

Kamu Borçlarının Belirleyicileri *Türkiye ve Avrupa Birliği Ülkeleri Analizi*

Prof. Dr. Fazlı YILDIZ

▼ 11.7812

68.0231

▼ 85.8561

▼ 19.2578

▼ 58.9871

 ÖZGÜR
YAYINLARI

Kamu Borçlarının
Belirleyicileri
*Türkiye ve Avrupa Birliği
Ülkeleri Analizi*

Prof. Dr. Fazlı YILDIZ



Published by

Özgür Yayın-Dağıtım Co. Ltd.

Certificate Number: 45503

📍 15 Temmuz Mah. 148136. Sk. No: 9 Şehitkamil/Gaziantep

☎ +90.850 260 09 97

📞 +90.532 289 82 15

🌐 www.ozguryayinlari.com

✉ info@ozguryayinlari.com

Kamu Borçlarının Belirleyicileri

Türkiye ve Avrupa Birliği Ülkeleri Analizi

Prof. Dr. Fazlı YILDIZ

Language: Turkish

Publication Date: 2024

Cover design by Mehmet Çakır

Cover design and image licensed under CC BY-NC 4.0

Print and digital versions typeset by Çizgi Medya Co. Ltd.

ISBN (PDF): 978-975-447-876-1

DOI: <https://doi.org/10.58830/ozgur.pub433>



This work is licensed under the Creative Commons Attribution-NonCommercial 4.0 International (CC BY-NC 4.0). To view a copy of this license, visit <https://creativecommons.org/licenses/by-nc/4.0/>

This license allows for copying any part of the work for personal use, not commercial use, providing author attribution is clearly stated.

Suggested citation:

Yıldız, F. (2024). *Kamu Borçlarının Belirleyicileri Türkiye ve Avrupa Birliği Ülkeleri Analizi*.

Özgür Publications. DOI: <https://doi.org/10.58830/ozgur.pub433>. License: CC-BY-NC 4.0

The full text of this book has been peer-reviewed to ensure high academic standards. For full review policies, see <https://www.ozguryayinlari.com/>



Önsöz

Kamu hizmetlerinin yürütülmesi amacıyla yapılan kamu harcamalarının öncelikli finansman kaynağı ve devletlerin olağan gelir kaynağı vergilerdir. Vergi gelirlerinin kamu harcamalarının finansmanında yetersiz kalması, devletlerin kamu borçlanmasına (iç ve dış borçlanma) başvurmasına ve para basımı yoluyla kamu hizmetlerinin finansmanını karşılamayı tercih etmelerine neden olmuştur. Kamu borçlanması iktisadi düşünce akımlarının gelişim evrelerinde farklı yönleriyle değerlendirilmiştir. Klasik yaklaşım, kamu harcamalarının finansmanının vergilerle karşılanması gerektiğini savunup borçlanma ile sağlanan gelirleri “olağanüstü gelir” olarak tanımlamışken; özellikle 1929 Büyük İktisadi Buhran sonrası dönemde devletin ekonomiye müdahalesinin artması ve devletin gelir ile giderleri arasında yaşanan dengesizlikler kamu borçlanmasının olağan bir kamu geliri şekline dönüşmesine neden olmuştur. Kamu borçlarının ülkelerde ulaştığı boyut, ülkelerin mali ve ekonomik yapıları üzerinde olumsuz etkide bulunarak, özellikle az gelişmiş ve gelişmekte olan ülkelerde ekonomilerin borç çıkmazı sorunu ile karşılaşmalarına sebep olmaktadır. Yirminci yüzyılın başlangıcından itibaren kamu harcamalarında meydana gelen hızlı artışlar bütçe açıklarının ve dolayısıyla devletlerin borçluluk düzeylerinin artmasına neden olmuştur. Ülkelerin karşılaştığı kalkınma sorunları, ekonomik krizler ve küresel bazı olumsuz gelişmeler (petrol krizi vb.) de devletlerin iç ve dış borçluluk düzeylerini arttırmıştır. Devlet borçlanması, ekonomi üzerinde ortaya çıkaracağı muhtemel olumsuzluklar açısından iyi yönetilmesi gereken alanlardan birisidir.

Kamu borcundaki sürekli artışın taşma noktasına ulaşabileceği bir dönemde borçların ekonomi üzerinde olumsuz bir etki ortaya çıkarması muhtemeldir. Bu çalışmanın bulguları kamu borcunu belirleyen ekonomik, mali ve sosyal faktörlerin (ekonomik büyüme, enflasyon oranı, sabit sermaye yatırımları, cari işlemler dengesi, bütçe açığı, işsizlik oranı, faiz oranı ve yolsuzluk) ekonomi için borç seviyelerini nasıl artırabileceği veya azaltabileceği konusundaki ulusal

hükümetlerin, politika yapıcılarının ve ekonomik kalkınma planlamacılarının görüşlerini yeniden değerlendirmelerine yardımcı olacaktır. Ayrıca, araştırma sonuçları borçluluk seviyesini hangi faktörlerin belirlediğini tespit ederek mevcut literatüre katkı sağlayacak ve her bir belirleyici faktörün kamu borcu üzerindeki muhtemel etkilerinin belirlenmesine yönelik derinlemesine bir analiz sunacaktır. Kamu borçlarının teorik çerçevesinin ve kamu borçlarının belirleyicilerinin ampirik olarak incelendiği bu çalışma kamu borçlanmasına ilişkin teorik yapıyı geniş bir çerçeveden sunması ve ampirik analiz ile birlikte incelenmesi yönüyle bu alandaki diğer çalışmalardan farklılaşmaktadır.

Bu çalışmada, kamu borçlanmasına ilişkin teorik bilgiler ile Türkiye ve Avrupa Birliği ülkeleri özelinde kamu borçlarının ekonomik, mali ve sosyal belirleyicilerini ampirik olarak incelemek hedeflenmiştir. Bu çalışma dört bölümden oluşmaktadır ve incelenen konu başlıkları şunlardır: *Kamu Borçlanma Teorisi, Kamu Borçlarının Yönetimi (Borç İdaresi) ve Kamu Borçlarının Ekonomi Üzerindeki Etkileri, Türkiye’de Tarihsel Süreçte Kamu Borçlarının Gelişimi, Kamu Borçlarının Belirleyicilerine İlişkin Literatür İncelemesi ve 2010-2021 Döneminde Türkiye ile Avrupa Birliği Ülkeleri Özelinde Kamu Borçlarının Belirleyicilerine Yönelik Ampirik Analiz.*

Çalışmanın kamu borçlanmasına ilişkin çalışmalar yapan lisans ve lisansüstü öğrencilerine, akademisyenlere ve ilgi duyan araştırmacılara yararlı olması dileğiyle.....

Prof. Dr. Fazlı YILDIZ

Balıkesir – 2024

Balıkesir Üniversitesi İktisadi ve İdari Bilimler Fakültesi Maliye Bölümü

E-mail: fazli.yildiz@balikesir.edu.tr

Orcid no: 0000-0003-1387-7883

Kısaltmalar

AB	Avrupa Birliği
BDDK	Bankacılık Düzenleme ve Denetleme Kurumu
D�M	Dövize �evrilebilir Mevduat
DİBS	Devlet İç Borçlanma Senedi
GSYİH	Gayrisafi Yurtiçi Hasıla
HM	Hazine Müsteşarlığı
IMF	Uluslararası Para Fonu
KİT	Kamu İktisadi TeŐebbüsü
KKBG	Kamu Kesimi Borçlanma Gereksinimi
KMYKK	Kamu Mali Yönetimi ve Kontrol Kanunu
KÖİ	Kamu �zel Sektör İŞbirliği
HMB	Hazine ve Maliye Bakanlığı
OECD	Ekonomik İŞbirliği ve Kalkınma Teşkilatı
RG	Resm� Gazete
ROT	Rekabetçi Olmayan Teklif
SPK	Sermaye Piyasası Kurulu
TBMM	Türkiye Büyük Millet Meclisi
TCMB	Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası
TMSF	Tasarruf Mevduatı Sigorta Fonu
TÜFE	Tüketicici Fiyat Endeksi
TÜİK	Türkiye İstatistik Kurumu
YİD	Yap İŐlet Devret Modeli

İçindekiler

Önsöziii

Kısaltmalar

v

1	Kamu Borçlanması Teorisi	1
	1.Devlet Borcu ve Farklı Yaklaşımlar	1
	2.Kamu Gelirleri İçinde Devlet Borçlanmasının Yeri	5
	3.Devlet Borçlanmasının Nedenleri	7
	3.1.Kamu Kesimi Finansman Açıkları	7
	3.2.Olağanüstü Giderlerin Karşlanması	10
	3.3.Büyük Ölçekli Kamu Yatırımlarının Finansmanı	10
	3.4.Kamu Gelirlerini Zaman Bakımından Denkleştirme	10
	3.5.Borç Ödeme Amacıyla Borçlanma (Borcun Refinansmanı)	11
	3.6.Maliye Politikası Aracı Olarak Borçlanma	11
4.	Devlet Borçlarının Sınıflandırılması	12
	4.1.Süreleri (Vade) Bakımından Devlet Borçları	12
	4.2.Zorunluluk Bakımından Devlet Borçları	14
	4.3.Sağlandıkları Kaynaklar Bakımından Devlet Borçları	15
2	Kamu Borçlarının Yönetimi ve Ekonomi Üzerindeki Etkileri	29
	1.Borç Yönetimi: Tanım ve Özellikleri	29
	1.1.Normal (Olağan) Borç Yönetimi	30
	1.2. İstisnai (Olağanüstü) Borç Yönetimi	32
	2. Kamu Borç Yönetiminde Risk Yönetimi	37
	2.1. Bütçe ve Mali Riskler	39
	2.2. Piyasa Riski	39
	2.3. Kredi Riski	40

2.4. Operasyonel Risk	42
2.5. Borç Çevirme Riski	43
2.6. Sistemik Risk	43
3. Kamu İç Borç Yönetiminde Piyasa Yapıcılığı	44
3.1. Piyasa Yapıcılığı Kriterleri	46
3.2. Piyasa Yapıcılarına Sağlanan Haklar	47
3.3. Piyasa Yapıcılarının Yükümlülükleri	48
4. Devlet Borçlarının Ekonomik Etkileri	48
4.1. Devlet Borçlarının Fiyatlar Genel Seviyesi (Enflasyon & Deflasyon) Üzerindeki Etkileri	49
4.2. Devlet Borçlarının Ekonomik Büyüme & Kalkınma Üzerindeki Etkileri	52
4.3. Devlet Borçlarının Gelir Dağılımı Üzerindeki Etkileri	54
4.4. Devlet Borçlarının Ödemeler Dengesi Üzerindeki Etkileri	55
4.5. Devlet Borçlarının Finansal Piyasalar Üzerindeki Etkileri	58
5. Borç Yönetiminin Ekonomik ve Parasal Politikalarla Etkileşimi	59
3 Türkiye’de Kamu Borçlanmasının Tarihsel Gelişimi	63
1. Osmanlı İmparatorluğu Döneminde Borçlanma	63
1.1. Osmanlı İmparatorluğu Döneminde İç Borçlanma	63
1.2. Osmanlı İmparatorluğu Döneminde Dış Borçlanma	64
1.3. Osmanlı Devleti’nin Dış Borçlarının Genel Özellikleri	66
2. 1923-1990 Döneminde Devlet Borçları	66
2.1. 1923-1990 Döneminde İç Borçlar	67
2.2. 1923-1990 Döneminde Dış Borçlar	70
3. Türkiye’de 1990-2001 Döneminde Kamu Borçlarının Yapısı ve Gelişimi	75
4. Türkiye’de 2002 Sonrası Dönemde Kamu Borçlarının Yapısı ve Gelişimi	80
5. Türkiye ve Avrupa Birliği (AB) Ülkelerinde Kamu Borçları ve Bazı Ekonomik Göstergelerin Seyri (2010-2021)	90
4 Kamu Borçlarının Belirleyicileri: Literatür İncelemesi ve Ampirik Analiz (Türkiye & AB Ülkeleri)	97
1. Literatür İncelemesi	97
1.1. Ekonomik Büyüme ve Kamu Borcu İlişkisi	98
1.2. Enflasyon ve Kamu Borcu İlişkisi	100

1.3. Bütçe Açığı ve Kamu Borcu İlişkisi	101
1.4. Cari İşlemler Dengesi ve Kamu Borcu İlişkisi	103
1.5. Yolsuzluk ve Kamu Borcu İlişkisi	104
1.6. İşsizlik Oranı ve Kamu Borcu İlişkisi	106
1.7. Faiz Oranı ve Kamu Borcu İlişkisi	107
1.8. Sabit Sermaye Yatırımları ve Kamu Borcu İlişkisi	109
2.Ampirik Analiz	110
2.1. Araştırmanın Problemi ve Hipotezleri	110
2.2. Veri, Model, Yöntem ve Ampirik Bulgular	111
Sonuç	126
Kaynaklar	129

Kamu Borçlanması Teorisi

1.Devlet Borcu ve Farklı Yaklaşımlar

Borçlanma, belirli bir süre sonunda geri ödenmek koşuluyla para veya benzeri değerli şeylerin farklı kesimler arasında ödünç alınmasıdır. Borçlanma ilişkisinde vade (süre), faiz, ödeme planı gibi unsurlar ön plana çıkmaktadır. Kamu borçlanması ise, devlet kurumları (merkezi idare, yerel yönetimler, sosyal güvenlik kurumları, kamu iktisadi teşebbüsleri ve diğer kamu kurumları) tarafından belirli koşullar altında alınan ve taahhüt altına girilen yükümlülüklerdir. Devlet borçlanmasında devlet, belirli bir takvime göre (itfa planı), önceden belirlenmiş hak sahiplerine (borç verenler) faiz, anapara ödeme yükümlülüğü altındadır. Literatürde kamu borcu yerine “kamu kredisi”, “kamusal kredi”, İngilizce karşılıkları olarak da “public debt”, “government borrowing” ifadeleri kullanılmaktadır (İnce, 2001). Günümüz ekonomilerinde özellikle 1929 Büyük İktisadi Buhranı sonrası dönemde devletin ekonomiye müdahalelerinin artması ve devletin gelir ve giderleri arasında yaşanan dengesizlikler kamu borçlanmasının olağan bir kamu geliri şekline dönüşmesine neden olmuştur. Tarihsel süreçte kamu borçlanmasındaki artışlar 17. ve 18. yüzyılda İngiltere, Fransa ve Almanya gibi ülkelerde, sonrasında birçok ülkede I. Dünya Savaşı, 1929 Büyük İktisadi Buhranı, II. Dünya Savaşı gibi siyasi ve ekonomik koşullar kamu borçlanmasında artışa neden olmuştur. Özellikle II. Dünya Savaşı sonrası dönemde savaştan olumsuz etkilenmiş ülkelerin kalkınma sorunları, az gelişmiş ve gelişmekte olan ülkelerin finansman ihtiyaçları kamu borçlanmasının zorunlu bir finansman aracı haline gelmesine neden olmuştur (Yaşa, 1978).

Literatürde, kamu kesiminin ekonomiye müdahale etmede kullandığı maliye politikası araçlarından biri (vergiler, kamu harcamaları, kamu borçlanması)

olarak da kabul edilen kamu borçlanması iktisadi düşünce akımlarının gelişim evrelerinde farklı yönleriyle değerlendirilmiştir. Klasik İktisat Okulu, devletin ekonomide sınırlı rol alması gerektiğini, devletin ekonomik ve mali araçlar kullanarak ekonomiye müdahale etmesinin piyasadaki işleyişi bozacağını ve piyasalarda “görünmez el” varsayımının geçerli olduğunu savunan bir yaklaşımdır. Klasik yaklaşım, kamu harcamalarının finansmanının vergilerle karşılanması gerektiğini yani denk bütçe yaklaşımını benimsemiştir (Eker, 2007). Klasik İktisat Okulu temsilcisi A. Smith, devletin savaş, doğal afetler vb. olağanüstü koşullar dışında denk bütçe politikasından uzaklaşarak bütçe açığı vermemesi gerektiğini, kamu borçlarındaki artışların toplum açısından tehlikeli sonuçlar oluşturacağını ve kamu borçlarının geri ödenme dönemlerinde vergilerde artış yapılmak zorunda kalınacağını, bu durumda yerli mütteşebbislerin sermayelerini yurt dışına çıkararak paranın değer kaybı sorunu ile de karşılaşacağını savunmuştur (Çalcalı, 2013; Yılmaz, 2021). Kamu borçlanmasına ilişkin Klasik Yaklaşım tarafından önerilmiş bir diğer yaklaşım da altın kuraldır. *Altın Kural*, kamu kesiminin borçlanmayı yatırım harcamalarının finansmanına yönelik gerçekleştirilmesi gerektiğini, diğer kamu harcamalarının finansmanında kamu borçlanmasından ziyade vergi ve diğer kamu gelirlerinin kullanılmasını gerektirir. Kamu borçlanmasında altın kural yaklaşımından beklenen, borçlanılan finansman kaynaklarının verimli kamu yatırımlarının finansmanına yönelik kullanılması ve verimlilik artışı beklentisidir (Günaydın ve Eser, 2009).

Kamu borçlanmasına ilişkin Neoklasik İktisadi Düşünce'nin bakış açısı gelecek nesillere yönelik sermaye birikimini azaltıcı etkide bulunacağı şeklindedir. Kamu borçlanması sonucunda oluşan faiz maliyetlerinin vergiler ile finanse edilmesi bireylerin tüketim harcamaları ve tasarruf düzeylerini azaltarak gelecekte sermaye birikimini azaltacaktır. Ayrıca Neoklasikler kamu borçlanmasının piyasa faiz oranlarını yükselterek özel yatırımları azaltacağı ve ekonomide dışlama etkisi (crowding out effect) oluşturacağı fikrini savunmaktadırlar. Dışlama etkisi, kamu kesiminin borçlanmak amacıyla kredi talebini arttırdığında, kredinin fiyatı olan faiz oranını yükselterek özel yatırımların daha maliyetli hale gelmesi ve daha az yatırım yapılması sonucunda oluşur (Rosen ve Gayer, 2022).

