif vadesi (Ay)



2021’den sonra uygulanmaya başlanan “makro ihtiyati önlemler” bankaları uzun vadeli ve sabit faizli borçlanmaya yönlendirdi. Buna bağlı olarak iç borçlanmanın vadesi uzadı, 70 ayın üzerine çıktı.

Ardından faizlere bakalım. Aşağıdaki grafik 2004-2023 döneminde iç borçlanma faizlerindeki gelişmeleri özetliyor. 2001 Kriziyle yükselen iç borçlanma faizleri, IMF programına uyulacağına inanılmasıyla 2003 sonrasındaki dönemde faizlerin hızla düşmesine yardımcı olmuştur. Vadedeki değişimde görülen 2013 yılında ortalama maliyet %5’lere yaklaşmıştır. Ardından tekrar yükselme eğilimi görülmektedir. 2019 sonrasında görülen düşüş eğiliminde TCMB’nin faiz indirimlerinin önemli olduğu görülmektedir.

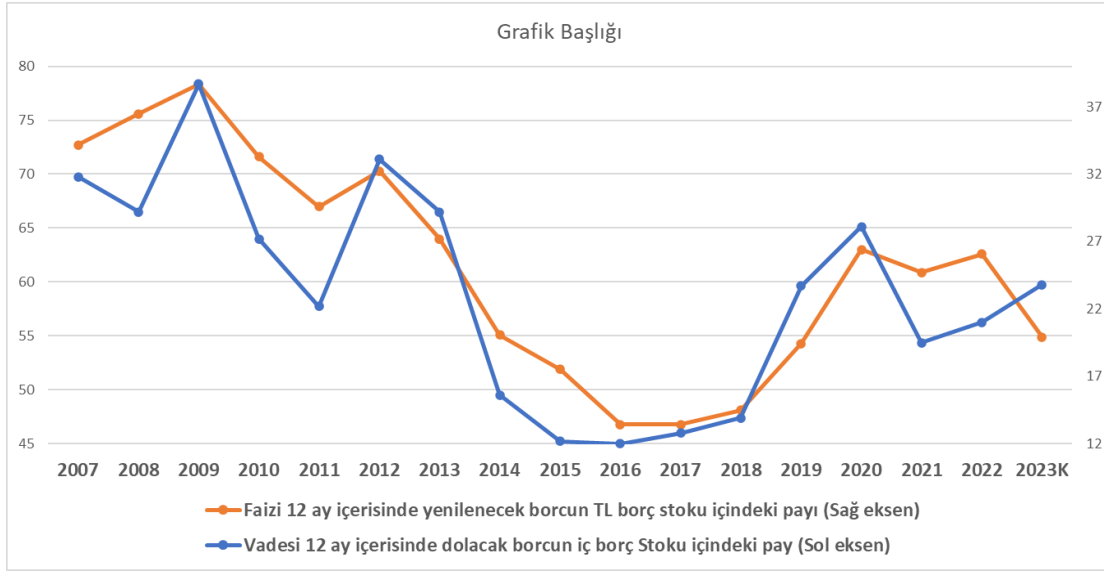
Grafik: TL Cinsi sabit faizli iç borçlanmanın ağırlıklı ortalama maliyeti (%)



Stokun geneline yönelik değerlendirmeler özellikle piyasalardaki oynaklıkların arttığı dönemleri değerlendirmekte yetersiz kalabilir. Bu bağlamda stokun faize duyarlılığını ölçmek için kullanılan yöntemlerden birisi 12 ay içerisinde yenilenecek borcun toplam iç borç stokuna oranını ölçmektir. Bahsi geçen pay arttıkça stokun, değişken faizli enstrümanlarının ağırlığının etkisiyle, faiz yükü artacaktır.