1930'lu yılların başından itibaren etkili olamaya başlayan Keynesci İktisat Okulu, Klasik Okul'un aksine durgunlukla mücadelede devletin ekonomiye müdahalesini savunmuş, konjonktürel sapmaların giderilmesinde para politikasının tek başına yeterli olmayacağını, maliye politikası araçlarıyla devletin müdahalesinin gerekliliğini savunmuştur. Keynesci İktisat Okulu, denk bütçe politikalarından uzaklaşarak ekonomik konjonktüre göre bütçe dengesizlikleri oluşturulabileceğini ve bütçe açıklarının finansmanının

vergilerden ziyade kamu borçlanması ile karşılanabileceğini savunmuştur. Özellikle ekonomik durgunluk koşullarında vergi gelirleri ile ikame edilmiş kamu borçlanmasının toplam talebi destekleyerek talep artışı sağlayacağı ve bütçe denklighinden vazgeçme pahasına ekonomik dengenin sağlanmasına katkıda bulunacağı fikri benimsenmiştir (Şimşek, 2009).

Monetarist İktisadi Düşünce kamu açıklarının finansmanında kamu borçlanmasının (iç borçlanma) kullanılması durumunda özel kesim kredi kaynaklarının kamu kesimince talep edilmesi sonucunda azalacağı, bu durumun kredi maliyetlerini yükselterek özel kesim yatımları üzerinde azaltıcı etki oluşturacağı (dışlama etkisi) görüşünü savunmaktadır. Dışlama etkisi sonucunda kamu harcamalarındaki artış düzeyi kadar özel kesim harcamalarında bir azalış oluşacağı ve ekonomideki toplam harcama düzeyi ile milli gelir düzeyinde herhangi bir değişim olmayacağı beklenir (Altunöz, 2013).

Ricardian (Ricardocu) Denklik Teoremi; İngiliz İktisatçı David Ricardo'nun "*Politik İktisat ve Vergilendirme İlkeleri*" adlı kitabında öne sürdüğü "*kamu harcamalarının vergilendirme veya borçlanmayla yapılmasının bir ülkeyi ne zenginleştireceği ne de fakirleştireceği*" görüşünden hareketle, kamu harcamalarının ne şekilde (borçlanarak mı, yoksa vergilerle mi) finanse edildiğinin bir önemi olmadığını, bunun etkisinin her durumda aynı (yükselen maliyetler ve enflasyon) olduğunu ileri süren görüştür (Şeker, 2006). Diğer bir ifadeyle kamu harcamalarının vergiler yerine kamu borçlanmasıyla finansmanının bireylerin tüketim kararları ve ekonomideki sermaye birikimi üzerindeki etkilerinin birbirine denk olacağı önermesi *Ricardocu Denklik Teoremi* olarak adlandırılmıştır. Rosen ve Gayer (2022)' ye göre; borç ve vergiler arasındaki seçim, kamu maliyesi alanındaki en temel sorunlardan biridir. ABD'de Demokrat Parti'nin 2008 başkanlık kampanyası sırasında o zaman Senatör olan Hillary Clinton'a Irak ve Afganistan'daki savaşları finanse etmeye yardımcı olacak bir vergiyi destekleyip desteklemeyeceği sorulduğunda "HAYIR" cevabını vermişti. Bu, gelecek nesillerin mevcut savaşları finanse etmek için sorumlu bırakılmasının uygun olup olmadığı konusundaki tartışmayı ateşlemiştir. Borç yükü konusundaki tartışmaya ilişkin literatürde farklı yaklaşımlar bulunmaktadır. Bu yaklaşımlardan *Alman Faydalar İlkesi*; bir hükümet programından yararlananların program için ödeme yapması gerektiğini belirterek, programın gelecek nesillere fayda sağladığı ölçüde, borç finansmanı yoluyla yükün gelecek nesillere kaydırılması gerektiğini savunur. *Etkinlik İlkesi*; borç ya da vergi finansmanının daha yüksek aşırı bir yük getirip getirmediği sorusunu yanıtlamaktadır. Kamu harcamalarındaki her artışın nihayetinde vergilerdeki bir artışla finanse edilmesi gerekir. Vergi ve borç finansmanı arasındaki seçim sadece vergi zamanlaması arasındaki

bir seçimdir. Vergi ile finansmanda harcamaların yapıldığı anda büyük bir ödeme yapılır. Borçla finansmanda borçtan kaynaklanan faizi finanse etmek için zaman içinde birçok küçük ödeme (borç servisi) yapılmaktadır. Vergi tahsilatlarının bugünkü değerleri her iki durumda aynı olduğunda etkinlik koşulu sağlanmış olacaktır (Rosen ve Gayer, 2022).

Anayasal İktisat Yaklaşımı, bir ekonomide parasal ve mali disiplini sağlamak, siyasal aktörlerin ekonomi üzerindeki etkilerini azaltmak ve anayasal/ yasal kurallar ile devletin ekonomik ve mali faaliyetlerini sınırlandırarak müdahaleci ekonomi anlayışına karşı geliştirilen bir yaklaşımdır (Aktan, 1997). 1970'li yıllarda yaşanan stagflasyon koşulları kamu bütçesinin gelir ve gider kalemlerinde hukuki bir düzenleme ve daha önceden belirlenen ölçütler olmaksızın siyasi iradenin takdir yetkisini kullanarak uyguladığı ihtiyari maliye politikalarına olan güveni sarsmıştır. Bütçe açıklarının yüksek düzeylerde seyretmesi, kamu borç stoklarındaki artışlar, kamu harcamalarında sürekli artış baskısı gibi faktörler sürdürülebilir mali sistem açısından tehditler oluşturarak ihtiyari maliye politikası yaklaşımlarına bakış açısını olumsuz etkilemiş ve siyasi otoritelerin maliye politikası uygulamalarına ilişkin kullandıkları araçlara yasal/anayasal sınırlandırmalar getirilmesi fikri benimsenmeye başlamıştır (Yıldız ve Köstekçi, 2017). Anayasal İktisat Yaklaşımı siyasi iktidarın para arzı, faiz oranı, asgari ücret, vergileme, kamu harcaması, transfer ödemeleri, kamu borçlanma düzeyi vb. konularda diledikleri gibi keyfi davranış göstermemelerini hedefleyerek siyasi iktidarların ekonomik ve mali alandaki yetkilerinin sınırlarının hukuki düzenlemelerle (anayasa, yasa vb.) sınırlandırılması gerektiğini savunur (Savaş, 1993).

Devlet borçlarındaki sürekli artış, çoğu ülkede borçlanma düzeylerinin sınırlandırılması konusunu gündeme getirmiştir. Bu sınırlandırma yasal kurallar koyarak yapılabileceği gibi devlet borçlanmasının sınırını belirleyen bazı ekonomik göstergeler baz alınarak geliştirilecek formülasyonlar ile de hesaplanabilmektedir (Tosunoğlu, 2012). Yasal kurallar, mali kurallar aracılığıyla uygulanmaktadır. Mali kural; bütçe açığı, kamu borçlanması, borç miktarı veya bunların ana bileşenlerine GSYH oranında belirtilen sayısal bir tavan uygulanması veya bir hedef şeklinde belirlenmesi olarak tanımlanmaktadır (Kopits ve Symansky, 1998). Mali kural; maliye politikasına öngörülebilirlik kazandırmak, bütçe açıkları ile borç stokunu düşük seviyede tutmak suretiyle mali disiplini sağlamak ve siyasi iradenin takdir yetkisi altında bulunan gelir, harcama, borçlanma ve bütçe gibi değişkenlere getirilen sınırlamalardır. Kamu borçlanmasına ilişkin mali kurallar; Yurtiçi kaynaklardan yapılan devlet iç borçlanmasına sınırlama, hükümetin merkez bankasından borçlanmasına yasaklama, borçlanmanın miktarının hükümetin

geçmiş yıl gelir ve harcamaları dikkate alınarak belirli bir oranda yapılması, borç stokunun GSYH'nın belirli bir oranı (Örneğin: Maastricht Kriterleri) ile sınırlandırılmasıdır (Yıldız ve Köstekçi, 2017).

Devlet borçlanmasının ekonomik göstergeler esas alınarak istikrarlı ve dengeli bir seyir izlemesini tanımlayan kavram mali sürdürülebilirliktir. Özellikle gelişmekte olan ülkelerde mali sürdürülebilirlik analizleri, kamu borçlarının sürdürülebilirliğini esas alır. Sürdürülebilir bir kamu borçlanma seviyesini belirleyen ekonomik değişkenler; faiz dışı bütçe fazlası, reel faiz oranı ve gayrisafi yurt içi hasıla (GSYİH) büyüme oranıdır (Şimşek, 2009). Bir ülkede kamu borçlarının sürdürülebilirliği; reel faiz oranı (r), ekonomik büyüme oranı (g), faiz dışı bütçe fazlası (f), kamu borç stokundaki değişim (ΔB) değişkenleri ile şöyle formüle edilmektedir (Tosunoğlu, 2012);

$$[\Delta B = (r-g) - f]$$

Bu eşitliğe göre faiz dışı bütçenin dengede olduğu varsayılırsa, kamu borç stokunun değişmemesi için reel faiz oranının ekonomik büyüme oranına eşit olması gerekir. Reel faiz oranı ekonomik büyüme oranının üzerinde ve faiz dışı bütçe fazlası da verilemiyorsa kamu borç stoku giderek büyüyecek ve kamu borçları sürdürülemez hale gelecektir. Örneğin; kamu borç stoku 100 milyar TL, reel faiz oranı %10, ekonomik büyüme oranı %5 ise kamu borç stokunun değişmemesi için, yani belirli bir dönem sonunda $\Delta B=0$ olması için faiz dışı fazlanın %5 olması gerekir. $[\Delta B = (r-g) - f]$; $\Delta B = (100 - 100) = 0$; $(\%10 - \%5) - f$; $f = \%5$ bulunur. Ekonomik değişkenler esas alınarak geliştirilen bu formülasyon sonucunda değişkenler arasındaki ilişki şu şekilde özetlenebilir;

-Reel faiz oranları artarsa kamu borç stoku artar.

-Büyüme oranı artarsa kamu borç stoku azalır.

-Faiz dışı bütçe dengesi durumunda, reel faiz oranları büyüme oranından fazla ise borç stoku artar.

-Faiz dışı bütçe dengesi durumunda, reel faiz oranları büyüme oranından küçük ise borç stoku azalır.

2.Kamu Gelirleri İçinde Devlet Borçlanmasının Yeri

Devletler kamu hizmetlerini yürütmek için ihtiyaç duydukları gelirleri başta vergiler olmak üzere farklı kaynaklardan elde ederler. Kamu gelirlerinin kapsamı, devletin egemenlik hakkına dayanarak elde ettiği gelirler (zora/cebre dayalı) ve egemenlik hakkına dayanmaksızın elde ettiği gelirler olmak üzere iki başlıkta inceleyebiliriz (Mutluer vd., 2010; Akdoğan, 2003; Erdem vd., 2012; Edizdoğan vd., 2019; Pehlivan, 2022):

Devletin Egemenlik Hakkına Dayalı Elde Ettiği Gelirler: Bu gelirlerin elde edilmesinde devletin egemenlik hakkının kullanılması esastır. Vergiler, harçlar, resim, şerefiyeler, parafiskal gelirler, para ve vergi cezaları, zorunlu borçlanmalar, para basma, fonlar ve mali tekeller bu grupta yer alan kamu gelirleridir. *Vergiler;* kamu harcamasını karşılamak üzere devletin egemenlik gücüne dayanarak bireylerden ve özel kuruluşlardan karşılıksız, hukuki zorunluluk altında ve tek taraflı para cinsinden aldığı tutardır. Genel olarak gelir, harcama ve servet üzerinden alınmaktadır. *Harçlar;* bazı kamu kuruluşlarının bireylere sundukları kamu hizmetleri karşılığında, devletin egemenlik gücüne dayanılarak ve hizmetten yararlanan kişilerden yararlanma karşılığı aldıkları bedeldir. *Resim;* bir iş veya faaliyetin yapılmasına kamu kurumlarınca izin verilmesi nedeniyle kamu kurumlarının talep ettikleri bedellerdir. *Şerefiyeler;* Belediyeler ve bazı kamu kuruluşlarının bayındırlık hizmetleri yaptıkları bölgelerdeki gayrimenkul sahiplerinden, bu hizmetler sonucunda gayrimenkullerin değerlerinde meydana gelen artış karşılığında talep ettikleri bedellerdir. *Parafiskal Gelirler;* Sosyal güvenlik kuruluşlarının katılımcılarından katılım payı alması (prim), kamu kurumu niteliğindeki meslek kuruluşlarının üyelerinden aidat alması parafiskal gelirlere örnektir. Bu gelirler devlet bütçesinde yer almayıp, o gelirleri tahsil eden kurumların gelirleri arasındadır. Hizmetten yararlananlardan alınması yönüyle harçlara, ödeme zorunluluğu olması yönüyle de vergilere yakın özelliktedir. *Para ve Vergi Cezaları;* Kamu düzenini sağlamaya yönelik belirlenmiş olan kurallara uymayanlar ile yasal bir yükümlülük olan vergileri zamanında veya tam olarak ödemeyenlere yönelik uygulanan bir yaptırım türüdür. *Zorunlu (cebri) Borçlanma;* Devletlerin egemenlik hakkını kullanarak yasal düzenlemeler yoluyla kişi ve kuruluşların gelirlerinin belirli bir kısmıyla kamu borçlanma kağıtlarından alma zorunluluğu getirilmesidir. Vergiden farklı olarak devlet zorunlu borçlanmada borcu geri ödeme ve faiz ödeme yükümlülüğü altındadır. *Para Basma (Emisyon);* Devlet harcamalarının finansmanında Merkez Bankası kaynaklarının kullanımı ile para basılmasıdır. Ancak bu yöntemin ekonomilerde enflasyonist etki meydana getirici olumsuz yönü bulunmaktadır. *Fonlar;* Belirli bir amacı gerçekleştirmek için o alandaki kamu harcamalarını finanse etmeye yönelik tahsil edilen bir kamu geliri türüdür. Günümüzde bütçe içi ve bütçe dışı fonlar olmak üzere iki temel kategoride incelenmektedir. *Mali Tekeller;* Devlet tekelinde olan bazı işletmelerin üretimlerini aşırı fiyat tespit ederek gerçekleştirmeleri ve maliyetin çok üzerinde elde ettikleri gelirlerdir.

Devletin Egemenlik Hakkını Kullanmaksızın Elde Ettiği Gelirler: Bu tür gelirleri devlet egemenlik hakkını kullanmaksızın elde eder. Bu gelirlerin başlıcaları emlak ve teşebbüs gelirleri, zorunlu olmayan (ihtiyari) borçlanma

ve uluslararası yardımlardır. *Emlak ve Teşebbüs Gelirleri*; Devletin mülkiyetinde bulunan taşınmazların kiralanması, satışı vb. alanlardan elde edilen gelirler ile devlete ait olan işletmelerin (KİT vb.) faaliyetleri sonucunda elde edilen gelirlerdir. *Zorunlu Olmayan (İhtiyari) Borçlanma*; bireyler ve mali kurumların kendi iradeleri ve beklentileri doğrultusunda hiçbir zorlama ile karşılaşmaksızın devlete borç vermeleridir. Devlete borç verenler faiz geliri elde etme ve diğer yatırım araçları ile risk dengeleme amaçları çerçevesinde kamu borçlanma araçlarını satın almaktadırlar. *Uluslararası Yardımlar*; Uluslararası yardımlar sosyal, ekonomik ve siyasi nedenler ile uluslararası kuruluşlar ve gelişmiş ülkeler tarafından az gelişmiş ve gelişmekte olan ülkelere yönelik verilmektedir.

3.Devlet Borçlanmasının Nedenleri

Devletin borçlanma nedenleri ve şekilleri zamanla farklılık göstermektedir. Günümüzde devletler, klasik devlet görevlerinin yanında ekonomik ve sosyal alanlarda birçok kamu hizmeti yerine getirmek zorunda kaldıklarından bu görevleri yerine getirmek için vergi gibi olağan kamu gelirleri yetersiz kaldığında iç ve dış borçlanmaya sık sık başvurumaktadırlar. Devletlerin borçlanma sebepleri aşağıda ayrıntılı olarak sunulmuştur (Eğilmez, 2016; Açba, 1991; Yaşa, 1978; İnce, 2001; Tosunoğlu, 2012; Yılmaz, 2021; Eker ve Meriç, 2005): 1-Kamu Kesimi Finansman Açıklarını Gidermek, 2-Olağanüstü Giderlerin Karşılanması, 3-Büyük Ölçekli Kamu Yatırımlarının Finansmanı, 4-Kamu Gelirlerini Zaman Bakımından Denkleştirme, 5-Borç Ödeme Amacıyla Borçlanma (Borcun Refinansmanı), 6-Maliye Politikası Aracı Olarak Borçlanmadır.

3.1.Kamu Kesimi Finansman Açıkları

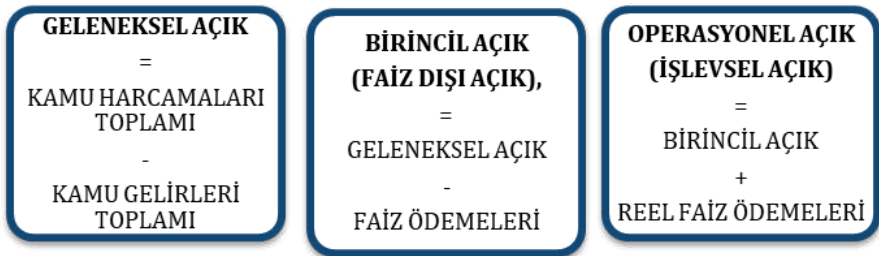
Kamu kesimi finansman açığı kamu kesimi gelir toplamı ile kamu kesimi toplam giderleri arasındaki farktan oluşmaktadır. Kamu kesimi finansman açığı tanımı bütçe açığını da kapsayan daha geniş kapsamlı bir tanımdır. Toplam kamu kesimi finansman açığını;

Toplam Kamu Kesimi Açığı= Merkezi Yönetim Bütçe Açığı + Yerel Yönetimlerin Finansman Açıkları + KİT'lerin Finansman Açıkları + Sosyal Güvenlik Kurumlarının Finansman Açıkları + Döner Sermayeli Kuruluşların Finansman Açıkları + Bütçe Dışı Fonların Finansman Açıkları

Kamu kesiminin ihtiyaç duyacağı borçlanmanın miktarını ölçmek amacıyla Kamu Kesimi Borçlanma Gereksinimi (KKBG) adı verilen bir gösterge kullanılmaktadır ve bu büyüklük $KKBG = \text{Toplam Kamu Kesimi Açığı} / GSYİH$ rasyosu yardımıyla ölçülmektedir. Kamu açıkları; geleneksel

açık, birincil (faiz dışı) açık ve operasyonel (işlevsel) açık olarak üç ayrı türde hesaplanabilmekte ve ekonomik analizlerde kullanılırken GSYİH'nin bir oranı olarak hesaplanmakta ve yayımlanmaktadır (Egeli, 2002; Şimşek, 2009; Yılmaz, 2021):

Geleneksel açık; kamu borçlarındaki değişim dikkate alınmaksızın bütçedeki kamu harcamaları toplamı ile kamu gelirleri toplamı arasındaki fark olarak hesaplanmaktadır. Geleneksel açık sadece merkezi yönetim bütçe açığını göstermekte olup, merkezi yönetim dışındaki kamu birimlerinin açık veya fazlalarını yansıtmamaktadır. *Birincil (Faiz Dışı) açık*; faiz harcamaları dışındaki kamu harcamaları ile kamu gelirleri arasındaki fark olarak hesaplanmaktadır. Geleneksel açıktan faiz ödemeleri için ayrılan tutarın çıkarılması ile elde edilir. Birincil açık yardımıyla bütçe açıklarının sürdürülebilirliği ve kamu gelirleri ile karşılama düzeyi analiz edilmektedir. Kamu harcamalarından toplam faiz ödemelerinin çıkarılması ile elde edilen birincil kamu harcamalarının, olağan kamu gelirleri ile karşılanması ve faiz ödemelerinde kullanılmak üzere birincil bütçe fazlasının oluşması, borçların itfası açısından önem taşımakta ve aynı zamanda ekonomiyi sürdürülebilir bir büyüme patikasına götüren politikaların başarısını da yansıtmaktadır. *İşlevsel (Operasyonel) Açık*: İşlevsel açık (operational deficit), kamu açığından faiz ödemelerinin enflasyon nedeni ile aşınmaya uğrayan kısmının çıkarılması yoluyla bulunmaktadır. Başka bir deyişle, birincil açık ile reel faiz ödemelerinin toplamı işlevsel açık olarak tanımlanabilir. İşlevsel açık, nominal faiz oranlarının enflasyondan daha fazla artması durumunda, devletin borç senetleri sahiplerine doğru net kaynak transferi etkisi yaratacağından enflasyon düzeltmeli açık olarak da isimlendirilmektedir.



Şekil 1. Kamu Açıkları: Türleri ve Tanımları

Kaynak: Yıldız (2017), s. 278.

Tablo 1. Bütçe Açıklarına İlişkin Göstergeler GSYİH (%)

	2003	2006	2010	2013	2015	2017	2019	2020	2021	2022	2023
Merkezi Yönet. Bütçe Açığı	8,6	0,6	3,5	1,0	1,0	1,5	2,9	3,5	2,8	1,0	6,4*
Genel Yönetim Bütçe Açığı	7,8	0,2	3,2	1,3	0,6	2,9	3,2	4,0	2,7	0,28	6,5*
Kamu Kesimi Faiz Dışı Fazlası	4,6	4,3	0,7	0,9	0,6	-1,0	-3,7	-3,2	-1,4	-1,7	-4,9*
Kamu Kesimi Borçlanma Gerekisini	7,1	-1,8	2,2	0,4	0,0	1,8	3,2	3,9	2,5	2,4	6,4*

Kaynak: Hazine ve Maliye Bakanlığı (2024a), Ekonomi Sunumu Şubat 2024, *(2024-2026: Orta Vadeli Program hedeflerini göstermektedir).

Tablo 1’de 2003-2022 yılları arasında merkezi yönetim ve genel yönetim bütçe açığının, kamu kesimi faiz dışı fazlasının ve kamu kesimi borçlanma gereksiniminin GSYİH’ya olan oranları verilmiştir. Tablo 1’de görüleceği üzere 2003 yılında %7,8 olan genel yönetim bütçe açığının GSYİH’ya oranı, 2006 yılında % 0,2’ye kadar düşürülmüştür. Daha sonra küresel ekonomik krizin de etkisiyle bir miktar artış görülse de, 2015 yılında bu konuda tekrar başarı sağlanmış ve bu oran %1’ler seviyesinin altına düşürülmüştür. Ancak 2017 yılı ve sonrasında küresel ve yerel birçok sorunun bir yansıması olarak genel yönetim bütçe açığının GSYİH’ya oranı %3 seviyelerine yükseliş göstermiştir. Merkezi yönetim bütçe açığındaki trendler de genel yönetim bütçe açığındaki gelişmelere paraleldir. AB Maastricht anlaşmasında belirlenen ve AB’ye üye olmanın temel ekonomik kriterlerini oluşturan unsurlardan biri bütçe açığının milli gelire olan oranının %3’ü aşmaması gerektiğidir. Buna göre, 2003 yılında %7,8 olan bu oran, mali disiplinden taviz verilmeyen politikalarla 2006 yılında %0,2’ye kadar düşürülmüş ve Maastricht kriteri tutturulmuştur. Ancak son yıllarda Covid-19 pandemisi, Rusya-Ukrayna savaşı sonrası enerji fiyatlarındaki gelişmeler, küresel ve bölgesel gelişmeler, 6 Şubat 2023 Depremi ile seçim süreci ile birlikte ortaya çıkan kamu harcamalarındaki artış baskısı yani seçim ekonomisi politikaları bütçe açığı göstergelerinde Maastricht kriteri hedeflerinde sapmaya neden olmaktadır. Ayrıca Tablo 1’de bütçe uygulamalarında mali disiplinin önemli göstergelerinden biri olarak kabul edilen kamu kesimi faiz dışı fazlasının GSYİH’ya oranı da verilmiştir. Özellikle 2001 krizi sonrasında IMF ile yürütülen stand-by anlaşması çerçevesinde 2003-2007 dönemi bütçenin faiz dışı fazla performansı yüksek gerçekleşmiştir. 1993-2002 yılları ortalaması

%0,5, 2003-2007 döneminde %3 ve üzeri, 2009 küresel krizin etkisi ile -%1, 2010-2015 döneminde %0,5-%1,5 arasındadır (HM, 2017a: 78). 2017 yılından itibaren faiz dışı bütçe fazlası hedefinden uzaklaşmış ve faiz dışı bütçe açığı sorunu ile karşılaşmıştır.

3.2.Olağanüstü Giderlerin Karşlanması

Kamu hizmetlerinin yürütülmesinde devletlerin öngöremediği, beklenmedik durumlara bağlı kamu harcamaları ortaya çıkabilir. Bu tür harcamalar savaş, doğal afet, ekonomik kriz vb. koşullara bağlı olan harcamalardır. Bu gibi durumlarda ülkede ekonomik koşullarda bozulmalar meydana gelir ve buna bağlı vergi ödeme gücü zayıflar. Özellikle günümüzde ekonomik krizler finansal karakterli olduğundan borçlanma olanaklarını doğrudan etkilemekte, kriz koşullarından ülkeyi uzaklaştırmak için Keynesyen politikalara ağırlık verilerek kamu harcamalarında artışlar yapılmakta ve kamu borçluluk düzeyinin daha da artmasına neden olmaktadır. Ülkemizde 1958, 1970, 1980, 1994, 1999 ve 2001 yıllarında IMF ile yapılan stand-by anlaşmaları ile sağlanan krediler bu nitelikteki borçlanmalara örnek olarak verilebilir (Eker ve Meriç, 2005; İnce, 2001).

3.3.Büyük Ölçekli Kamu Yatırımlarının Finansmanı

Özellikle gelişmekte olan ülkeler açısından yatırımların finansmanı için kaynakların yetersiz olması ve sermaye birikim açığının giderilmesi için borçlanma ihtiyacı vardır. Bu nedenle büyük ölçekli, ekonomide verimlilik etkisi sağlayacak yatırımların kamu kesimi tarafından yapılması öncelikli strateji olarak kabul edilmektedir. Bu tip yatırımlar; boğaz köprüleri, otoyollar, havalimanları gibi ulaştırma altyapısı ile ilgili, barajlar, enerji santralleri gibi enerji altyapısı ile ilgili, GAP projesi gibi tarım ve bölgesel kalkınma ile ilgili alanlarda yapılmaktadır (Eker ve Meriç, 2005). Türkiye açısından son zamanlarda yapımı tamamlanan ve hizmete sokulan “Marmaray”, “Yavuz Sultan Selim Köprüsü”, “Osmanгази Köprüsü”, “Avrasya Tüneli”, “İstanbul Havalimanı Projesi”, “Çanakkale 1915 Köprüsü”, “İstanbul-İzmir Otoyol Projesi”, “Nükleer Santral Projeleri” devlet tarafından veya Kamu Özel Sektör İşbirliklikleri (KÖİ) kapsamında özel sektör katılımıyla yürütülen projelerdir. Bu tür yatırımların hızlı biçimde hayata geçirilmesinde kamu kaynakları yetersiz kalacağından özellikle dış borçlanma ağırlıklı bir finansman tercih edilmektedir.

3.4.Kamu Gelirlerini Zaman Bakımından Denkleştirme

Devlet, gelirleriyle harcamaları arasında zaman bakımından bir dengesizlik ortaya çıkarsa, bu dengesizliği gidermek için borçlanma ihtiyacı duyabilir. Bu

durumda yapılacak borçlanma tamamıyla geçici ve kısa vadeli bir finansman yöntemidir. Vergi gelirlerinin elde edilme dönemleri ile kamu harcamalarının gerçekleştirilme dönemleri arasında uyumsuzluk olduğunda bu tarz bir borçlanma ihtiyacı ortaya çıkar (Yaşa, 1978; Eker ve Meriç, 2005).

3.5.Borç Ödeme Amacıyla Borçlanma (Borcun Refinansmanı)

Gittikçe artan kamu harcamaları dolayısıyla devletler eski aldıkları borçlarını zamanında geri ödemekte zorlanabilmektedirler. Bu durumda devlet, eski aldığı ve geri ödeme zamanı gelmiş borçları, yeni yaptığı borçlanmadan elde ettiği kaynaklar ile ödemektedir. Borcun ödeme zamanında yaşanan finansal sıkıntılar dolayısıyla vadesi gelen borçların yeni yapılan borçlanma ile ödenmesine *borcun refinansmanı* denir. Özellikle borçlanma ile piyasadanda elde edilen fonların verimli alanlarda kullanılmaması ve kaynak yaratma açısından yetersiz kalması, yeni borçlanma gereksinimini arttırmaktadır. Borç faizlerinin bütçe gelirleri ile ödenmek yerine yeni borçlanma ile ödenmesi de borç kısır döngüsüne girildiğinin bir göstergesidir. Bu durum borç stokunun kendi içinde sürekli olarak artmasına neden olmaktadır (Açba, 1991; Eker ve Meriç, 2005). Devletin belirli bir dönem içinde borç servisi (Anapara ve faiz ödemeleri toplamı) yaparken ne kadar yeni borçlanma yaptığı iç borç çevirme oranı yardımıyla hesaplanmaktadır. *İç Borç Çevirme Oranı*; Hazine'nin bir dönemde yaptığı iç borçlanma toplamını aynı dönemde yaptığı iç borç (anapara + faiz) ödemeleri toplamına böldüğümüzde bulacağımız orandır.

3.6.Maliye Politikası Aracı Olarak Borçlanma

Kamu borçlanması, kamu gelirleri ve kamu harcamaları gibi maliye politikası amaçlarına ulaşabilmek için kullanılacak maliye politikası araçlarından biridir. Maliye politikası aracı olarak borçlanmanın kullanılması, devletin gelir ihtiyacından ziyade ekonomi politikalarını yönetme amacına yöneliktir. Ekonomide likidite ihtiyacı veya fazlalığı, talep fazlalığı veya noksanlığı, tüketim veya yatırım dengesi gibi koşulları yönetmede kamu borçlanma politikası bir araç olarak kullanılabilir (Eker ve Meriç, 2005). Borçlanmanın maliye politikası aracı olarak kullanılması gelişmiş ve gelişmekte olan ülkeler açısından da farklılık göstermektedir. Gelişmekte olan ülkelerde sermaye birikiminin sağlanması amacıyla borçlanmaya gidilecek, küçük ve dağınık halde bulunan tasarruflar bir araya getirilip kamu kesimi tarafından yatırım amacına yönelik kullanılabilir. Gelişmiş ülkelerde ise, eksik istihdam durumunda toplam talebi arttırmak amacıyla vergilere tercih edilen bir araç olacaktır. Ayrıca borçlanma, enflasyonist dönemlerde talebi azaltarak enflasyonla mücadele aracı, durgunluk dönemlerinde ise âtıl (boş) fonların ekonomiye kazandırılmasına katkı sağlayan bir araçtır (Yılmaz, 2021).

4. Devlet Borçlarının Sınıflandırılması

4.1.Süreleri (Vade) Bakımından Devlet Borçları

Günümüzde devlet borçları vadeleri açısından kısa vadeli borçlar ve uzun vadeli borçlar olarak ikili bir ayrıma tabi tutulmaktadır.

4.1.1.Kısa Vadeli (Dalgalı) Borç

Vadesi 1(bir) yıl ve daha az olan borçlardır. Miktar olarak sürekli dalgalanmalar (artış ve azalış) gösterdiklerinden dolayı bu borçlara dalgalı borç da denmektedir. Devlet iç borçlanma senetlerinden (DİBS) hazine bonusu ihracı ile gerçekleştirilen borçlanmalar kısa vadeli borçlanmalardır. Devlet bütçesinde kısa süreli gelir-gider dengesizliklerini gidermek, vergi gelirlerinde beklenmedik azalışları telafi etmek ve devletin kısa süreli nakit ihtiyacını karşılamak için ağırlıklı olarak para piyasalarından yapılan borçlanmalardır. Kısa vadeli borçlar genellikle iç borçlanmada kullanılmaktadır. Ülkemizde borçlanma tarihimizde uygulanan; hazine bonoları, hazine kefaletine haiz bonolar, merkez bankasından hazineye kullandırılan kısa vadeli avans uygulaması, bütçe emanetleri ve adi emanetler kısa vadeli borçlanma türlerine örnek verilebilir. Ancak bu uygulamalardan günümüzde hazine bonoları geçerliliğini sürdürmektedir. *Hazine Bonusu*; ihraç edildikleri tarih itibariyle vadeleri bir yıldan kısa olan (364 güne kadar) devlet iç borçlanma senetleridir (Açba, 1991; Yaşa, 1978; İnce, 2001; Yılmaz, 2021; Erdem, 2012).

4.1.2.Uzun Vadeli (Konsolide) Borç

Vadesi 1(bir) yılın üzerinde olan, ağırlıklı olarak uzun vadeli fonların işlem gördüğü sermaye piyasalarından sağlanan, faiz oranlarının kısa vadeli borçlara göre daha yüksek olduğu, yatırımları finanse etmek ve kalkınmayı sağlamak amacıyla alınan devlet borçlarıdır. Devlet iç borçlanma senetlerinden (DİBS) devlet tahvili ihracı ile gerçekleştirilen borçlanmalar uzun vadeli borçlanmalardır. Uzun vadeli borçlar uygulamada; süresiz (devamlı) borçlar ve süreli (itfa süresi belli) borçlar olarak iki ayrı şekilde sınıflandırılır (Açba, 1991; Yaşa, 1978; İnce, 2001; Yılmaz, 2021; Erdem, 2012).

4.1.2.1. Süresiz (Devamlı) Borçlar

Bu tür borçlanma araçlarını ellerinde bulunduranlar, ödünç verdikleri anaparayı talep etme hakkından yoksundurlar. Sadece belirli dönemlerde faiz geliri elde etme hakkına sahiptirler. Devletin vadeye bağlamadığı ve belli bir zamanda ödeme taahhüdüne girmemiş olduğu borçlardır. Bu borçlanma şeklinde alacaklı sadece borç faizini almakla yetinmekte, anaparayı istemek

hakkından daha başlangıçta vazgeçmektedir (Açba, 1991; Yaşa, 1978; İnce, 2001; Yılmaz, 2021; Erdem, 2012).

4.1.2.2. Süreli (İtfa Süresi Belli) Borçlar

İtfa süresi belli borçlar; alacaklı ile borçlu arasında başlangıçta sözleşme sırasında ödenme şekli ve tarihi belirlenmiş olan borçlardır. Borçlanma senetlerinin ihracında belirlenen vade tarihinde işlemiş faizi ve anaparasının geri ödenmesi işlemine *itfa*, başlangıçta anapara geri ödemesi ve faiz ödemelerine ilişkin ödeme koşullarını gösteren plana ise *itfa planı* denir. Uzun vadeli borçların en yaygın olanı süreli borçlardır. İtfa planlarına göre devletin ödediği anaparanın ve faizlerinin belirli dönemlerdeki ödemelerine *taksit* denir. Taksit ödemeleri değişmez ve değişir miktarda olmak üzere iki şekilde ödenebilmektedir. Değişmez taksitlerde, borcun anapara ve faizi vade süresi içinde eşit taksitlerle ödenir. Değişir taksitlerde ise anapara faiz ödemelerinden ayrı olarak belirli yüzdeler halinde ödenmekte ve süre ilerledikçe ödenecek olan anapara miktarı azalmaktadır (Açba, 1991; Yaşa, 1978; İnce, 2001; Yılmaz, 2021; Erdem, 2012).

4.1.2.3. Hazinesinin Uzun Vadeli Borçları

Tahviller; 1 yıldan daha uzun vadeli ihraç edilen devlet iç borçlanma senetleridir. Devlet borçlarının önemli bir kısmı tahvillerden oluşmaktadır. Uluslararası sermaye piyasalarından yapılan borçlanmalar da uzun vadeli borçlar arasında yer almaktadır (Açba, 1991; İnce, 2001).

İstikrazlar; Özel borçlanma kanunları ile düzenlenen, itfaya bağlı olan, devletin özel yatırım projelerinin finansmanına yönelik ihraç edilen kamu borçlanma senetleridir. Örneğin; 1933 yılında Fevzipaşa-Diyarbakır demiryolu inşası için yapılan borçlanma (*Ergani istikrazı*) (Açba, 1991; Yaşa, 1978; İnce, 2001; Erdem, 2012).