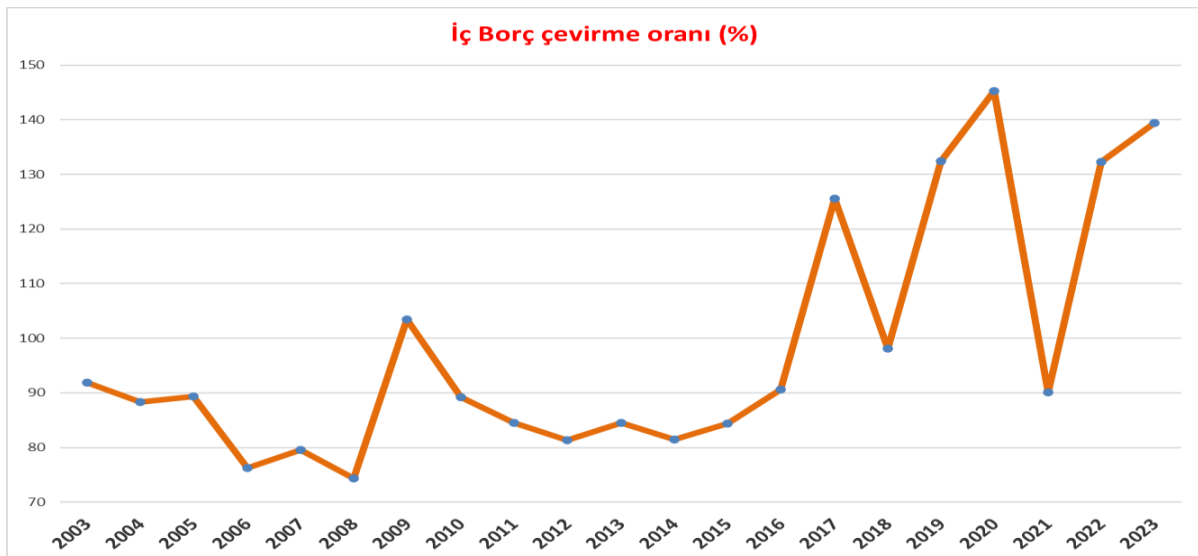
Bu amaçla iç borç stokunun gelecek 12 ay içinde vadesi dolan kısmının ve aynı sürede faizi yenilenecek bölümlerinin oranı takip edilir. Bundan amaç kısa vadede stokun durumunu anlamak ve eğer sorun olacağı tahmin ediliyorsa, gerekli önlemleri almaktır. Eğer stokun ağırlığı değişken faizli DİBS’lerden oluşuyorsa ve gelecek 12 ayda beklenen faizler aşağı yönlü ise o zaman kamu borç yöneticileri rahattırlar. Ters bir durumda uykuları kaçar. Yanı sıra gelecek 12 ay içerisinde vadesi dolacak borcun toplam iç borç stokuna oranı da aynı amaca hizmet eden bir göstergedir. Aşağıdaki grafik, Hazine’nin iç borç stoku için bu oranları gösteriyor. Görüldüğü gibi 2012’den sonra oranlarda bir bozulma var. Bu gelişme stokun iç faiz değişimlerine daha duyarlı olmaya başladığını gösteriyor.

Grafik: Faizi 12 ay içerisinde dolacak borç ile vadesi 12 ay içerisinde yenilenecek borcun iç borç stokuna oranı (%)



İç borç çevirme oranı, kamu borçlanmasında önemli göstergelerden birisidir. Hazine'nin bir dönemde (ay veya yıl) ödediği iç borç anapara ve faizine karşılık, yeniden aldığı borcun miktarını karşılaştırır. Bu oran, iki konuda fikir oluşturmaya yardımcı olur. Birincisi, kamunun ne kadar iyi bir borçlanıcı olduğunu gösterir. İyi borçlanıcı, aldığı borcu gelir yaratıcı işlerde kullanır, yarattığı gelirle, yeniden borç almaz, aldığı borcu azaltır. Çevirme oranına bu açıdan bakınca iç borç servisi (anapara ve faiz ödemesi) ile yeni alınan borcu hesaba katmak yeterli olur. Eğer oran %100'ün üzerinde değilse olumludur. Üstünde ise o zaman, kamu piyasaya verdiğinden daha fazlasını tekrar borçlanıyor demektir. Bu durumda ikinci değerlendirme kıstası devreye girer. Oranın yüzde 100'den büyük olması Hazine'nin dışlama etkisi (crowding out) yarattığının göstergesidir. Bankalardaki fon kaynaklarını, piyasadaki diğer yatırımcılarla, kredi talep edenlerle rekabete girerek istemektedir. Aşağıdaki grafikte 2009 ve genellikle 2017 sonrasında iç borçlanmada böylesi bir durum gözlenmektedir.

Grafik VI.18: İç borç Çevirme Oranları (%)