Tasarruf Bonoları; Ülkemizde 1967 yılında çıkarılan, ancak 1968 yılında yürürlüğe giren 930 sayılı Kanun'la gelir ve kurumlar vergisi mükelleflerinin vergilendirilebilir gelirlerinin %3'ü oranında kesilen tutarlar üzerinden verilen borçlanma senetleridir. %6 faizli ve ilk beş yıl bir başkasına satılmayan bu senetler isme (nama) yazılı olarak düzenlenmiştir (Tasarruf Bonoları İhracı Hk. Kanun).

Konsolide Edilen Borçlar; Kamu kurumlarının kendi aralarındaki borçlarının birbirlerine mahsup edilerek hazine borcu haline getirilmesi sonucunda oluşan borçlardır. 1992 yılında 3836 sayılı Tahkim Kanunu ile Kit'ler, SSK ve kamu bankalarının görev zararları bütünleştirilerek Hazine borcuna dönüştürülmüştür. Ayrıca 2001 krizi sonrasında gönüllü tahkim

uygulanmasına başvurularak vadesi 2001 ve 2002 yıllarında dolan TL cinsi DİBS'ler, dövize endeksli ve TL cinsi değişken faizli DİBS'ler ile takas işlemi gerçekleştirilmiştir (İnce, 2001; Erdem, 2012).

4.2.Zorunluluk Bakımından Devlet Borçları

Devlet borçlanması genellikle gönüllülük(ihtiyarilik) ilkesine uygun şekilde gerçekleştirilir. Bazı durumlarda bu ilkedan uzaklaşarak zorlayıcı/ cebri borçlanma da yapılmaktadır. Zorunluluk özellikleri bakımından devlet borçları “gönüllü (ihtiyari) devlet borçları” ve “zorunlu (cebri) devlet borçları” olarak iki şekilde sınıflandırılmaktadır (Açba, 1991; Yaşa, 1978; İnce, 2001; Yılmaz, 2021; Erdem, 2012):

4.2.1. Gönüllü (İhtiyari) Devlet Borçları

Bireylerin ve mali kurumların hiçbir zorlama olmadan kendi iradeleri ve tercihleri doğrultusunda devlete borç verdikleri veya kamu borçlanma araçlarını satın alma tercihinde buldukları borçlanma türüdür. Devlete borç verenler, belirli bir menfaat karşılığında (faiz vb.), yatırım tercihinde bulunarak bugünkü gelirlerinin bir kısmını kullanmaktan geçici bir süre vazgeçmektedirler. Borç verenler, devletin kendilerine sunduğu menfaatleri inceleyerek kendi ekonomik çıkarları doğrultusunda kararlarını vermektedirler. Günümüzde yurt içinde yerli ve yabancı bankaların, yatırımcı mali kurumların, şirketlerin ve bireylerin devlet iç borçlanma senetlerini (devlet tahvili ve hazine bonusu) ve yabancı yatırımcıların da yurt dışı devlet borçlanma tahvillerini (Eurobond) satın alma davranışları gönüllü devlet borçlanmasına ilişkin uygulamalara örnektir (Açba, 1991; Yaşa, 1978; İnce, 2001; Yılmaz, 2021; Erdem, 2012).

4.2.2. Zorunlu (Cebri) Devlet Borçları

Zorunlu devlet borçlanmasında bireyler ve kurumlar kendi iradeleri dışında kısmen veya tamamen zorlanarak devlete borç verme yükümlülüğü altına sokulmaktadır. Zorunlu borçlanmada kimden ne kadar borçlanma yapılacağı, faiz ve anaparanın ne zaman geri ödeneceği, ne kadar faiz ödeneceği gibi konular devlet tarafından tek taraflı belirlenmektedir. Zorunlu borçlanma, zorunluluk yönüyle vergiye benzerken, faiz ve anapara geri ödemesi yönüyle vergiden ayrılmaktadır. Zorunlu borçlanma savaş, ekonomik kriz gibi koşullarda yasa çıkarılarak belirli kurumların ve şahısların gelirlerinin bir kısmını kamu borçlanma araçlarını satın almaları ve devlete borç vermek zorunda bırakılmaları şeklinde uygulanmıştır. Örneğin; 1942-45 yılları arasında İngiltere’de, 1948 yılında Fransa’da, II. Dünya Savaşı yıllarında ABD’de zorunlu borçlanmaya gidilmiştir. Ülkemizde de 1961’de

tasarruf bonusu, 1988'de zorunlu tasarruf kesintisi uygulamaları zorunlu borçlanma uygulamalarına örnektir (Bilge, 2012). Zorunlu borçlanma uygulaması dört şekilde gerçekleştirilebilir (Erdem vd., 2012):

Tam Zorlayıcı Borçlanma: Devlet hukuki zorunluluk ile alacağı borcun miktarını tek taraflı belirlemekte ve kişi/firmalar bu borçlanmaya katılmaya zorunlu tutulmaktadır. Yani devlet borçlanmayı kanun çıkarmak suretiyle yapmaktadır. Çoğu kez savaş vb. olağanüstü dönemlerde başvurulmuş bir yöntemdir ve devlete olan güveni zedelemektedir. *Zorlama Tehdidine Dayanan Borçlanma:* Devletin piyasada ihraç ettiği borçlanma senetlerinin satılmayan kısımlarının kişi ve kurumlara zorla satılacağını ilan ettiği ve kişi ve kurumların ilan edilen cebir tehdidini dikkate alarak borçlanma senetlerini kendi istekleriyle satın aldıkları bir borçlanma türüdür. *Manevi Zorlama İle Borçlanma:* Devletin ihraç ettiği borçlanma senetlerinin satın alınmasını alıcıların isteklerine bıraktığı, ancak borç senetlerinin satın alınmasının savaş vb. olağanüstü dönemlerde vatanseverlik görevi olduğunun ilan edilmesiyle kişilerin tercihte buldukları borçlanma türüdür. *Zorunlu Tasarruf Yaratan Borçlanma:* Devletin sermaye birikimini teşvik etmek, ülkedeki tasarruf düzeyinde artış gerçekleştirmek ve bazı kesimleri tasarrufa yönlendirme gibi amaçlarla kişi ve firmaların tasarruflarını yönlendirdiği borçlanma türüdür.

4.3.Sağlandıkları Kaynaklar Bakımından Devlet Borçları

Devlet borçları sağlandıkları kaynaklar bakımından iç borçlar ve dış borçlar olmak üzere iki türde sınıflandırılmaktadır. Kamu borçlarının ekonomi üzerinde ortaya çıkaracağı etki hem borçlanmanın yapıldığı dönemde hem de geri ödeme dönemlerinde borcun iç ve dış borç olmasına göre farklılık gösterecektir. İç borçlanma ülke içi kaynaklardan elde edilen bir borçlanma olduğundan GSYİH'nin büyüklüğü, yapısı ve dağılımı ile doğrudan ilgilidir (Açba, 1991). İç ve dış borçların milli gelir üzerindeki etkisi de farklıdır. Dış borçlar elde edildiği dönemde milli geliri arttırıcı, geri ödendiğinde ise milli gelir üzerinde azaltıcı etkiye sahiptir. İç borçlar ise alındığı dönemde milli gelirin dağılımına etki etmekte, ancak büyüklüğüne etkide bulunmamaktadır (Bilge, 2012). İç borçlanma satın alma gücünün özel kesimden kamu kesimine transferine sebep olacak, toplam satın alma gücü (gelir) üzerinde etkisi olmayacaktır. Dış borçlanma ise ülkeye ek kaynak girişine sebep olduğundan toplam satın alma gücünün artmasına neden olacaktır.

4.3.1. İç ve Dış Borçları Ayıran Kriterler

Devlet borçlanmasında bir borcun “İç borç mu? Dış borç mu?” olduğuna ilişkin kullanılan temel iki kriter vardır (Yılmaz, 2021; Yaşa, 1978; İnce, 2001; Erdem, 2012; Edizdoğan vd., 2019):

Borcun Sağlandığı Piyasanın Uyrukluğu; Bu kriter gere borcun ÷lke içi piyasadan veya yurt dışı piyasadan elde edilip edilmediğine bakılmaktadır. ÷lke içi piyasadan sağlanan borçlar i borç, ÷lke dışı yabancı piyasalardan sağlanan borçlar ise dış borç olarak değerlendirilmektedir. G÷n÷m÷zde borçların ekonomik etkileri de dikkate alındığında bu sınıflandırma daha fazla kabul g÷rm÷Őt÷r. Bu yaklaŐıma g÷re i borçlanma, ÷lkede satın alma g÷c÷n÷n özel kesim ile kamu kesimi arasında el deđiŐtirdiđi, ekonomiye ilave kaynak sağlamayan, milli gelir üzerinde, ÷lkenin ödeme imkânları üzerinde etki meydana getirmeyen niteliktedir. Dış borçlanma ise, ÷lkede satın alma g÷c÷n÷ arttıran, ekonomiye ek kaynak girişi sağlayan, milli gelir üzerinde ve ÷lkenin ödeme imkânları üzerinde artırıcı etki sağlayan bir borçlanma t÷r÷d÷r.

Alacaklının (Borç Verenlerin) Uyrukluğu; Bu kriter gere bir devlet borcu kendi vatandaşlarından sağlarsa i borç, yabancı ÷lke vatandaşlarından borçlanma yaparsa dış borçtur. Bu sınıflandırmaya g÷re, T÷rkiye'nin satışa çıkardığı borçlanma araçlarını T÷rkiye'de oturan bir yabancı alırsa dış borç, buna karşın T÷rkiye'nin yabancı bir ÷lkede sattığı borçlanma araçlarını yabancı ÷lkedeki T÷rk vatandaşları satın alırsa i borç kabul etmek gerekir. Burada birinci durumda ulusal ekonomi içinde bir ilişki doğmakta, ikinci durumda ise alacaklılar T÷rk uyruklu olduğu halde T÷rkiye ile yabancı ÷lkeler arasında para transferi ve dış ödeme sorunları doğmaktadır. Bu açıdan borçlanmanın ekonomik etkisini g÷z ardı eden bu yaklaşım kabul g÷rmemektedir. Aynı Şekilde bazı sınıflandırmalarda borç alınan para birimi cinsine g÷re de, borçlanmada kullanılan para birimi milli para ise i borç, yabancı para ise dış borç olarak değerlendirilmektedir. Bu sınıflandırma t÷r÷ de kabul g÷ren bir yaklaşım değildir.

4.3.2.İ Borçlar

4.3.2.1. İ Borçlanmanın Kaynakları

Devlet, iç borçlanma amacıyla çıkardığı borçlanma senetlerini siyasi sınırları içinde bulunan farklı kesimlere satabilir. Kamu iç borçlanmasının kaynakları ekonomik faaliyetler üzerinde oluşturacağı etkiler, borç servisinin gerçekleŐtiđi d÷nemlerde gelir dağılımına etkisi ve üretim fakt÷rlerinin yeniden tahsisi s÷recinde önem taşımaktadır (Erdem, 2012). İ borçlanma kaynakları; Bireyler ve özel firmalar, bankalar, sosyal g÷venlik kuruluşları, sigorta Şirketleri, devlete ait ekonomik kuruluşlar (KİT), yatırım fonları, yatırım ortaklıkları, Merkez Bankası kaynaklarıdır (IŞık vd., 2005). G÷n÷m÷zde devletin iç borçlanmada kullandığı ağırlıklı kaynak bankalardır. Teorik olarak merkez bankaları devlete borç veren i borçlanma kaynakları

arasında yer almakla birlikte, ülkemizde 25.04.2001 tarihinde 1211 sayılı Merkez Bankası yasasında yapılan değişiklik ile TCMB 'nin HMB'nın ihraç ettiği iç borçlanma senetlerini (DİBS) doğrudan alım ve Hazine'ye kısa vadeli avans açma yetkisi kaldırılmıştır. Bu düzenlemeyle Hazine 2002 yılından itibaren Merkez Bankasından borçlanmamaktadır. Ülkemizde Merkez Bankası iç borçlanma kaynakları arasında değildir. Tablo 2'de Türkiye'de iç borç stokunu elinde bulunduran kesimlerin dağılımı sunulmuştur. Ağırlıklı olarak kamu iç borç stokunu elinde bulunduran kesim bankacılık sektörüdür. Ayrıca son yıllarda (2020 yılından itibaren) yurtdışı yerleşiklerin ve bankacılık sektörü dışı gerçek ve tüzel kişilerin payı azalış göstermiştir.

Tablo 2. Türkiye'de İç Borç Stokunu Elinde Bulunduranlara Göre Dağılımı

(%)	2008	2010	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023
YURTIÇİ YERLEŞİKLER	89,7	87,6	82,7	80,6	86	88,9	96	97,1	99,2	98,1
Bankacılık Kesimi	55,0	63,0	47,6	47,1	53,6	58	67,8	72,7	76,9	79,0
Kamu Bankaları	26,1	25,6	18,8	17,7	22,3	25,6	34,9	38,6	36,3	39,7
Özel Bankalar	23,4	31,0	18,2	17,8	19,1	18,8	18,4	18,9	22,3	22,1
Yabancı Bankalar	4,9	5,5	9,9	9,7	9,7	8,5	7,6	8	10,9	9,9
Kalkınma ve Yatırım Bank.	0,7	1,0	0,8	0,8	1,1	1,7	1,6	1,2	1,2	1,1
Katılım Bankaları	0,0	0,4	1,2	1,1	1,4	3,5	5,3	6	6,2	6,3
Banka Dışı Kesim	30,2	22,5	32,3	31,0	30,2	29,7	20,8	19,6	17,5	15,4
Gerçek Kişiler	5,5	1,5	0,2	0,2	0,6	0,4	1	0,9	0,7	0,9
Tüzel Kişiler	19,9	16,9	25,8	24,9	24,3	21,7	13,3	11,9	10,9	7,7
Menkul Kıymet Yat. Fonları	4,8	4,0	6,4	5,8	5,4	7,6	6,6	6,9	6,0	6,8
TCMB	4,6	2,0	2,8	2,5	2,1	2,2	7,4	4,8	4,8	3,7
YURTDIŞI YERLEŞİKLER	10,3	12,4	17,3	19,4	14	10,1	4	2,9	0,8	1,9
Toplam	100	100	100	100	100	100	100	100	100	100

Kaynak: Hazine ve Maliye Bakanlığı (2018, 2024b), Kamu Borç Yönetimi Raporu Kasım 2018, Ocak 2024 (No: 222), s. 15.

4.3.2.2. İç Borçlanma Aracı Olarak Devlet İç Borçlanma Senetleri (DİBS)

Devlet adına kamu borçlanma politikasından sorumlu olan HMB, hazine bonosu ve tahvil ihraç ederek borçlanabileceği gibi, farklı kredi sözleşmeleri ile de borçlanabilmektedir. DİBS, Hazine ve Maliye Bakanlığı tarafından yurtiçi piyasalarda ihraç edilen devlet tahvili ve hazine bonolarının ortak

adıdır. Vadesi 1 yıla kadar olan borçlanma senetlerine hazine bonusu, bir yılın üzerinde vadeye sahip olanlarına ise devlet tahvili denir. Bu senetler, iskontolu (kuponuz), enflasyona endekli, sabit faizli, değişken faizli, kuponlu (iskontosuz), döviz cinsinden ve dövizde endekli ihraç edilebilmektedir (Açba, 1991; Yaşa, 1978; İnce, 2001; Erdem vd., 2012; Yılmaz, 2021; Ulusoy, 2012b):

İskontolu (kuponuz) senetler, yatırımcısına vade sonunda ana para ve faiz ödemesinde bulunulan senetlerdir. *Kuponlu (iskontosuz) senetler*, ödeme tarihine kadar senedi elinde bulunduran yatırımcısına belirli dönemlerde nakit akımı sağlayan senetlerdir. *Sabit faizli senetler*, kupon ödeme dönemlerinde veya vade sonlarında ödenecek faiz oranı senetlerin ihraç edildiği tarihte belirlenmiştir. *Değişken faizli senetler*, ihraç edilmiş olan borçlanma senedinin vadesi boyunca faiz oranında oluşabilecek aşırı oynaklığa (volatilitite) ilişkin, yatırımcının üstlenmesi muhtemel faiz riskini ortadan kaldırmak için faiz oranının bir değere endeksenerek belirlendiği senetlerdir. Bu endekleme enflasyon oranı (TÜFE), döviz ve altın fiyatlarındaki değişim gibi değerler olabilmektedir. *Döviz Cinsinden DİBS*; Hazine'nin iç piyasada yabancı para cinsinden ihraç ettiği tahvillere Döviz Cinsinden Devlet İç Borçlanma Senetleri denir. Bu kıymetlerin anapara ve kupon ödemeleri ihraç oldukları döviz cinsinden yapılır. *Dövizde Endekli DİBS*; Hazine'nin iç piyasada ihraç ettiği ve bir döviz cinsine endekli tahvillere Dövizde Endekli Devlet İç Borçlanma Senedi denir. Bu tahvillerin anapara ve faiz ödemeleri TL üzerinden yapılmakta, ancak ödemelerde döviz fiyatındaki değişim esas alınmaktadır.

Ayrıca Hazine tarafından borçlanma araç çeşitliliğini artırmak ve yatırımcı tabanını genişletmek amacıyla sertifika yapısına göre *kira sertifikası* ile *altın tahvili ve altına dayalı kira sertifikası* niteliğinde iç borçlanma araçları sertifika ihraçları yapılmaktadır (Yılmaz, 2021). *“Kira sertifikaları, varlık kiralama şirketlerince, kendi nam ve sertifika sahiplerinin hesabına ve yararına, satın almak veya kiralamak suretiyle devralınan varlıkların finansmanını sağlamak amacıyla düzenlenen ve sahiplerinin bu varlıklardan elde edilen gelirlerden payları oranında hak sahibi olmalarını sağlayan menkul kıymetlerdir”* (HMB, 2023c). Altına dayalı kira sertifikası, *“fiziki altına yatırım yapmış olan bireysel yatırımcılara belirli bir getiri sağlayarak yastık altındaki altınların ekonomiye kazandırılması ve ülke rezervlerini artırılmasına yönelik olarak T.C. Hazine ve Maliye Bakanlığınca (Hazine) tarafından ihraç edilen dönemsel (6 ayda bir) kira ödemesi yapılacak menkul kıymetlerdir”* (HMB, 2023c). Altına dayalı tahviller ise, *“faizli veya faizsiz olarak fiziki altına yatırım yapmış olan bireysel yatırımcılara getiri sağlamayı taahhüt eden altın fiyatına endekli olarak*

yatırımcısına 6 ayda bir altın fiyatlarında meydana gelen değişimlere bağlı TL cinsi getiri sağlayan bir borçlanma aracıdır” (Yılmaz, 2021).