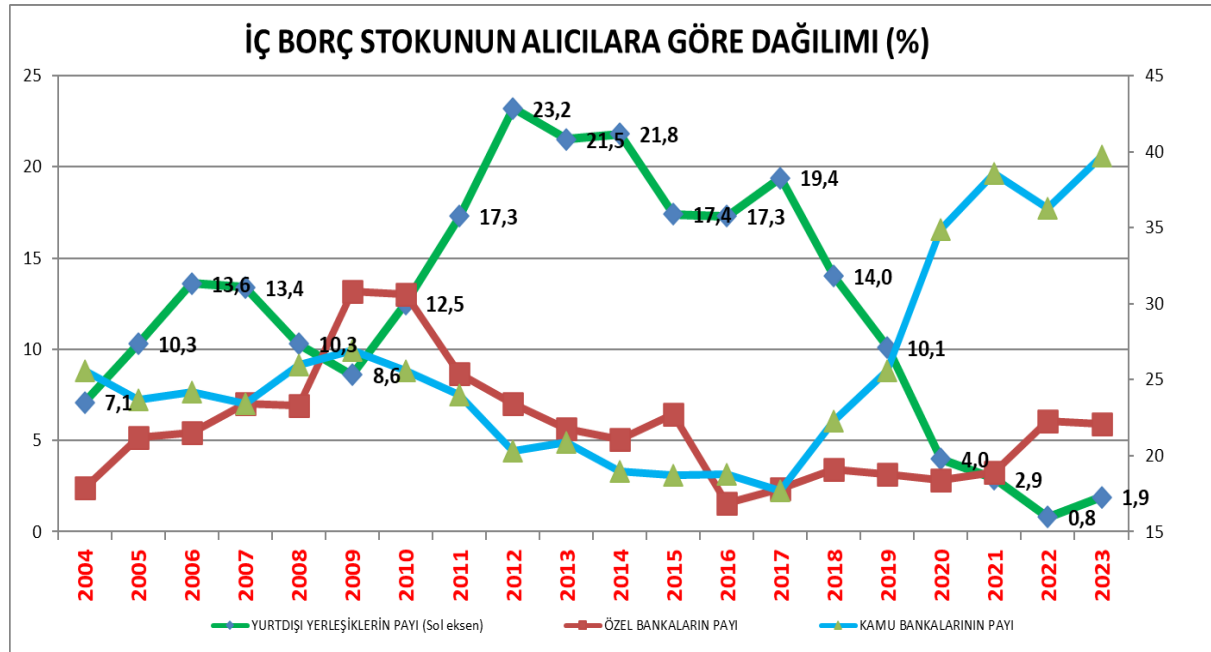


Borç çevirme oranına, bütçe dengelerini de göz önüne alarak bir de anapara ve faiz ödemelerini ayırarak bakmak gerekir. Bilindiği gibi, faizler bütçeden ödenirken, eğer yeteri kadar faiz dışı fazla verilemiyorsa, anapara için yeniden borçlanma öngörülebilir. Özellikle mali uyumun zor olduğu yıllarda, borç stokunu arttırmamak adına sadece anapara için borçlanılarak, Hazine ödediği kadar parayı yeniden borç isteyebilir. Faizlerin düştüğü dönemde böylesi bir gelişme, çok olumsuz olmaz. İç borçlanmanın anapara ödemelerine oranını Hazine 2003'ten sonra hiçbir yıl %100'ün altına indirememiştir. Diğer bir deyimle, ödediği anaparadan daha fazla borçlanmıştır. Bu oran, faiz ödemeleri için, bütçe gelirlerinin faiz dışı fazla sağlamaya yeterli olmadığını, piyasadan yeniden borç alındığını gösterir. Oranın 2014 yılından sonra hızla artması ve 2019 sonunda %250 gibi bir rekora ulaşması borç stokunun artışını da hızlandırmıştır.

İç borç stokunun alıcılara göre dağılımı, yatırımcı profilini anlamak açısından önemli bir göstergedir. Kamu borç otoritesinin, I. Piyasa ve II. Piyasada hangi grupların DİBS'lere ilgi gösterdiğini doğru tahlil etmesi, müşterisini tanıması zorunludur. Böylelikle borcun sürdürülebildiği hem de piyasa riskleri açısından önemli bilgilere ulaşılır. Yerli ve kurumsal ağırlıklı alıcılar ellerindeki uzun vadeli kamu senetlerini hemen elden çıkarmaya çalışmazlar. Buna karşılık yabancılar ve gerçek kişiler, piyasalardaki en ufak oynaklıkta sabit getirili kamu senetlerini elden çıkarmaya istekli olurlar.

Aşağıdaki grafik 2004-2023 arasında DİBS yatırımcısının profilini vermektedir. Görüleceği üzere piyasalardaki oynaklık arttığında ve kriz yıllarında bankalar özellikle kamu bankalarının DİBS iştahı, Hazine açısından yararlı olmaktadır. 2017 sonrasında kamu bankalarının, diğer bankalara göre daha fazla DİBS almasının bir nedeni, özel ve yabancı bankaların negatif faizli DİBS'leri bilançolarında taşımak istememeleridir.

Grafik: İç borç stokunun alıcılara göre dağılımı (%)



Yabancı yatırımcıların iç borçlanma senetlerine ilgisi ekonomiye olan ilgi güvenlerinin bir göstergesidir. Eğer ülke ekonomisinden beklentileri olumlu ve risk algılarında negatif bir beklenti yoksa DİBS portföylerini büyütmeleri normaldir. Bu bağlamda, iç borç stoku içindeki yabancı yatırımcıların payını yakından izlemek gerekir.

Doğaldır ki, yabancı yatırımcı DİBS alırken, ülkenin kredi notu ana belirleyicidir. İki uluslararası kredi derecelendirme kuruluşundan yatırım yapılabilir notu alınamazsa, bir ülkenin tahvillerine yatırım yapma olanakları çok kısıtlıdır. Yabancılar son yıllarda DİBS iştahlarını azaltırken, Hazine'nin dış borçlanma kâğıtlarına, Eurobond'lara ilgi göstermektedirler.

TCMB uzmanları yaptıkları bir çalışmada yabancı yatırımcıların piyasalardaki etkilerini incelemişlerdir (TCMB, 2020). “Türkiye’de 2,5 ve 10 yıl vadeli sabit faizli DİBS’lerdeki yurtdışı yerleşiklerin payının DİBS ikincil piyasa faizlerinin düzeyi üzerindeki etkileri ortaya konmuştur. Analiz sonuçları, 2012-2016 yılları arasındaki 5 yıllık dönemde, 5 ve 10 yıl vadeli sabit getirili DİBS’lerdeki yurtdışı yerleşiklerin payındaki artışların, literatüre ve beklentilere uyumlu olarak DİBS getirilerini azalttığını; 10 yıl vadeli DİBS’lerde bu etkinin biraz daha fazla olduğunu göstermektedir. Yurtdışı yerleşiklerin iç borç stokundaki varlığı uzun dönem faizlerin düzeyini olumlu etkilemektedir. 2 yıl vadeli DİBS’lerde ise yurtdışı yerleşiklerin payı ile DİBS getirileri arasında küçük ve pozitif bir ilişki bulunmuştur...İç borcu talep edenler içinde en az istikrarlı bileşenlerden biri olarak kabul edilen yurtdışı yerleşiklerin borç stoku içindeki payının istikrarı önem taşımaktadır. Bunun sürdürülebilirliği için para ve maliye politikalarına duyulan güvenin devamının önemi yadsınamaz”

Borç stokunun içinde bulunduğu durumu değerlendirmek için önemli araçlardan birisi de borç stokunun süresidir (duration). Borç stokunun süresi, faiz oranlarının değişmesi durumunda stokun ne zaman değişebileceğini ölçmenin bir yoludur. Süre uzadıkça, faiz değişiminin etki yaratması için geçmesi gereken süre uzamaktadır. Böylelikle kamu borç idarecilerine süre kazandırılmaktadır. Eğer faizler yukarı doğru hareket etmeye başladıysa, kamu borç yöneticileri hemen önlem almaya başlayabilecek ve borç stokunun “süresi” içerisinde stokun fazla etkilenmeden sorunları çözebilecektir.

Aşağıdaki Tablo son yıllardaki iç ve dış borç stokunun sürelerini göstermektedir. Görüldüğü gibi, iç borç stokunun süresi 2 – 3 yıl civarındadır. Buna karşılık dış borç stokunun süresi yaklaşık 8 yıl kadardır. Her ikisini de ortak değerlendirildiği zaman toplam kamu borç stokunun süresi, 3 ila 6 yıl arasında değişmektedir. Süre artışının ağırlığı dış borçlanmalardan gelmektedir. Buna iç borçlanma süresinin artmasının da etkisi vardır.

Tablo: Merkezi Yönetim Borç Stokunun Ortalama Süreleri (Yıl)

MERKEZİ YÖNETİM BORÇ STOKUNUN VADEYE KALAN ORTALAMA SÜRESİ (YIL)			
	İç Borç Stoku	Dış Borç Stoku	Toplam Stok
2005	2,0	5,7	2,9
2006	2,0	7,0	3,4
2007	2,1	7,7	3,4
2008	2,0	7,9	3,6
2009	2,0	7,9	3,5
2010	2,6	8,8	4,2
2011	2,6	9,0	4,4
2012	2,8	9,4	4,6
2013	3,9	9,3	5,6
2014	4,6	9,5	6,1
2015	4,6	9,5	6,3
2016	4,3	9,4	6,3
2017	4,2	9,9	6,4
2018	3,9	9,6	6,4
2019	3,0	8,9	5,5
2020	2,8	8,3	5,1
2021	3,0	7,8	5,4
2022	3,6	7,1	5,4
2023 ⁽¹⁾	3,9	6,6	5,3

(1) 30.11.2023 tarihi itibarıyla

g) Kamu net borç stoku

Son yıllarda uluslararası borç literatürüne “kamu net borç stoku” adlı yeni bir tanım eklendi. Brüt borç stokundan farkı; merkez bankalarının uluslararası rezervleri ve iç varlıkları, diğer kamu kurum ve kuruluşlarının arsa, bina, mevduatları vb. varlıkları ile İşsizlik Sigortası’nın varlıklarını borç stokundan düşmesidir. Arkasındaki mantık, eğer kamu herhangi bir kriz anında borç ödeme sıkıntısına düşerse, elindeki varlıkları elinden çıkararak borç taksitlerini ödeyeceğidir. Bu yöntemle bir anlamda müflis şirketin mallarına el koyan alacaklı bankanın yaptığı teminat, ipotek hesabı yapılmaktadır. Aşağıdaki tablodan de anlaşılacağı üzere, İşsizlik Fonunda, gerektiğinde işsiz kalanlara ödenmek üzere biriktirilen paralar borç ödenmesinde kullanılacakmış gibi işlem görmektedir.