4.3.2.3.İç Borçlanmanın Yöntemleri

Genel olarak iç borçlanmada üç yöntem kullanılmaktadır. Bu yöntemler (Eğilmez, 2016; Eğilmez, 2012): İhale yöntemi, ihalesiz olarak piyasadan borçlanma yöntemi ve Merkez Bankası’ndan borçlanma yöntemidir.

4.3.2.3.1.İhale Yöntemi

Hazine’nin ihraç edeceği borçlanma araçlarının ilk ihalede alıcılarının belirlenmesi için uygulanan bir yöntemdir. İlk alıcılar aldıkları borçlanma araçlarını ikincil piyasalarda diğer alıcılara satabilirler. Bu yöntemde yaygın olarak Hazine, borçlanma vadesi ve borçlanmak istediği miktarı ilan edip, faiz oluşumunu ihaleye bırakmaktadır. İhale yöntemi genel olarak dört şekilde uygulanabilir. (a) Yükselen fiyat yöntemi (en çok arttırana ihale), (b) azalan fiyat yöntemi (en düşük fiyatı verene ihale), (c) çoklu fiyat yöntemi (farklı fiyatlardan ihale) ve (d)ortalama fiyattan ihale yöntemidir. Çoklu fiyat yöntemiyle hazine kağıtları ihalesi üç ayrı şekilde yapılmaktadır. Bunlar; Hazinenin borçlanma vadesi ve borçlanmak istediği miktarı ilan edip faiz oluşumunu ihaleye bırakması yöntemi; Hazinenin borçlanma vadesi ve ödemeyi planladığı azami (en yüksek) faizi belirleyip borçlanacağı miktarı ihaleye bırakması yöntemi; Hazinenin vadeyi belirleyip borçlanacağı miktar ve ödeyeceği faizi ihaleye bırakması yöntemidir (Eğilmez, 2016; Eğilmez, 2012).

4.3.2.3.2.İhalesiz Olarak Piyasadan Borçlanma

İhale yöntemindeki ihale dönemlerine ve ilan edilen vadelere bağlı kalarak borçlanma yerine zaman zaman satışa çıkarılan tahvillerle çeşitli vadeler de borçlanmayı mümkün kılan bir yöntemdir. Bu yöntemle tahvil satılmasının en önemli yararı, ihale gibi zor ve karmaşık bir işleme giremeyen tasarruf sahiplerine birinci elden tahvil ve bono satışı yapabilmek ve alacaklı çeşitliliği yaratarak riski paylaştırmaktır (Eğilmez, 2016; Eğilmez, 2012).

4.3.2.3.3.Merkez Bankası’ndan Borçlanma

Bazı ülkelerde parasal disiplini bozacağı gerekçesiyle bu borçlanmaya izin verilmemektedir. Hazine’nin Merkez Bankası’ndan borçlanması iki şekilde olmaktadır (Eğilmez, 2016; Eğilmez, 2012); (a) Doğrudan borçlanma, Hazine’nin Merkez Bankası’ndan parasal avans kullanarak borçlanmasıdır. Ülkemizde 25.04.2001 tarihinde TCMB yasasında yapılan değişiklik ile TCMB’nin HMB’nin ihraç ettiği iç borçlanma senetlerini (DİBS) doğrudan

alım ve Hazine'ye kısa vadeli avans açma yetkisi kaldırılmıştır. (b) Dolaylı borçlanma, Hazine'nin borçlanmak amacıyla ihraç ettiği borçlanma araçlarının (DİBS) Merkez Bankası tarafından açık piyasa işlemleriyle satın alınması şeklinde gerçekleşir. TCMB, para politikasının hedefleri çerçevesinde, para arzının ve ekonominin likiditesinin etkin bir şekilde düzenlenmesi amacıyla, Türk lirası karşılığında menkul kıymet kesin alım satımı, geri alım vaadi ile satım ve geri satım vaadi ile alım işlemleri, menkul kıymetlerin ödünç alınıp verilmesi gibi açık piyasa işlemlerini yapabilmektedir. Açık piyasa işlemleri, yalnızca para politikası amaçları için yürütülür ve Hazineye, kamu kurum ve kuruluşları ile diğer kurum ve kuruluşlara kredi amacıyla yapılamaz (1211 sayılı Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası Kanunu).

4.3.2.3.4. Günümüzde Hazine'nin Borçlanma Yöntemleri

Günümüzde Hazine (HMB) borçlanma İhalelerinde 4 tür yöntem kullanılmaktadır. Bu yöntemler ihale yöntemi, TAP yöntemi, doğrudan satış yöntemi ve halka arz yöntemidir (HMB, 2023d); *İhale Yöntemi*, devlet iç borçlanma senetlerinin (devlet tahvili ve hazine bonosu) kuponlu veya kuponsuz olarak Hazine tarafından düzenlenen ihale süreçleri ile satışının gerçekleştirilmesidir. *TAP Yöntemi*, Hazine tarafında Merkez Bankasında depolanan devlet iç borçlanma senetlerinin yatırımcılar tarafından (piyasa yapıcısı bankalar) istedikleri zamanda satın almalarına imkan veren, yatırımcıların Merkez Bankasından satın aldıkları döneme kadar tahvillerin mülkiyetine Hazine'nin sahip olduğu, Merkez Bankası'nın "Tap" satışlarına ilişkin süreçte aracı ve depolayıcı rolünü üstlendiği, satışa sunulan DİBS'lerin tür, faiz, vade koşulları gibi şartlarının Hazine tarafından belirlendiği bir yöntemdir. *Doğrudan Satış Yöntemi*, DİBS satın alma talebini Hazine'ye ileten kamu kurumlarına, bankalara ya da diğer finansal kuruluşlara taleplerini değerlendirerek piyasa koşulları dikkate alınıp DİBS'lerin faiz oranlarının alıcı kurumlar ile anlaşarak belirlenerek sağlanan mutabakata göre senet ihracının gerçekleştirildiği yöntemdir. Hazine tarafından 1996 yılından itibaren doğrudan satış yöntemi kullanılarak DİBS ihracı gerçekleştirilmeye başlanmıştır. *Halka Arz Yöntemi*, piyasa yapıcısı bankaların belirli bir komisyon bedeli karşılığında aracılık yaparak ihraç edilecek DİBS'lerin faiz, senet türü ve vadelerinin Hazine tarafından belirlenerek satışının gerçekleştirildiği bir yöntemdir.

4.3.3.Dış Borçlar

Dış borçlanma, devletin ülke sınırları dışındaki kişi ve kurumlardan genellikle yabancı para (döviz) cinsinden yaptığı borçlanmalardır. Dış borçlanma yoluyla ülkede satın alma gücünde artış meydana gelir ve ülke

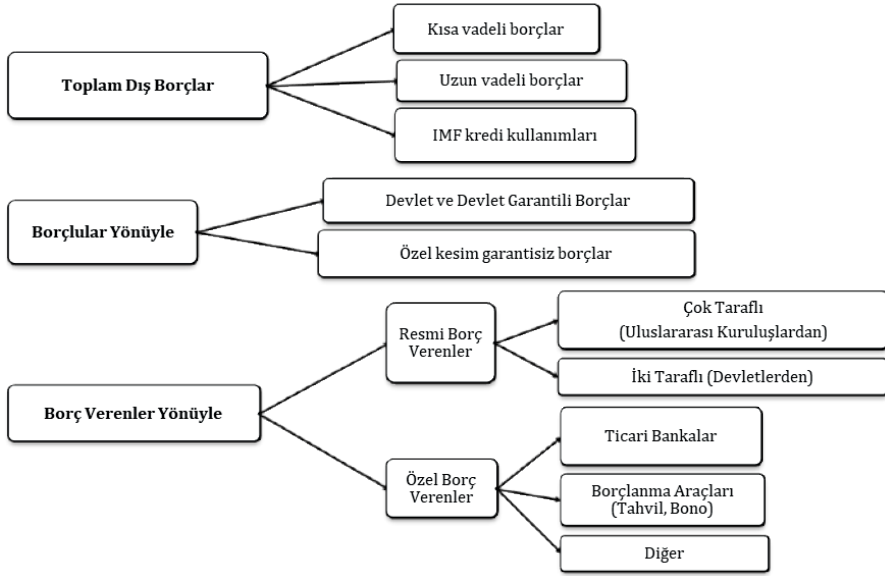
yeni ödeme imkânlarına kavuşur. Dış borçlanmaya uluslararası piyasalarda tahvil satışı (Eurobond), yabancı devletlerden kredi almak, uluslararası kurum ve kuruluşlardan kredi almak şeklinde başvurulabilir.

4.3.3.1. Dış Borçlanma Nedenleri

Genel olarak devletlerin dış borçlanma sebeplerini şu şekilde sıralayabiliriz (Pehlivan, 2022; İnce, 2001; Yaşa, 1978; Işık vd., 2005; Yılmaz, 2021): Ekonomik kalkınma sürecinin başlangıcında ve devam ettirilmesinde etkili olan büyük ölçekli yatırımların finansmanı, ülkelerin dış ödemeler dengesindeki açıkların giderilmesi, artan savunma harcamalarının finansmanı, giderilemeyen bütçe açıklarının finanse edilmesi, vadesi gelmiş borçların ödenmesi, ülkedeki sermaye piyasasının gelişmemiş olmasından dolayı iç borçlanmaya gidilememesi, olağanüstü durumlardan (doğal afet, savaş, ekonomik kriz vb.) kaynaklanan harcamaların bütçe imkânlarıyla karşılanamaması, hammadde, ara ve yatırım mallarının ithalatı için gerekli olan döviz ihtiyacının karşılanması amacıyla özellikle az gelişmiş ve gelişmiş ülkelerde dış borçlanmaya başvurulmaktadır. Kaynakları yetersiz ve sermaye birikimi düşük gelişmekte olan çok borçlu ülkelerde borçluluk düzeyinin yüksekliği sebebiyle borçları çevirebilme sorunu dışında, ekonomik büyüme ve yoksulluk sorunları temel sorunlar haline gelmiştir (Seyidoğlu, 2009). Bu ülkelerde yüksek borçluluk oranları üretim seviyesinin düşük seviyelerde oluşmasına neden olmakta, tasarruf, yatırım ve üretim seviyesindeki dengesizlikler ekonomik gelişmeyi olumsuz etkilemekte ve yoksulluk tuzağından kurtulmak zorlaşmaktadır (Sachs, 2002).

4.3.3.2. Dış Borçların Sınıflandırılması

Genel olarak dış borçlar ve onun bileşenleri Şekil 2'de gösterilmiştir. Toplam dış borçlar, ülkede yerleşik olmayan kreditorler tarafından sağlanan kısa vadeli, uzun vadeli borçlar ile IMF kredilerinin toplamını kapsar. Dış borçları borçlular açısından sınıflandırdığımızda ise garantisiz özel sektör dış borçları, kamu kesimi dış borçları ve kamu garantili dış borçlar olarak sınıflandırılmaktadır. Dış borçlar kreditorler yani borç verenler açısından sınıflandırıldığında ise, resmi kreditorler (çok taraflı [uluslararası kuruluşlar] ve iki taraflı [devletler]) ve özel kreditorler (ticari bankalar, uluslararası piyasalarda ihraç edilen tahviller ve diğerleri) olarak sınıflandırılır (The World Bank, 2021).



Şekil 2. Dış Borçlar ve Dış Borçların Bileşenleri

Kaynak: The World Bank, (2021), *International Debt Statistics*, s.167.

4.3.3.2.1. Alındıkları Kaynaklara (Alıcılar) Göre Dış Borçlar

Dış borçlar alındıkları kaynaklara göre resmi kaynaklı ve özel kaynaklı dış borçlar olarak ikiye ayrılmaktadır. Resmi kaynaklı dış borçlar çok taraflı (uluslararası ekonomik ve mali kuruluşlardan ve iki taraflı (devletten – devlete) olmak üzere iki sınıfa ayrılmaktadır (The World Bank, 2021).

4.3.3.2.1.1. Resmi Kaynaklı Dış Borçlar

Resmi Kaynaklı İki Taraflı Dış Borç; Devletlerarası borçlanma genellikle az gelişmiş ülkelere yönelik gelişmiş ülkelerden kalkınma amaçlı, düşük faizli ve uzun vadeli kısmen hibe ve kalkınma yardımı niteliğindeki borçlanmalardır. *Resmi Kaynaklı Çok Taraflı Dış Borç*; Uluslararası ekonomik ve mali kuruluşlar tarafından dış ödemeler dengesizlikleri, bütçe açıkları, ekonomik kalkınma ve gelişme sorunu yaşayan ülkelere yönelik farklı koşullara bağlı olarak kullanılan kredilerdir (The World Bank, 2021). Günümüzde gelişmekte olan ülkelerin dış borçlanma sorunları ağırlıklı olarak bu kuruluşlar tarafından çözülmektedir ve bu ülkeler için dış borçlanmada önemli bir kaynak oluşturmaktadırlar. Günümüzde bu kuruluşlara (Güran ve Aktürk,

1992); “Uluslararası Para Fonu (IMF¹, Dünya Bankası (WB)², Avrupa Yatırım Bankası (EIB), İslam Kalkınma Bankası (IBD), Avrupa İmar ve Kalkınma Bankası (EBRD), Asya Kalkınma Bankası (ADB), Afrika Kalkınma Bankası (AFDB), Ekonomik İşbirliği ve Kalkınma Teşkilatı (OECD)” örnek verilebilir. Bu borçlanma kaynakları arasında Uluslararası Para Fonu’nun ve Dünya Bankası grubunun önemli bir yeri vardır. Dünya Bankası grubu, gelişmekte olan ülkelerin kalkınma ve yatırım projelerinin finansmanına yönelik uzun vadeli ve düşük faiz oranlı kredi olanakları sunarken, Uluslararası Para Fonu dış ödemeler dengesizlikleri sorunu yaşayan ve ekonomik istikrar programı uygulayan ülkelere kredi kullanılmaktadır. IMF finansal kaynaklarının kullanımı SDR (Özel Çekme Hakları, güncel kur 1 SDR = 1,32565\$, Şubat 2024) cinsindedir.

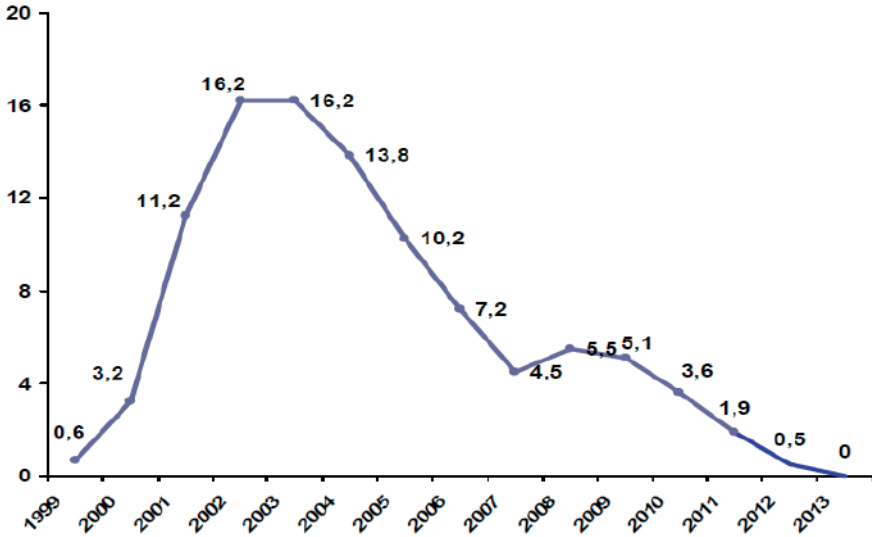
Ülkelerin karşılaştıkları finansal sıkıntıları gidermek için IMF’in izlediği kredi dilimi politikaları şunlardır (Tosunoğlu, 2013): *Stand-by Düzenlemesi*; Stand-by Düzenlemesi, Fon’un en sık kullanılan finansman mekanizmalarından biridir. Üye ülkelerdeki kısa dönemli ödemeler dengesizlikleri sorunlarının çözümü için öngörülen, belirli taksitlerle kullanılan ve her bir taksit serbest bırakılmadan düzenlenmesi öngörülen performans kriterlerinin yerine getirilip getirilmediğinin incelenerek kullanılan bir kredidir. “*Stand-by düzenlemeleri, 36 ayı aşmayacak şekilde, genellikle 12-24 aylık bir süreyi kapsamakta ve IMF kaynaklarının kullanımını belirli şartlara bağlamaktadır. Kredi kullanan ülke, IMF İcra Direktörleri Kurulu’na sunduğu Niyet Mektubunda ödemeler dengesi problemlerini makul bir süre içerisinde düzeltmeyi amaçlayan politikaları uygulayacağını taahhüt eder. Böylelikle, IMF kaynaklarını kullanan ülkelerin, ekonomilerindeki yapısal sorunları çözerek borçlarını ödeme kapasitelerini artırmalarının temin edilmesi amaçlanmaktadır.*” Gelişmekte olan ülkeler için kullanılan bir finansman desteği olduğu gibi gelişmiş ülkeler tarafından da kullanılabilir. *Türkiye ilk olarak 1961 yılı olmak üzere IMF ile 19 kez stand-by anlaşması imzalamıştır. Bu anlaşmalar çerçevesinde IMF’den 32,8 milyar SDR fon kullanımı gerçekleştirmiştir (Hazine Müsteşarlığı, 2017b). Son anlaşma 2005 yılında imzalanan (2005-2008 dönemini kapsayan) stand-by düzenlemesidir. 2005 yılından sonra IMF ile tekrar stand-by anlaşması imzalanmamıştır ve IMF’ye olan borç ödemeleri son taksidi 2013 Mayıs itibarıyla*

1 “Uluslararası Para Fonu, 1945 yılında Dünya Bankası ile birlikte kurulmuştur. IMF’nin amaçları, uluslararası parasal iş birliğini teşvik etmek, ödemeler dengesi finansmanında sorun yaşayan ülkelere finansal destek sağlamak ve gerekli kaynak yardımıyla bulunmak ve döviz kurlarında istikrarı teşvik etmektir” (Karataş ve Vatansver, 2001).