Bu yaklaşımın bir ülke için ne kadar sağlıklı olduğu tartışılması gereken bir durumdur. Eğer kamu borçlarına bu bakış açısıyla yaklaşılsa, bir ülkenin tüm varlıkları hesaba katılmaya başlanırsa iş ülke topraklarının elden çıkarılmasına kadar gidebilir. Diğer bir deyimle böylesi bir yaklaşım bizi Duyun-u Umumiye mantığına kadar götürebilir. Dahası bu tür değerlendirmeler gerek Osmanlı’nın gerek diğer ağır borç yükü altında ezilen ülkelerin hayatlarına mal olan deneyimlerini göremezlikten gelmemize neden olur. Ki çok yanıltır ve borç verenlerin sevdiği bir görüştür.

Tablo: Kamu Net Borç Stoku (Milyar TL)

KAMU NET BORÇ STOKU (*)

(MİLYAR TL)	KAMU BRÜT İÇ BORÇ STOKU	KAMU BRÜT DIŞ BORÇ STOKU	KAMU BRÜT TOPLAM BORÇ STOKU (I)	TCMB NET VARLIKLARI (II)	KAMU VARLIKLARI (III) (**)	İŞSİZLİK SİGORTASI FONU NET VARLIKLARI (IV)	KAMU NET BORÇ STOKU (I - II - III - IV)	KAMU NET BORÇ STOKU / GSYH (%) (***)
2000 Ç4	54,5	31,0	85,5	11,0	2,7	0,4	71,5	41,7
2001 Ç4	125,6	63,4	189,1	22,9	5,1	2,2	159,0	64,3
2002 Ç4	155,2	101,6	256,8	25,4	11,3	5,0	215,3	59,4
2003 Ç4	202,1	95,4	297,5	24,7	13,1	8,9	250,8	53,1
2004 Ç4	235,1	97,9	333,0	27,9	17,2	13,3	274,5	47,1
2005 Ç4	259,3	91,4	350,6	30,8	32,2	18,0	269,6	39,6
2006 Ç4	267,6	97,3	364,9	45,7	38,3	23,7	257,2	32,3
2007 Ç4	272,4	81,8	354,2	41,8	34,6	30,7	247,1	27,8
2008 Ç4	294,8	111,5	406,3	60,4	41,5	38,4	266,1	26,5
2009 Ç4	346,3	117,4	463,7	66,0	47,7	42,1	307,9	30,6
2010 Ç4	367,9	127,6	495,5	86,2	47,2	45,9	316,2	27,1
2011 Ç4	386,2	158,5	544,7	143,2	59,8	53,5	288,2	20,5
2012 Ç4	407,0	154,4	561,4	189,5	71,6	61,2	239,1	15,1
2013 Ç4	428,8	192,6	621,4	271,1	84,2	70,4	195,8	10,7
2014 Ç4	439,5	206,6	646,1	304,4	77,4	81,4	182,9	8,9
2015 Ç4	470,2	247,8	718,1	376,2	91,8	93,1	157,0	6,7
2016 Ç4	509,5	305,1	814,6	397,1	100,3	103,2	214,0	8,1
2017 Ç4	589,4	358,0	947,5	445,5	130,1	116,7	255,1	8,1
2018 Ç4	665,0	505,1	1.170,1	426,3	109,0	127,6	507,1	13,5
2019 Ç4	846,1	605,0	1.451,1	460,7	156,6	131,5	702,2	16,3
2020 Ç4	1.158,4	801,1	1.959,6	614,2	271,4	103,2	970,7	19,2
2021 Ç4	1.493,0	1.517,9	3.010,9	1.037,6	393,4	90,8	1.489,2	20,5
2022 Ç4	2.277,4	2.275,3	4.552,7	995,8	909,5	124,3	2.523,1	16,8
2023 Ç3	3.327,5	3.409,3	6.736,8	130,4	1.416,4	163,2	5.026,9	22,2

(*) Dış borç verilerinde geriye dönük güncellemeler olabilmektedir.

(**) Tüm mevduatları ve finansal varlıkları kapsamaktadır.

(***) Çeyreklik dönemlere ilişkin oranlar, son dört çeyrekteki TL cinsinden GSYH verileri kullanılarak hesaplanmıştır.

h) Türkiye'nin toplam borçları

Kamunun iç ve Türkiye'nin dış borç stoklarının durumunu anladıktan sonra, ülkedeki toplam borçluluğu anlamadan, borçların ekonomiye etkileri hakkında sağlıklı bir sonuç çıkarmak zor olur. Toplam yükü değerlendirebilmek için, hanehalkının tüketici kredileri ile kredi kartlardan doğan borçlarını, şirketlerin iç ve dış borçlarını, finansal sektörün dışarıdan aldığı borçları da resme dâhil edip özel sektörün borçlarını da izlemek yararlı olacaktır. Bu değerlendirmede şirketlerin hem iç hem de dış borçları incelenirken, finansal şirketlerin sadece dış borçlarının dikkate alınmasının nedeni, bankaların dışardan aldıkları kredileri içeride şirketlere ve hanehalkına dağıttıkları gerçeğidir.

Özellikle hanelerin borçlanmasında "...emek piyasasında atipik istihdam biçimlerindeki hızlı artış, ücretli çalışanların borçlanmayla ilgili sorunlara karşı kırılganlıklarını arttırmada önemli rol oynamıştır. Ayrıca yeni çalışma düzenlemeleri ve yüksek işsizlik, düşük ücretli ve güvencesiz istihdamın artmasına yol açarak borçlanma gereksinimini artırmıştır. Öte yandan borcu faiziyle birlikte geri ödeme baskısı, bu tarz güvencesiz ve ağır koşullu işleri daha kolay kabul edilir hale getirmiştir." (Karaçimen, 2015). Türkiye özelinde kırılma noktalarından birisi 2001 Krizidir. Öncesinde aile içi dayanışma kapsamında döviz ve altınla yapılan borç alışverişi, Kriz sırasında kurların ve altın fiyatlarının ani yükselişleri sonucunda borçların geri ödenememesiyle sonuçlanmıştır. Bu olay, sosyal ilişkileri zorlamış ve insanlar, her geçen gün kolaylaşan bankalardan borçlanma seçeneğine yönelmişlerdir. Hanelerin aşırı borçlanması, zaten sıkıntılı olan iç tasarrufları daha da düşürmüştür.

Buradan yola çıkarak aşağıdaki tablolarda Türkiye'nin borçları önce iç ve dış borçlanma sonra kamu ve özel olarak ele alınmıştır. Hazine'nin ve şirketlerin iç borç verileri içerisinde, yurtiçindeki bankalardan alınan dövizli borçlar da vardır.

Borç toplamına nominal TL büyüklük olarak bakınca, 2002 yılsonunda 386 milyar TL olan toplamın, 2023 Eylül sonunda 26,2 Trilyon TL olduğu görülür. Bu arada iç borçların toplamı 215 milyar TL'den 14,2 trilyon TL'ye çıkmıştır. Dış Borçlar, 2002 yılsonunda 71 milyar TL iken 12 trilyon TL kadar olmuştur. İç borçlanmada şirketlerin, Türkiye'de yerleşik bankalardan aldıkları dövizli kredilerin TL karşılıklarının dikkate alındığında kur etkisinin olduğunu biliyoruz. Bu etki 2009 yılında yapılan bir mevzuat değişikliği ile döviz geliri olmayan reel sektör şirketlerine içerideki bankalardan dövizle borçlanmalarının önünün açılmasıyla çoğalmıştır. (32 Sayılı BKK, 2009)

Tablo: Türkiye'nin borç yükü (Milyar TL)³

Milyar TL	2002	2009	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023Ç3
Hazine	150	330	535	586	755	1.060	1.321	1.905	2.857
KİT (Haziran 2022)	16	60	43	68	90	101	212	537	577
Belediye Banka Kredileri (*)	1	19	49	64	67	65	62	65	70
Reel sektör kredileri	41	263	1.584	1.858	2.033	2.695	3.812	5.818	7.759
Hanehalkı Borçları	7	130	514	536	622	880	1.086	1.759	2.945
İÇ BORÇLAR	215	802	2.724	3.112	3.567	4.802	6.493	10.084	14.208
Hazine	93	112	341	481	574	754	1.427	2.128	3.210
KİT (Haziran 2022)	12	9	8	11	15	24	52	82	111
TCMB Kısa Vadeli Dış Borçlar	3	3	7	31	50	159	348	618	1.254
Belediyelerin dış borçları (*)	1	8	11	18	22	31	52	68	75
Reel sektör	54	168	560	743	820	956	1.862	2.820	4.080
Bankalar	22	106	680	822	773	955	1.522	2.126	3.221
DİŞ BORÇLAR	184	405	1.607	2.106	2.254	2.878	5.262	7.842	11.951
TOPLAM	399	1.207	4.331	5.217	5.822	7.680	11.755	17.926	26.158

(*) 2023 Tahmindir

Aynı rakamları bir de borç/milli gelir oranı, reel borç olarak incelemek gerekir. Aşağıdaki tablo borçların milli gelire oranı göstermektedir. Bu tablo bize borçların gelişimini değerlendirmek açısından çok faydalı bilgiler sunmaktadır. Reel borçlar açısından kabul edilebilir olan, bir kısmının dövizli krediler olduğu gerçeğini unutmamak şartıyla, iç borçların dış borçlardan daha büyük olmasıdır.