2 “Dünya Bankası grubu beş kuruluştan oluşmaktadır: Uluslararası İmar ve Kalkınma Bankası (IBRD), Uluslararası Finans Kurumu (IFC), Uluslararası Kalkınma Birliği (IDA), Uluslararası Yatırım Uyuşmazlıklarının Çözümlemesi Merkezi (ICSID) ve Çok Taraflı Yatırım Garanti Ajansı (MIGA)’dır” (Karataş ve Vatansver, 2001).

yapılarak sonlandırılmıştır (Bkz. Aşağıda Grafik 1). Genişletilmiş Fon Kolaylığı; Makroekonomik veya yapısal sorunlardan kaynaklanan uzun vadeli dış ödemeler dengesizlikleri sorunlarının çözümü için hazırlanan programları desteklemek için oluşturulmuş 3 yıllık bir kredi imkânıdır. Geri ödeme 4,5-7 yıl arasındadır ve 10 yıla kadar uzatılabilir. *Telafi Edici Finansman Kolaylığı*; Dünya piyasalarında ortaya çıkan fiyat değişimleri nedeniyle ihracat gelirlerinde ani düşüşler yaşayan ve ithalat maliyetleri aniden yükselerek dış ödemeler dengesizlikleri sorunlarıyla karşılaşan ülkeleri desteklemek için kullanılan bir kredi türüdür. *Ek Rezerv İmkânı*; Piyasalarda ortaya çıkan ani güven kaybının neden olduğu geniş kapsamlı ve kısa dönemli dış finansman sorunlarının neden olabileceği ödemeler dengesi sorunlarını önlemek için kullanılan bir kaynaktır. *Kredi Hattı*; Henüz krizle karşılaşmadığı halde, piyasalardaki güven bunalımı nedeniyle her an krizle karşılaşabilecek üye ülkeler için kullanılan finansman kaynağıdır.

Grafik 1. Türkiye'nin IMF'ye Olan Borç Stoku (Milyar SDR)



Kaynak: Hazine Müsteşarlığı (2017a), *Ekonomi Sunumu*, Ekim 2017, s.103

4.3.3.2.1.2. Özel Kaynaklı Dış Borçlar

Özel kaynaklı dış borçlanmalar, özel yabancı kurum, kuruluş ve kişilerden elde edilmektedir. Bu borçlar günümüzde ticari banka borçları, uluslararası tahviller ve sendikasyon kredisi şeklinde oluşmaktadır (The World Bank, 2021). *Ticari Banka Borçları*: Uluslararası piyasalarda faaliyet gösteren ticari bankalar tarafından sağlanan kısa vadeli, yüksek faizli ve proje finansmanında

kullanılan kredilerdir. Bir ülkedeki özel bir bankadan, başka bir ülkeye veya o ülkedeki özel kişi veya firmalara kullandırılan kredilerdir. Uluslararası Tahviller (Eurobond³); “devlet ya da şirketlerin, kendi ülkeleri dışında kaynak sağlamak amacıyla, uluslararası piyasalarda yabancı para birimleri üzerinden satışa sundukları, genellikle uzun vadeli borçlanma aracıdır. Türkiye Cumhuriyeti Hazinesi tarafından uluslararası piyasalarda genellikle USD veya EURO cinsinden Eurobond ihraç edilmektedir” (www.isbank.com.tr). *Sendikasyon Kredisi*: Uluslararası piyasalardan uzun vadeli finansman ihtiyacını karşılamak isteyen bir devlete, firmaya veya bankaya birlikte hareket eden finansal kuruluşların (Lenders) oluşturdukları finansman kaynağından aynı koşullarda bir kuruluşa (Borrower/ devlet, firma veya banka) kullandırdıkları kredilerdir. Sendikasyon kredilerinde genellikle LIBOR⁴ oranları referans alınarak faiz oranları oluşmaktadır ve kredi verilecek kuruluşun risk derecesine göre LIBOR faiz oranlarına ilaveler yapılabilmektedir (Güzel, 2021).

4.3.3.2.2. Niteliklerine Göre Dış Borçlar

Dış borçlanma niteliklerine göre kalkınma kredileri ve dış yardımlar kategorisi olarak iki şekilde sınıflandırılmaktadır (Yılmaz, 2021; Açba, 1991). *Kalkınma kredileri*; proje kredileri, program kredileri, bağlı ve serbest krediler, ihracat (satıcı) kredileri, borç ertelemeleri ve refinansman kredileri), *dış yardımlar*; Hibe ve bağışlar, teknik yardımlar, savunma yardımları olarak sınıflandırılmaktadır.

4.3.3.2.2.1.Kalkınma Kredileri

Az gelişmiş ve gelişmekte olan ülkelerin kalkınma sorunlarını çözmede yardımcı olacak nitelikteki kredilerdir. Uygulama alanlarına göre aşağıdaki gibi kullanılabilirler (Yılmaz, 2021; Açba, 1991; Egeli, 2017; Nakiboğlu vd., 2017; Ulusoy, 2012a; Edizdoğan vd., 2019):

Proje Kredisi: Ülke içinde önceden belirlenmiş yatırım projelerinin finansmanına yönelik dış finansman kaynaklarından sağlanarak kullanılan kredilerdir. *Program kredileri*: Ağırlıklı olarak gelişmekte olan ülkeler

3 Eurobondların özellikleri; “Başta Amerikan Doları olmak üzere, Euro, Japon Yeni, İsviçre Frangı gibi döviz cinsleri üzerinden ihraç edilebilmektedirler. Vade genelde 5-30 yıl arasındadır. Uzun vadeli tahvil olmalarından dolayı, kuponlu olarak ihraç edilir. Genellikle kuponlar sabit faizlidir. Kupon ödeme dönemlerinde yatırımcıya düzenli bir nakit akımı sağlar. Anapara ve kupon ödemeleri ihraç edildiği döviz cinsi üzerinden yapılır: USD tahviller 6 ayda bir; EURO tahviller ise yılda bir kupon ödemelidir ve ikincil piyasalarda vade sonu beklenmeden piyasa koşulları çerçevesinde kolaylıkla nakde çevrilebilir” (isbank.com.tr).

4 LIBOR (London Interbank Offered Rate), “Londra Bankalar arası Para Piyasasında, itibarı yüksek bankaların birbirlerine temel para birimleri (ABD doları, Euro, İngiliz sterlini, Japon Yeni ve İsviçre frangı) üzerinden borç verme işlemlerinde uyguladıkları faiz oranıdır” (TCMB, 2017).

tarafından kalkınma amaçlarına yönelik ihtiyaç duyulan hammadde, ara mamul ve mamul ürünlerin ithalatının finansmanı amacıyla kullanılan kredilerdir. *Bağlı ve Serbest Krediler*: Kredi sözleşmeleri çerçevesinde kredi kullanan ülkeye kredinin belli bir ülke veya mala yönelik kullanım yapma zorunluluğu varsa bu krediler bağlı kredilerdir. Borçlu ülke krediyi ilgili ülkeden tercih ettiği malların satın alımında kullanabiliyor ise “*ülkeye bağlı kredi*”, krediyi alacaklı ülke tarafından belirlenmiş olan malların satın alımında kullanma zorunluluğu varsa “*ülkeye ve mala bağlı krediler*” olarak tanımlanır. Kredi herhangi bir şarta bağlı olmaksızın kullanılmış ise serbest kredi niteliğindedir. *İhracat (Satıcı) Kredileri*: Özel firmalar tarafından yurtdışındaki firmanın kendi ürettiği mal ve hizmetin satın alınmasına yönelik ithalatçı işletmelere tamamen ticari koşullarda sağladığı kredilerdir. Krediyi veren satıcı firmalar krediyi, kendilerine teminat veren bazı özel kurum veya yarı kamusal mali kuruluşların denetimine vermektedir. Kredi riskinin %80-90’lık kısmı bu kuruluşlarca üstlenmekte, geri kalanı satıcı üzerinde kalmaktadır. Bu mali kurumlar arasında ABD’de American Export-Import Bank (American EXIMBANK), İngiltere’de Export-Credit Guaranties Department gibi kuruluşlar vardır. *Borç Ertelemeleri ve Refinansman Kredileri*: Borç ertelenmesi borçların farklı koşullar taşıyan bir diğer borçlanma işlemi ile değiştirilmesidir. Borcun ödenmesinin sonraki yıllara ertelenmesine borç ertelenmesi ya da borç tecili denir. Refinansman kredisinde ise borç alacaklı ülke tarafından sağlanan yeni bir finansmanla ödenmekte ve bu yeni finansman yeni bir borç olarak kabul edilmektedir. Özellikle az gelişmiş ve gelişmekte olan borçlu ülkeler borç ertelemeleri ve refinansman kredileri sayesinde yaşadıkları mali olarak zor koşullardan geçici bir süre ile dahi olsa kurtulabilirler.

4.3.3.2.2.2.Dış Yardımlar

Dış yardımlar *teknik yardımlar, savunma yardımları, konsorsiyum yardımları ve hibe ve bağışlar* olarak sınıflandırılmaktadır. *Teknik yardımlar*, gelişmiş ülkeler tarafından az gelişmiş ülkelere kalkınma aşamasında eğitim, teknik bilgi, danışmanlık hizmetleri ve nitelikli personel desteği şeklinde teknolojik bilgi aktarımı amacıyla kullanılan kredilerdir. *Savunma yardımları*, Devletler arasında çoğu zaman gizli anlaşmalar çerçevesinde askeri amaçlı bazen hibe şeklinde, bazen de uzun vadeli kullanılan kredilerdir. *Konsorsiyum yardımları*, az gelişmiş bir ülkenin kalkınmasına yardımcı olmak amacıyla o ülkeye iki taraflı yardım vermek isteyen ülkelerle, uluslararası ekonomik kuruluşların mali birliktelik içinde kullandıkları kaynaklardır (Seyidoğlu, 2009). *Hibe ve Bağışlar* ise, gelişmiş ülkeler tarafından gelişmekte olan ülkelere çoğunlukla mal şeklinde geri ödemesiz ve faiz ödemesi olmaksızın

uygulanmasıdır. Dış yardım ile hibe ve bağışlar arasındaki temel fark, dış yardımlar belirli oranda karşılıklı, hibe ve bağışlar ise karşılıksızdır.

Ekonomik İşbirliği ve Kalkınma Teşkilatına (OECD) bağlı Kalkınma Yardımları Komitesi (Development Assistance Committee DAC) dış yardımları; *“Bir ülkeden başka bir ülkeye doğru, o ülkenin ekonomik gelişmesini arttırma amacıyla yapılan, hibe ve kredi şeklindeki finans akışları, teknik destek ve farklı amaçlarla yapılan kaynak aktarımları”* olarak tanımlamaktadır. DAC, *“bir kredinin yardım kategorisinde kabul edilebilmesi için en az yüzde 25 ve daha fazla hibe özelliği taşıması gerektiğini”* belirtmektedir (OECD, 2010). Uygulamada dış yardımların büyük bir kısmı sosyal altyapı-hizmetler ve ekonomik altyapı-hizmetler alanlarına yönelik yapılmaktadır. 2015 yılına ilişkin dış yardımların sektörler itibariyle dağılımı incelendiğinde; sosyal altyapı-hizmetler %34, ekonomik altyapı-hizmetler %19, üretim sektörleri %6, çoklu sektörler %10, mal yardımları ve genel program yardımları %2, borçlanmaya ilişkin faaliyetler %0.04, insanî yardımlar %11 ve diğer sınıflandırılmamış dış yardımların oranı %17’dir (OECD, 2017).

Kamu Borçlarının Yönetimi ve Ekonomi Üzerindeki Etkileri

1. Borç Yönetimi: Tanım ve Özellikleri

Borç yönetimi dar ve klasik anlamda *“Borçların süresi geldiğinde ödenmesi”* şeklinde tanımlanabilir. Kıta Avrupası’nda ve Fransa’da başlangıçta borç yönetimi anlayışı, borcun akdinden ödenmesine kadar geçen süre içinde sözleşmenin gerektirdiği her çeşit işlemlerin yerine getirilmesi ve sözleşme hükümlerinin değiştirilmesi ile ilgili her türlü işlemleri kapsamaktadır (Açba, 1991). Bu anlayış Anglo-Amerikan anlayışıyla farklılaşmış ve çeşitli Amerikan maliye kitaplarında borç yönetimi; *“Bir ülkenin ekonomi politikasına yardımcı olmak ve ekonomik dengenin sağlanması amacıyla kamu borçlarının miktarında ve bileşiminde değişiklikler yapmak”* olarak tanımlanmış ve para ve maliye politikası dışında ekonomi politikasının bir parçası olarak kabul edilmiştir (İnce, 2001).

Kamu borç yönetimi, kamu kesimi finansman ihtiyacının ve ödeme yükümlülüklerinin en düşük maliyet ve kabul edilebilir risk düzeyinde karşılanmasını, para ve maliye politikası ile uyumlu bir şekilde amaç ve hedeflere ulaşmayı amaçlamaktadır (Cangöz ve Balıbek, 2012). Borç yönetiminin; kamu kesimi nakit ihtiyacını gidermek, mali piyasalardan sürekli borçlanma işlemi gerçekleştirmek, borçlanma işlemlerinin piyasalar üzerindeki olumsuz etkilerini azaltmak, kamu borçlanma araçlarının çeşitliliğini artırmak ve kamu borçlanmasında dengeli bir vade yapısının oluşumunu sağlamak şeklinde farklı amaçları bulunmaktadır (Dedeoğlu, 1995). Kamu borç yönetiminde asıl amaç kamu kesimi finansman gereksiniminin karşılanması olsa da, para politikasının desteklenmesi, finansal piyasaların gelişiminin desteklenmesi,

maliyet ve risk unsurlarının dikkate alınması gibi mali nitelikte olmayan amaçların da etkin borç yönetimi için dikkate alınması gerekmektedir (Köstekçi ve Yıldız, 2019).

Borç yönetiminin amacı, borcun miktar (*büyüklik*) ve borcun yapısında (*vadesi, faiz oranları, geri ödeme koşulları vd. sağlanan menfaat ve teminatlar*) yapılacak iyileştirmeler ile ekonomik hedeflere ulaşmaktır (Köstekçi ve Yıldız, 2019). Başarılı bir borç yönetiminden temel beklentiler şunlardır (Uluatam, 2009):

- Devlet için en düşük maliyetle bir borçlanma politikası oluşturmak,
- Borçlanma koşullarının ekonomik koşullara ve gerekliliklere uygun olması,
- Borç servisi yükünün azaltılması,
- Borçlanma gereksinimi kadar devlet borçlanma senetlerinin satışının gerçekleştirilmesi.

Ülkemizde Hazine ve Maliye Bakanlığı 2003 yılından itibaren etkin borç ve risk yönetimi ile ilgili olarak “*Stratejik Ölçüt*” uygulamasına başlamış ve iç borçlanma stratejisi açısından aşağıdaki ölçütleri belirlemiştir (Hazine Müsteşarlığı, 2017c):

“Borçlanmanın ağırlıklı olarak TL cinsinden yapılması, TL cinsi borçlanmanın ağırlıklı olarak sabit faizli enstrümanlarla yapılarak, gelecek 12 ayda faizi yenilenecek senetlerin payının azaltılması, ortalama vadenin piyasa koşulları elverdiği ölçüde uzatılarak, vadesine 12 aydan az kalmış senetlerin payının azaltılması, nakit ve borç yönetiminde oluşabilecek likidite riskinin azaltılması amacıyla güçlü nakit rezervi tutulmasıdır.”

M. Duverger “Finances Publiques” isimli eserinde borç yönetimini iki grupta sınıflandırmıştır (İnce, 2001); *Normal (olağan) Borç Yönetimi*; Borçların belirlenmiş olan vadelerde anapara ve faizlerinin ödenmesine ilişkin işlemleri içerir. *İstisnai (olağanüstü) Borç Yönetimi*; Genellikle hükümetlerin ekonomik ve mali açıdan beklenmeyen durumlarla karşılaştıklarında uyguladıkları borç yönetim türüdür. Olağanüstü borç yönetimi konsolidasyon (tahkim), konversiyon (borçların değiştirilmesi) ve moratoryum işlemlerini kapsar. Çok sınırlı da olsa bu uygulamalara ilave olarak monetizasyon ve olağanüstü vergi konması işlemleri de uygulamada görülmektedir.

1.1.Normal (Olağan) Borç Yönetimi

Normal koşullarda devletin borç yükünün ortadan kalkması veya azaltılması ödeme yaparak gerçekleştirilir.

1.1.1.Borcun İtfası (Amortismanı)

Kamu borçlanma araçlarının ihraç edildiği tarihte belirlenen vadede anapara ve faiz ödemelerinin gerçekleştirilmesi işlemine borcun “itfası” veya “amortismanı” denir. Ülkemizde borç itfa işlemleri Hazine ve Maliye Bakanlığı tarafından yürütülmektedir. Borç ödeme türleri farklı şekillerde yapılabilmektedir. Bu yöntemler (Yaşa, 1978; Açba, 1991; İnce, 2001; Bilge, 2012):

Zorunlu (Cebri) İtfa; Borçlanma işlemleri gerçekleştirilirken başlangıçta sözleşmede belirlenen faiz ve anapara geri ödeme zamanlarında devletin borç ödeme yükümlülüğünü yerine getirmesidir.

İhtiyari (İsteğe Bağlı) İtfa; Bütçe imkânlarının iyi olduğu dönemlerde kamu borç yükünü azaltmak için vadesi gelmemiş borçların erken ödenmesidir. (1)Devletler borç stokunu azaltmak için, vadesi gelmemiş olan devlet iç borçlanma senetlerini sermaye piyasalarından satın alarak karşılığında ödeme yapabilirler. (2)Borçların erken ödenmesi için amortisman fonu oluşturup bu fona bütçeden kaynak aktarabilirler. (3)Yine borçların ödenmesi için oluşturacakları amortisman fonuna bazı vergi gelirlerini tahsis ederek kaynak yaratabilirler.