Tablo: Borçların milli gelire oranı

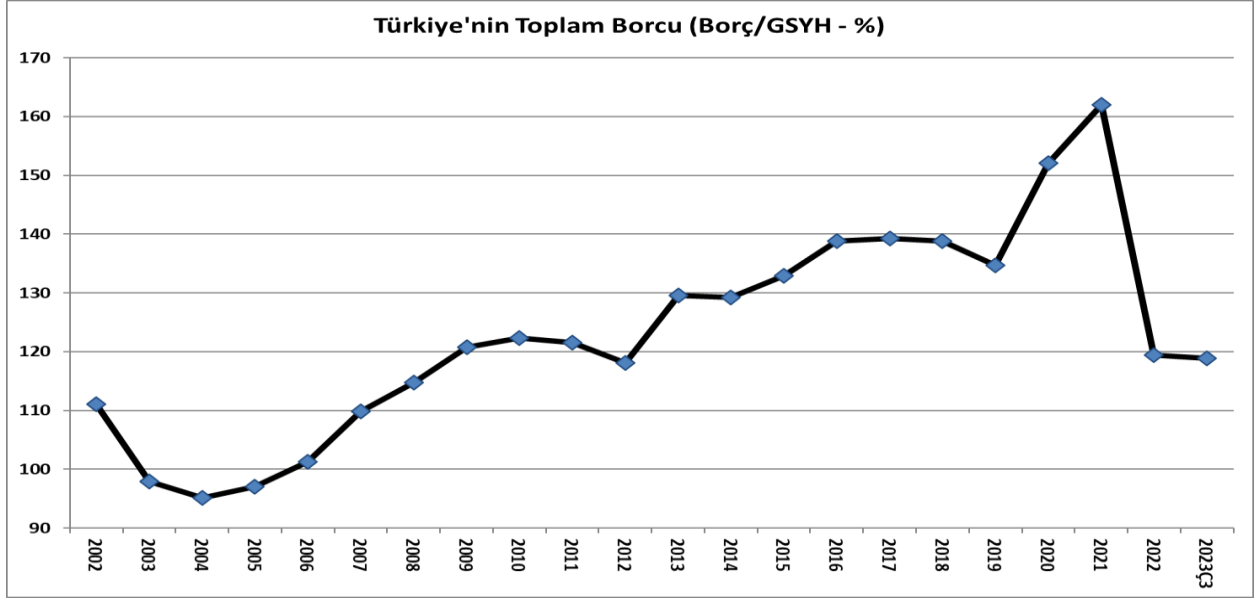
% GYSH	2002	2009	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023Ç3
Hazine	41,7	33,0	17,2	15,6	17,5	21,0	18,2	12,7	13,0
KİT	4,4	6,0	1,4	1,8	2,1	2,0	2,9	3,6	2,6
Belediye Banka Kredileri	0,4	1,9	1,6	1,7	1,6	1,3	0,9	0,4	0,3
Reel sektör kredileri	11,5	26,3	50,9	49,4	47,1	53,4	52,5	38,8	35,3
Hanehalkı Borçları	1,8	13,0	16,5	14,2	14,4	17,4	15,0	11,7	13,4
İÇ BORÇLAR	59,8	80,2	87,6	82,8	82,6	95,1	89,5	67,2	64,6
Hazine	25,8	11,2	11,0	12,8	13,3	14,9	19,7	14,2	14,6
KİT	3,3	0,9	0,2	0,3	0,3	0,5	0,7	0,5	0,5
TCMB Kısa Vadeli Dış Borçlar	0,8	0,3	0,2	0,8	1,2	3,1	4,8	4,1	5,7
Belediyelerin dış borçları	0,3	0,8	0,4	0,5	0,5	0,6	0,7	0,5	0,3
Reel sektör	15,0	16,8	18,0	19,8	19,0	18,9	25,7	18,8	18,5
Bankalar	6,2	10,6	21,9	21,9	17,9	18,9	21,0	14,2	14,6
DİŞ BORÇLAR	51,3	40,5	51,7	56,0	52,2	57,0	72,5	52,2	54,3
TOPLAM	111,1	120,7	139,2	138,8	134,8	152,1	162,0	119,4	118,9

Reel borç oranında, 2002-2023 Eylül arasındaki değişimini daha iyi değerlendirebilmek adına Aşağıdaki grafik hazırlanmıştır. Toplam borçlar 2001 Krizinden çıkış yılı olan 2002'de %107,4 iken 2004'te mali uyumun etkisiyle %94'e düşmüştür. Diğer bir deyimle Türkiye o yıllarda 100 birim büyürken 94 birim borç almıştır. Bu bize 2001 Krizinden sonrasındaki uygulamaların, diğer sosyo-politik etkilerini bir yana bırakırsak, toplam borçların azaltılması anlamında başarılı olduğunu göstermektedir. Ancak daha sonra 2009 Küresel Krizinin de etkisiyle reel borç oranı %118'i aşmıştır. 2013 sonrasındaki hızlı artışın ana nedenlerinden birisi, döviz üzerinden yapılan enerji özelleştirmeleri ve o yıl toptan inşaatına başlanan 24 milyar \$'lık Kamu Özel İşbirliği (KÖİ) projeleridir. Oran 2017 yılsonunda %138'i geçerek zirve yapmıştır. Ardından 2018 ve 2019'da oran düşmeye başlamıştır. Görülen o ki, borçlar azalırken, geri

³ Hanehalkının borçluluğunu ölçmek için en sağlıklı gösterge "borç/hanehalkı harcanabilir geliri" oranıdır. Ancak hanehalkı harcanabilir geliri düzenli yayınlanmadığı için bu oran üzerinden hesaplama ve yorum yapmak zorlamaktadır.