Borcun Yeni Borçla İtfası; Vadesi gelen borçların ödemelerinin yeni borçlanmalar ile yapılmasıdır. Bu ödeme türü borç stokunu azaltmaz, sadece borcun vade yapısını uzatma imkânı sağlayarak o günkü koşullarda bütçe imkânlarını rahatlatır.

Bütçeden Ödenek Ayırma Usulü; Her yıl uygulamaya giren bütçeye o yıl geri ödemesi yapılacak borçların anapara ve faiz karşılığı olarak ödenek konarak, bu ödeneklerin vade geldiğinde borç servisi için kullanıldığı yöntemdir.

Dr. Price’ın Otomatik İtfa Önerisi; 18. Yüzyılda İngiliz matematikçi Dr. Price devlet borçlarının finansmanı için “otomatik amortisman” yöntemini önermiştir. Dr. Price’a göre, devlet her yıl borçların ödenmesi için belirli bir fon ayıracaktır. Bu fonu borçların ödenmesi için kullanmayıp bu fon ile tahvil satın alacaktır. Bileşik faiz işlemesi sonucu fonun değerinde artış meydana gelecek ve borcun geri ödeme zamanı geldiğinde bu fondan ödeme yapılacaktır. Dr. Price’ın bu önerisi, 1870’li yıllara kadar İngiltere’de uygulanmış, ancak beklenen başarı sağlanamadığından dolayı terk edilmiştir.

Monetizasyon Yoluyla Borçların İtfası; Monetizasyon devlet borçlarının para basmak suretiyle ödenmesidir. Uygulamada merkez bankalarından para basmak suretiyle yapılan borç ödemeleri enflasyonist baskıya sebep olacağından tercih edilmemektedir. Bu tür borç ödemenin uzun vadede ekonomik ve sosyal dengeler üzerinde olumsuz etkiler meydana getireceği

beklentisi yüksektir. Ayrıca monetizasyon yoluyla borç ödeme sadece iç borçların geri ödenmesinde kullanılabilir bir yöntemdir.

1.1.2. Borcun Ödeme Yapılmadan Azalması veya Sona Ermesi

Devlet borçlarının anapara ve faiz yükümlüğünün ortadan kaldırılmasının normal yolu borcun itfasıdır. Ancak devlet borçları uygulamada normal olmayan yollarla da azaltılabilmektedir. Bunlar, *borcun reddi ve borcun silinmesidir* (Öğretir, 2016):

Borcun Reddi; Devletin tek taraflı aldığı kararla borçlarının tümünü veya belirli bir kısmını ödemeyeceğini bildirmesidir. Borç reddi niteliğindeki işlemler genellikle ülkelerde rejim değişiklikleri, olağanüstü siyasi olaylar gibi gelişmeler sonucunda gerçekleşmektedir. Örneğin; 1917'de Rusya'da Çarlık Rejiminin yıkılması sonrasında gelen hükümet, kendinden önceki döneme ait iç ve dış borçları ve bunlara sağlanan teminatları reddetmiştir.

Borcun Silinmesi; Alacaklıların mali durumu kötüleşen, ekonomik ve siyasi sorunlardan dolayı sorunlar yaşayan bir ülkenin borçlarını kısmen veya tamamen silmesidir. Gelişmiş ülkeler veya uluslararası mali kuruluşlar bazı ülkelerin karşılaştıkları sorunlar sonrası bu ülkelerin borçlarını kısmen veya tamamen silmektedirler. Örneğin: G7 ülkeleri, OECD kapsamındaki bazı ülkeler HPIC ülkelerinin (Aşırı borçlu yoksul ülkeler) borçlarına yönelik bu tür uygulamalar yapmaktadırlar.

1.2. İstisnai (Olağanüstü) Borç Yönetimi

Genel kabul görmüş istisnai borç yönetimi uygulamaları *konsolidasyon (tahkim)*, *konversiyon (borcun değiştirilmesi)* ve *moratoryumdur* (Ulusoy, 2004; Yılmaz, 2021; Açıba, 1991; Türk, 2002; Müftüoğlu, 1998; Koçkar, 1998):

1.2.1. Konsolidasyon (Tahkim)

Konsolidasyon, kısa vadeli borçlanma senetlerinin uzun vadeli veya süresiz borçlanma senetlerine dönüştürülmesidir. Çoğu kez alacaklıya vade uzatımı karşısında yeni çıkarlar (genellikle yüksek faiz oranı) sağlanarak gerçekleştirilen bir işlemdir. Bu işlemde yeni bir borç söz konusu olmamakta, eski borcun miktarı değişmeksizin borcun koşullarında değişiklik yapılmaktadır. Devletlerin konsolidasyona başvurmasının genellikle iki nedeni vardır. Bu nedenler mali ve ekonomik nedenlerdir (Ulusoy, 2004): (1)Devletin kısa vadeli (dalgalı) borçların yani vadesi yaklaşmış olan borçların ödenmesine yönelik mali sıkıntı içinde olması, (2)Kısa vadeli borçların ödemesi gerçekleştirildiğinde piyasada yeni satın alma gücünün artışıyla ekonomik dengede bozulma (enflasyonist baskı) olma ihtimali

var ise borçların ödenmesini belirli bir süre geciktirme stratejisi olarak konsolidasyon işlemini uygulayabilir.

Konsolidasyon işlemi, devlet tarafından tek taraflı bir karar ile uygulanırsa (zorunlu) alacaklıların devlete olan güvenini sarsabilir. Bu işlem sonucunda devlet kısa vadede mali rahatlama yaşasa da uzun vadede faiz yükünün artmasından dolayı borç yükünün artmasına neden olur. Ayrıca ekonomilerde deflasyonist bir sorun var ise, talep yetersizliğini derinleştirerek bu ortamın devamını tetikler veya piyasaya aniden çıkacak para akımı önlenerek enflasyonun kontrol altına alınmasına yani enflasyonla mücadeleye katkı sağlar (Türk, 2002; Müftüoğlu, 1998). Konsolidasyon işlemi zorunlu ve gönüllü olmak üzere iki şekilde yapılmaktadır (Ulusoy, 2004; Açıba, 1991; İnce, 2001; Bilge, 2012).

1.2.1.1.Zorunlu Konsolidasyon (Cebri Tahkim)

Bu yöntemde devlet kısa vadeli hale gelmiş olan borcu uzun vadeli bir borç haline getirdiğini ilan ederek konsolidasyonu gerçekleştirmiş olur. Bu işlemi yaparken alacaklılara bazı menfaatler sağlayarak (uzun dönemde daha yüksek faiz oranı gibi) onların tepkilerini azaltmayı hedefler. Cebri konsolidasyonda, zorunluluk, keyfi bir karar değil hukuki bir işlemdir. Bu tür bir konsolidasyon işleminde devletten alacaklı durumda olanların alternatif bir karşılık talep etme hakkı olmayıp sözü edilen uygulamayı kabul etmek durumundadırlar (Koçkar, 1998). Bu konsolidasyon türü, tasarruf sahibinin devlete bir daha borç verme eğilimi konusundaki davranışlarını olumsuz etkileyecektir.

1.2.1.2.Gönüllü Konsolidasyon (İhtiyari Tahkim)

Bu konsolidasyon türünde alacaklılar, ellerindeki kısa vadeli borçlanma senetlerini uzun vadeli senetlerle değiştirmede serbesttirler. Devlet alacaklıları bu işleme zorlamamaktadır. Bu konsolidasyon türü iki şekilde gerçekleşebilir.

1.2.1.2.1.Dolaylı İsteğe Bağlı Konsolidasyon

Devlet borçlanmak amacıyla piyasaya uzun vadeli borç senetleri ihraç eder. Buradan sağladığı gelir ile geri ödeme süresi gelen kısa vadeli borçlanma senetlerini öder. Ellerinde kısa vadeli borçlanma senedi bulunduranlardan isteyenler, devletin ihraç ettiği yeni uzun vadeli tahvillerden satın alarak konsolidasyon işlemini kabul ederler. Uzun vadeli borçlanma senetlerinden satın almak istemeyenler ise vadesi gelen kısa vadeli senetlerinin bedellerini tahsil ederler (Ulusoy, 2004). Bu yöntemde alacaklıya tercih hakkı tanınmıştır. Alacaklılar kendilerine erken ödeme yapılması ve konsolidasyon arasında tercih yapacaklardır. Ellerinde devletin borç senedi bulunan alacaklılardan

arzu edenler borç senedinin vadesi dolmadan önce devlete borç olarak verdikleri anaparayı geri alabilme ile kendilerine alacaklarından vazgeçme karşılığı olarak daha iyi şartlar, avantajlar sunan tahkim arasında bir tercih yapmak durumunda kalacaklardır.

1.2.1.2.2. Dolaysız İsteğe Bağılı Konsolidasyon

Devlet, uzun vadeli yeni ihraç ettiği borçlanma senetlerini ellerinde kısa vadeli borçlanma senedi bulunduranlardan bunları para gibi kullanıp satın almalarını ister. Bu işlemi tercih etmek istemeyenlere ise kısa vadeli borçlanma senetlerinin bedelleri ödenir (Ulusoy, 2004).

1.2.2. Konversiyon (Borcun Değiştirilmesi)

Konversiyon; Devletin borç yükünü hafifletmek amacıyla anaparası aynı olan yüksek faizli kamu borçlanma senetlerinin düşük faizli borç senetleriyle değiştirilmesi işlemidir. Konversiyon ile faiz oranı yüksek ve ödeme zamanı yaklaşmış olan devlet iç borçlanma senetleri nispeten daha düşük faizli yeni senetlerle değiştirilir. Burada borcun anapara miktarında ve vadesinde herhangi bir değişiklik yapılmamakta, devletin borç yükünü hafifletmek amacıyla sadece tahvillere uygulanan faiz oranında bir indirimde gidilmektedir (Açba, 1991). Bazı durumlarda konversiyon işlemi tersine de uygulanabilir. *Tersine Konversiyon ise*; Anaparası aynı olan düşük faizli devlet tahvillerinin yüksek faizli devlet tahvilleri ile değiştirilmesine denir.

Devletin borçların değiştirilmesi işlemine girişmesi için belli koşulların bir araya gelmesi gerekir. Bu koşulları şöyle sıralayabiliriz (Açba, 1991; İnce, 2001; Türk, 2002): (1) Konversiyona girişmek için önce piyasada geçerli cari faiz oranlarının eski borçlanmaya kıyasla daha düşük bir düzeyde olması gerekir. Ancak böyle bir durumda tasarruf sahipleri ellerindeki yüksek faizli tahvilleri verip, bedellerini alacakları yerde cari faize nazaran daha yüksek bulunan düşük faizli tahvilleri almayı tercih edebilirler (2) Konversiyon için, devletin mali koşullarının bu işlemler için uygun olması gerekir. (3) Devlete borç verenlerin güvenini kazanmak için konversiyon işleminin açık ve basit bir teknikle yapılması gerekir. Anaparaları aynı olan yüksek faizli borçların düşük faizli borç haline gelmesi sonucunda devletin vade sonunda ödeyeceği faiz azalır. Dolayısıyla konversiyon işlemi borç yükünü hafifleten bir işlemdir.

1.2.2.1. Cebri ve İhtiyari Olma Yönünden Konversiyon

Konversiyon işlemi zorunluluk özelliği yönünden *zorunlu (cebri) konversiyon* ve *ihtiyari (gönüllü) konversiyon* şeklinde iki şekilde sınıflandırılmaktadır.

1.2.2.1.1.Zorunlu (Cebri) Konversiyon

Cebri konversiyonda, tahvil sahibinin isteğine bakılmaksızın önceden ihraç edilmiş olan yüksek faizli tahviller yeni ihraç edilmiş olan düşük faizli tahvillerle değiştirilirler. Devletin bu şekilde hareket etmesinin mali, ekonomik ve politik sebepleri vardır. Devletin tek taraflı olarak borçlanmanın şartlarını değiştirmesi ve alacaklıyı yeni şartlara zorlaması devlete duyulan güven ve devletin itibarı açısından yerinde bir uygulama değildir (Açba, 1991). Zorunlu konversiyon işlemine genellikle olağanüstü durumlarda ve devletin borç yükünün hafifletilmesine ilişkin başka seçeneklerin kalmadığı dönemlerde başvurulmaktadır (Ulusoy, 2004).

1.2.2.1.2.İhtiyari (göniüllü) Konversiyon

Bu konversiyon türünde devlet, alacaklıların sahip olduğu yüksek faizli tahvilleri daha sonra çıkarılan ve faizleri önceki tahvillere göre daha düşük olan tahvillerle değiştirmeye davet eder veya onlara tahvillerin nominal değerlerini ödeyeceğini bildirir. Alacaklılar, serbest piyasadaki cari faizin oranını düşük olması ve alacakları parayı daha iyi değerlendiremeyeceklerini düşünmeleri nedeniyle ellerindeki tahvilleri düşük faizli tahvillerle değiştirmeyi tercih edebilmektedirler (Açba, 1991). Devletin alacaklıları bir şekilde, tahvillerin erken ödenmesi ile nominal değerini talep etmek veya piyasa faizinden yüksek ancak daha önce belirlenmiş tahvil faizinden düşük bir faiz getirisini kabul etmek arasında tercihe zorlaması alacaklıların tümüyle serbest karar verme niteliğini ortadan kaldırmaktadır.

1.2.2.2.Sözleşmenin Değiştirilme Biçimleri Yönünden Konversiyon

Sözleşme koşullarındaki değişikliklere bağlı konversiyon türleri dört tanedir: *Başa baştan konversiyon*, *başta başın altında konversiyon*, *fark ödemeyi gerektiren konversiyon* ve *kademeli konversiyon*dur.

1.2.2.2.1.Başa Baştan Konversiyon

Bu konversiyon şekli en basit olanıdır. Bu usulde,150 TL nominal değerli %10 faizli bir tahvil, nominal değerini değiştirmeksizin, örneğin %5 faizli yeni bir tahville değiştirilir. Bu konversiyon türünde borcun ana parası değişmez, faiz ödemelerinde azalış etkisi meydana gelir (Açba, 1991; İnce, 2001; Yılmaz, 2021).

1.2.2.2.2.Başa Başın Altında Konversiyon

Bu konversiyon işlemiyle, nominal borç miktarı artırılarak faiz oranında bir miktar daha indirim sağlamak amaçlanmaktadır. Bu işlemde eski borç

senetleri nominal değerinin altında (başa başın altında) ve daha düşük faizli senetlerle değiştirilmektedir. Başa başın altında yapılan konversiyonda, devletin nominal borç stoku artar. Fakat faiz yükü, başa baştan konversiyonda gerçekleşecek olan faiz yükünden daha düşük bir seviyeye çekilmiş olur (Açba, 1991). Bu uygulamayı bir örnek yardımıyla şöyle açıklayabiliriz (Bilge, 2012): Piyasa cari faiz oranı %30 düzeyinden %20 düzeyine düşmüş olsun. Devlet faiz düşüşünden yararlanmak için isterse yeni ihraç edeceği 100 TL nominal değerli %16 nominal faiz oranlı tahvillerini iskontolu olarak (%20 iskontolu) 80 TL'den satışını yapar. Bu işlem sonucunda yıl sonunda faiz ödemelerini senetlerin nominal bedelleri üzerinden yapacağından devlete borç verenlerin eline piyasa faiz oranına eşit faiz geliri geçeceğinden bir kayıpları olmayacaktır ($100TL \times \%16 = 16 \text{ TL faiz geliri}$, *İskontolu alış yapıldığından gerçek faiz geliri 16 TL/80 TL = %20 olacaktır*). Ancak devletin ödeyeceği faiz yükünde %4 oranında bir düşüş olacaktır (%20 - %16 = %4). Ancak bu kazanç borçların geri ödenmesinde 20 TL daha fazla anapara yüküne katlanma karşılığında gerçekleşecektir (*Tahvil satış bedeli 80 TL, geri ödeme bedeli ise 100TL*). *Bu konversiyon işlemi sonucunda devletin borç miktarı artmakta, faiz yükü ise başa baştan yapılacak konversiyondan daha düşük bir seviyeye düşmektedir. Bu yüzden devlet açısından borç stokunu arttıran faiz yükünü azaltan bir işlemdir* (Açba, 1991; İnce, 2001; Yılmaz, 2021).

1.2.2.2.3.Fark Ödemeyi Gerektiren Konversiyon

Bu tür konversiyonda, tahvil sahipleri elde ettikleri faiz geliri düzeylerinde bir değişme olmaması için piyasa faiz oranlarındaki düşmeye karşılık, belirli bir ölçüde ilave devlete borç vermeye davet edilmektedirler. Bu konversiyon yönteminde, devletin faiz yükünde bir değişiklik olmamakta, ancak borç anapara yükünde (nominal borç stokunda) artış meydana gelmektedir (Açba, 1991; İnce, 2001; Yılmaz, 2021). Örneğin; devletin ihraç ettiği tahvil faizi %20 ve piyasada şu an geçerli faiz oranı ise %10 olsun. Devletten 100.000 TL nominal değerli tahvil satın alarak faiz geliri elde edecek kişinin beklediği faiz geliri 20.000 TL'dir. Devlet tahvillerin faiz oranını değiştirmeden alacaklıların da gelir kaybına uğramamaları için kendisine faizsiz ilave 100.000 TL daha borç verilmesini talep etmektedir. Bu durumda tahvil faiz oranı doğrudan değişmemiş olacaktır ama dolaylı olarak düşecektir. Yeni durumda toplam borç olarak verilen miktar 200.000 TL, elde edilen faiz geliri ($[100.000 \times \%20 = 20.000] + [100.000 \times \%0 = 0]$) 20.000 TL'dir. Yani faiz oranı dolaylı olarak %20'den %10'a düşmüştür. Bu konversiyon türünde devletin ödemesi gereken faiz yükü değişmemiş, borç stoku artmış ve faiz oranı ise dolaylı olarak düşmüştür.

1.2.2.2.4.Kademeli Konversiyon

Piyasa faiz oranlarındaki düşüğe bağlı olarak, yüksek faizli devlet borçlanma senetlerinin kademeli olarak düşük faizli tahvillerle değiştirilmesidir. Borcun anaparası değişmez, borç faiz ödemeleri ise kademeli olarak azalış gösterir. Buradaki amaç tahvil sahiplerine uğrayacakları gelir kaybını aniden hissettirmemektir (Açba, 1991; İnce, 2001; Yılmaz, 2021).