ödemelerin tüketimi azaltma etkisiyle, borca dayalı büyüme modeli nedeniyle ekonominin büyüme oranı da düşmeye başlamıştır. 2022 ve sonrasında ekonomide enflasyon etkisiyle ekonomik büyüme hızlanınca, borçların milli gelire oranı da düşmüştür.

Grafik: Türkiye'nin Borç yükü / Milli Gelir (%)



Aynı verileri biraz değiştirerek kamu ve özel ayrımıyla değerlendirmek, borcun kimler tarafından ödeneceğini anlamamıza yarar. Aşağıdaki tablo bu amaçla hazırlanmıştır. Görüleceği üzere, kamu borçları 2002 yılındaki 275 milyar TL'den 2023 Eylülünde 8,2 trilyon TL'ye çıkmıştır. Buradaki artışı özel sektörle karşılaştırıldığında daha ılımlıdır. Özel sektörün borçları, 124 milyar TL iken 18 trilyon TL'ye çıkmış. Bu aşırı artışta özellikle hanehalkının ve şirketlerin borçlarındaki değişim etken olmuştur.

Tablo: Borç yükünün kamu özel ayrımı

Milyar TL	2002	2009	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023Ç3
Hazine	243	442	876	1.067	1.329	1.814	2.748	4.033	6.067
KİT'ler (Haziran 2023)	28	69	50	79	105	125	264	619	688
TCMB Kısa Vadeli Dış Borçlar	3	3	7	31	50	159	348	618	1.254
Belediyeler (2023 tahmindir)	2	27	60	82	89	97	114	133	145
Kamu TOPLAM	275	540	993	1.259	1.573	2.194	3.473	5.403	8.153
Hanehalkı	7	130	514	536	622	880	1.086	1.759	2.945
Reel Sektör	95	431	2.144	2.601	2.853	3.651	5.674	8.638	11.839
Bankalar Dış Borç	22	106	680	822	773	955	1.522	2.126	3.221
Özel TOPLAM	124	667	3.338	3.959	4.249	5.486	8.282	12.523	18.005
TOPLAM	399	1.207	4.331	5.217	5.822	7.680	11.755	17.926	26.158

Bu verileri de reel borç olarak değerlendirmek için, Aşağıdaki tablo hazırlanmıştır. Görüleceği üzere toplam reel sektör rakamları aynıdır. Buna karşılık kamunun reel borçları 2002 yılında %76'ya yaklaşırken, 2023 Eylülde %37'ye düşmüştür. Oysa özel sektörün reel borç büyüklüklerindeki değişim tam tersidir. 2002 yılında %32 kadar olan özel sektörün reel

borçları, 2023'te %82'ye yaklaşmıştır. Kredibilitesi şirketlerden daha düşük olan hanehalkının borçlarındaki artış, reel sektördeki (şirketler) artışa oranla daha sınırlıdır.

Tablo: Borç Yükünün Milli Gelire Oranının Kamu-Özel Ayrımı (%)

% GYSH	2002	2009	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023Ç3
Hazine	67,5	44,2	28,2	28,4	30,8	35,9	37,9	26,9	27,6
KİT'ler	7,7	6,9	1,6	2,1	2,4	2,5	3,6	4,1	3,1
TCMB Kısa Vadeli Dış Borçlar	0,8	0,3	0,2	0,8	1,2	3,1	4,8	4,1	5,7
Belediyeler	0,6	2,7	1,9	2,2	2,1	1,9	1,6	0,9	0,7
Kamu TOPLAM	76,6	54,0	31,9	33,5	36,4	43,5	47,9	36,0	37,1
Hanehalkı	1,8	13,0	16,5	14,2	14,4	17,4	15,0	11,7	13,4
Reel Sektör	26,5	43,1	68,9	69,2	66,0	72,3	78,2	57,5	53,8
Bankalar Dış Borç	6,2	10,6	21,9	21,9	17,9	18,9	21,0	14,2	14,6
Özel TOPLAM	34,5	66,7	107,3	105,3	98,3	108,7	114,1	83,4	81,8
TOPLAM	111,1	120,7	139,2	138,8	134,8	152,1	162,0	119,4	118,9

Veriler bize, 2001 Krizinin sonrasında kamunun reel borçlarında azalma görülürken, özel sektörün aşırı borçlandığını göstermektedir. Dahası hem haneler hem de şirketler aldıkları borcu gelir getirici alanlarda kullanmadıkları, tüketime harcadıkları için Türkiye'nin büyümesi üretim yerine tüketime ve ithalata bağımlı hale gelmiştir. Böylesi bir yapısal değişimin ekonominin tüm makro dengeleri gibi borçlanmanın geleceği açısından da önemi ortadadır.