1.2.3. Moratoryum (Durdurma veya Erteleme)

Ağırlıklı olarak dış borçlanmada borç yükümlülüklerinin zamanında yerine getirilmemesi durumundan borcun reddedilmeden geri ödemelerin geçici bir süre durdurulması yani ertelenmesi işlemidir. Moratoryumda borçlu ülke ödeme gücünü kaybetmesi nedeniyle borçlarının tümünü veya bir kısmını ödeyemeyeceğini ilan eder ve genelde borçlu ve alıcı arasında borcun yeniden yapılandırılması ile sonuçlanır. Osmanlı İmparatorluğunda Düyun-u Umumiye İdaresi (Genel Borçlar İdaresi) birbirini izleyen 1875, 1876 ve 1881 yıllarındaki dış borçların ödenememesi (temerrüt) sonucu kurulmuştur. 1876 Mart ayında ödenmesi gereken 1858 borç kuponları ödenememiş, 1869 ve 1873 kupon bedellerinin ödenmesi ise ertelenmiştir. Bu gelişmeler üzerine, Osmanlı Hükümeti 6 ay kadar sonra Nisan 1876'da bütün borçların ödenmesini tamamen durdurarak "moratoryum" ilan etmek zorunda kalmıştır (Yılmaz, 2021; Özdemir, 2009). Ayrıca Cumhuriyet Döneminde de Türkiye'de borçların geri ödenmesinde sıkıntıya düşülmesi üzerine 1958 yılında moratoryum ilan edilmiştir. Benzer şekilde Rusya'da yaşanan finansal krizin etkisiyle bu ülkede 1998 yılında moratoryum ilanı yapılmıştır.

2. Kamu Borç Yönetiminde Risk Yönetimi

Bir ekonomide en kapsamlı finansal portföy niteliğindeki kamu borç portföyü devlet bütçesi üzerinde riskli etkiler oluşturmasının yanında, özel kesim açısından da riskler oluşturmakta ve ekonomide kamu borcu kaynaklı oluşacak ani şoklara karşı ekonomiyi savunmasız bırakmaktadır. Bu açıdan risk yönetimi kapsamında kamu borç portföyünün risk unsurlarını tanımlamak, ani şoklara karşı oluşacak krizlerin etkilerini azaltmak ve kamu borç yöneticilerinin karşılaşacağı muhtemel risklerin tespit edilmesine yönelik çalışmalar yapmak önemlidir (Köstekçi ve Yıldız, 2019). Kamu borçlanmasında risk yönetimine gerek duyulmasının sebepleri olarak; "Kamu borç stoklarındaki yükseliş, uluslararası piyasalardaki hızlı değişim, finansal piyasalarda küreselleşme etkileri, ekonomik krizler sonrasında kamu kesimi borçlarının karşılaştığı risk unsurlarındaki artış ve kamu borçlanmasının orta/uzun dönemli perspektifte değerlendirilmesi zorunluluğu" belirtilmektedir

(Tosunoğlu, 2019). Kamu borç yönetiminde başarılı risk analizi süreci, etkin risk analizi, risklerin doğru tanımlanması, risk türlerinin belirlenmesi, risk kapsamının geniş tutularak kapsamlı riski analizlerinin yapılması ve farklı risk senaryolarına uygun alternatif borçlanma stratejilerinin oluşturulması ile sağlanabilir (Tosunoğlu, 2019).

4749 sayılı “Kamu Finansmanı ve Borç Yönetiminin Düzenlenmesi Hakkında Kanun” ve ikincil mevzuatı çerçevesinde, Hazinesinin varlık ve yükümlülüklerinin yönetimine ilişkin stratejilerin belirlenmesi Borç ve Risk Yönetimi Komitesi’nin (BRYK) sorumluluğundadır. Kamu borç, alacak ve nakit yönetimine ilişkin temel riskler olan piyasa riski, kredi riski ve operasyonel risk, BRYK’nin belirlediği esaslar ve politikalar kapsamında yönetilmekte ve düzenli olarak BRYK’ye raporlanmaktadır (HMB, 2022). Kamu borç yönetiminde riskleri azaltmak için kullanılan “stratejik ölçüt politikaları” temel olarak, Hazine’nin maruz kaldığı piyasa ve likidite risklerinin belirlenen sayısal hedefler doğrultusunda yönetilmesini hedeflemektedir. Stratejik ölçütlerin farklı piyasa tercihleri ile test edilebilecek düzeyde güçlü, kontrol ve ölçüm işlevini yerine getirecek düzeyde basit ve şeffaf, belirlenen borç ve risk yönetimi amaçlarını sağlayacak kadar etkin ve uygulanabilir olması ve uzun vadeli bir perspektif çerçevesinde tespit edilmesi gerekmektedir (Balıbek vd., 2012). Ülkemizde de HMB 2003 yılından itibaren borç ve risk yönetimine ilişkin olarak “**Stratejik Ölçüt**” uygulamasına geçmiş ve bu kapsamda belirlediği stratejik ölçüt ve göstergeleri şu şekilde belirlemiştir (HMB, 2023g):

-Borçlanmanın ağırlıklı olarak TL cinsinden yapılması ve yurt içi döviz cinsi borç stokunun azaltılması,

-Piyasa çeşitliliğinin sağlanması amacıyla uluslararası piyasalarda ABD dolarının yanında imkân olması durumunda diğer döviz cinslerinden de ihraç yapılması,

-Faiz giderlerinin optimal şekilde yönetilmesini teminen uygun enstrüman ve vade bileşimi dikkate alınarak, gelecek 12 ayda faizi yenilenecek senetler ile vadesine 12 aydan az kalmış senetlerin payının belirli bir seviyede tutulması,

-Nakit ve borç yönetiminde oluşabilecek likidite riskinin azaltılması amacıyla güçlü nakit rezervi tutulması.

Kamu borç, alacak ve nakit yönetimine ilişkin temel riskler; bütçe ve mali riskler, piyasa riski (likidite, faiz ve döviz kuru riski), kredi riski, operasyonel risk, borç çevirme riski ve sistemik risk olarak sınıflandırılmaktadır (HMB, 2022; Tosunoğlu, 2019; Köstekçi ve Yıldız, 2019; Balıbek ve Taşkın, 2012):

2.1. Bütçe ve Mali Riskler

Kamu borç yönetimi ve nakit yönetimi kapsamında gerekli önlem ve politikaların oluşturulmasında kamu maliyesindeki mali dengenin izlenmesi, tahmini ve muhtemel risklerin belirlenmesi en önemli girdiyi oluşturmaktadır. Bu kapsamda Merkezi Yönetim Bütçe (MYB) gerçekleştirmelerinin takibi, bütçe tahminlerindeki sapmalar analiz edilerek kamu borç yönetimine sağlıklı verilerin aktarımı sağlanmaktadır (HMB, 2022). Bütçe ve mali riskler kapsamında; MY bütçe dengesi, MY bütçe faiz dışı denge, MY bütçe gelirleri ve MY bütçe giderlerinin GSYİH'ya oranlarındaki Orta Vadeli Program tahminleri ve gerçekleştirmeleri analiz edilmektedir (HMB, 2022).

MYB dengesinin GSYH'ya oranının seyri 2008-2021 döneminde şöyle bir seyir izlemiştir: 2008 yılında (%-1.7) iken 2009 küresel finans krizinin etkisiyle bütçe açığındaki yükseliş (%-5.2), takip eden yıllarda sıkı maliye politikası uygulamaları bütçe dengesinde iyileşmelerin ortaya çıkmasını sağlamıştır. 2010 yılında %-3.4, 2013-2016 yılları arasında bütçe açıkları %-1.0 ile %-1.9 arasında değişen oranlarda yatay bir seyir izlemesine rağmen, 2018 yılının son çeyreğinde yaşanan iktisadi dalgalanmanın kamu maliyesi üzerindeki etkileri 2019 yılında da devam ederek %-2.9, 2020 yılında Covid-19 salgın etkisinin azaltılması amacıyla uygulanan genişlemeci maliye politikaları bütçe açığında %-3.5 oranına yükselişe neden olmuştur. 2021 yılında salgın sonrası dönemde ekonomik aktivitede görülen canlanma ve bütçenin gelir performansındaki iyileşmeler bütçe açığının 2020 yılına göre azalmasına neden olmuş ve %-2.8 olarak gerçekleşmiştir (HMB, 2022).

2.2. Piyasa Riski

“Piyasa Riski” kamu borç dinamiklerinin döviz kurları, faiz oranları ve enflasyon gibi piyasa değişkenlerinden etkilenmesi, “Likidite Riski” ise, Hazine işlemleri için gerekli finansmana erişimde sıkıntı yaşanması olarak ifade edilmektedir. HMB tarafından 2003 yılında uygulamaya konulan stratejik ölçüt uygulaması ile Hazine portföyünün maruz kaldığı risk faktörleri dikkate alınarak cari yıl ile takip eden iki yıla ilişkin hedefler belirlenmektedir. Bu kapsamda, 2021 yılında karara bağlanan stratejik ölçüt ve göstergeler şunlardır (HMB, 2022): *“Likidite Riski: Ortalama vadenin piyasa koşulları elverdiği ölçüde uzatılarak vadesine 12 aydan az kalmış senetlerin payının azaltılması, nakit ve borç yönetiminde oluşabilecek likidite riskinin azaltılması amacıyla güçlü nakit rezervi tutulması. Faiz Riski: Faiz giderlerinin optimal şekilde yönetilmesini sağlamak amacıyla borçlanma araçlarında uygun enstrüman ve vade bileşiminin oluşturulması, gelecek 12 ayda faizi yenilenecek senetlerin payının azaltılması. Döviz Kuru Riski: Borçlanmanın ağırlıklı olarak*

TL cinsinden yapılması, piyasa çeşitliliğinin sağlanması amacıyla uluslararası piyasalarda ABD Doları yanında diğer döviz cinslerinden de ihraç yapılması.”

Kamu borçlanmasında piyasa risklerini 2017-2021 döneminde değerlendirdiğimizde ulaşılan sonuçlar şunlardır (HMB, 2022): Likidite riski kapsamında vadesi 12 ay içinde dolacak borcun iç borç stoku içindeki payı %33 seviyelerinden 2017 yılında %12.8 seviyesine gerilemiştir. Ancak 2019 ve sonrasında salgın etkisiyle %20 seviyelerinin üzerinde seyretmiş, 2020 yılında %28.5 ve 2021 yılında %19.5 seviyesindedir. Ayrıca merkezi yönetim iç borç stokunun ortalama vadesi (süre) 2017 yılında 31.4 ay iken, 2020 yılında 20.2 ay ve 2021 yılında 19.7 ay'dır. Faiz riski kapsamında sabit faizli borçlanma araçlarının payı 2017 yılında %65'ler düzeyinde iken 2020 yılında %55.8 ve 2021 yılında %52.7 seviyelerinde gerçekleşmiştir. Döviz riskini azaltma anlamında merkezi yönetim borç stokunun TL/döviz kompozisyonu incelendiğinde 2016 yılında toplam borçlanmanın %61'i TL cinsi, %39'u döviz cinsi veya dövize endekli borçlanma iken, 2020 yılında %34 TL cinsi, %66'sı döviz cinsi veya dövize endekli borçlanma araçlarından oluşmaktadır. 2022 yılında ise vadesi 1 yıl içinde dolacak borcun iç borç stoku içindeki pay %21, merkezi yönetim iç borç stokunun ortalama vadesi 27.8 ay, sabit faizli borçlanmanın payı %54.8, MY borç stokunun TL/döviz kompozisyonu %34.5 TL cinsi ve %65.5'i ise döviz cinsi veya dövize endekslidir (HMB, 2023b).

2.3. Kredi Riski

Ülkemizde kamu borç yönetimi kapsamında HMB'nın karşı karşıya olduğu kredi riskinin kaynağını Hazine tarafından sağlanan geri ödeme ve yatırım garantileri, ikrazen kullanılan dış krediler, ikrazen ihraç edilen özel tertip iç borçlanma senetleri, KÖİ projeleri kapsamında verilen borç üstlenim taahhütleri ve diğer hazine alacakları oluşturmaktadır. Ayrıca kamu özel işbirliği (KÖİ) modelleri kapsamındaki projelere gelir garantisi, kredi garantisi veya döviz kuru garantisi olarak verilen garantilerin de Hazine'ye getireceği olası yükler açısından kredi riski taşıdığı değerlendirilmektedir (Memiş vd., 2012). Kredi riski kamu kuruluşlarının anlaşmalar çerçevesinde taahhüt ettikleri yükümlülükleri tam ve zamanında yerine getirmeme ya da getirememe riski olarak tanımlanmaktadır. Kredi riskinin oluşması durumunda oluşacak borçlanma gereksinimi kamu borçlanma politikalarını olumsuz etkileyecektir. Bu açıdan kredi riski yönetimi risklerin tahmin edilmesi ve gerekli tedbirlerin alınmasını amaçlamaktadır (HMB, 2022).

Kredi riskinin gerçekleşmesi durumunda ortaya çıkabilecek öngörülemez nakit ihtiyacı, borçlanma politikaları üzerinde olumsuz etki oluşturabilmektedir. Kredi riskinin yönetimi, söz konusu risklerin tahmin edilmesini ve gerekli önlemlerin alınmasını hedeflemektedir. HMB'nın

karşılaşılabileceği kredi risklerinin etkin yönetilmesi kapsamında aşağıdaki çalışmalarını yürütmektedir (HMB, 2022):

Kredi derecelendirme modeli aracılığıyla yararlanıcı kuruluşlara (Belediyeler, belediye bağlı kuruluşları, kamu bankaları, kalkınma ve yatırım bankaları ile kamu İktisadi Teşebbüsleri)’ne kredi notu verilmektedir. Kredi notu; Kredi derecelendirme modeli çerçevesinde oluşturulan kredi notları, kuruluşların temerrüde düşme olasılıklarına göre belirlenmektedir. Son iki yıl içinde temerrüde düşmemiş kuruluşlar A-D arasında kredi notu alırken, son iki yılın herhangi birinde temerrüde düşen kuruluşlar E veya F notu ile değerlendirilmektedir (HM, 2011). Kredi notları değerlendirmeleri; A (Minimum Riskli), B (Çok Düşük Riskli), C (Düşük Riskli), D (Orta Riskli), E (Yüksek Riskli) ve F (Çok Yüksek Riskli) olarak tanımlanmıştır (HM, 2011). Ülkemizde Hazine garantili ve ikrazlı kredi stokunda yer alan (A) kredi notuna sahip kuruluşların payı 2006 yılı sonu itibarıyla yüzde 36 seviyesinde iken 2021 yılı sonunda yüzde 82 seviyesine yükselmiştir (HMB, 2022). Ülkemizde 2007 yılından itibaren hazine garantili dış borç stokunun artışına karşılık, etkin kredi risk yönetiminin başarılı şekilde uygulanması sonucunda hazine garantili kredilerden HMB’nca üstlenim oranları düşüş göstermiştir. Bu çerçevede, 2003 yılında 672 milyon \$ üstlenim gerçekleştirilmiş iken, 2016 yılında 27 milyon \$ ve 2021 yılında ise 26 milyon ABD Doları üstlenim gerçekleştirilmiştir (HMB, 2022).

*2009 yılında dünya ekonomilerinde kendini hissettiren küresel finansal krizin Türkiye piyasalarındaki etkilerini azaltmak ve teminat sıkıntısı çeken firmaların finansmana erişimlerini kolaylaştırmak amacıyla Hazine destekli kefalet sistemi uygulanmaya başlanmıştır ve destek verilecek kredi garanti kurumu Kredi Garanti Fonu A.Ş. (KGF) olarak belirlenmiştir (HMB, 2022). 2009 yılında kredi garantisi sağlayan kredi garanti kurumlarına 1 Milyar TL (2015 yılında 2 Milyar TL, 2017 yılında 25 milyar TL, 2020 yılında 50 milyar TL) nakit kaynak aktarmak veya özel tertip iç borçlanma senedi ihraç etmek için HMB’na yetki verilmiştir. HMB tarafından destek verilecek ilk kredi garanti kurumu olarak **Kredi Garanti Fonu A.Ş. (KGF)** belirlenmiştir. Aralık 2016 tarihinden itibaren ise HMB ile Kredi Garanti Fonu arasında imzalanan bir protokol ile çok sayıda firmanın finansman ihtiyacına cevap verilmesi hedeflenerek; *Yararlanıcı tanımı genişletilerek KOBİ’ler dışındaki işletmelerin de yararlanmalarına imkân verilmiştir, yararlananların maliyetlerini azaltmak için komisyon oranları azaltılmıştır, kefalet oranları %85 düzeyine kadar (ibracatçılar için %100) artırılmıştır. 2009-2021 döneminde Hazine destekli kefalet sistemi kapsamında kullanılan kredi adedi (1.218.135), kullanılan kredi tutarı (581.338 Milyon TL) ve kefalet tutarı (492.175 Milyon TL) olarak gerçekleştirilmiştir (HMB, 2022).**

2.4. Operasyonel Risk

Borç yönetiminin yürütüldüğü kurumlarda piyasa riski ve kredi riski gibi riskler kurumları finansal yönden etkilerken operasyonel riskler tüm faaliyet alanlarını ve iş süreçlerini kapsadığı için tahmin edilmesi daha zor ve yıkıcı sonuçlar yaratabilmektedir (Tokaç vd., 2012). Operasyonel risk kavramı 1990'lı yılların başında gündeme gelmiş ve daha sonra Basel Bankacılık Denetim Komitesi, operasyonel riski yasal sermaye yükümlülüğüne tabi tutulan risk faktörlerine dahil ederek önemini arttırmış ve risk yönetiminde ayrı bir disiplin haline gelmeye başlamıştır. Operasyonel risk, çeşitli nedenlerle iş süreçlerinde yaşanan kayıplar olarak tanımlanmaktadır. Operasyonel riskler; *personel riski*, *teknolojik riskler*, *yasal riskler* ve *dışsal riskler* olarak gruplandırılmaktadır. Operasyonel risk yönetiminin başarısı, kurumun organizasyon yapısına, üst yönetimin liderliğine, risk farkındalığına ve güvenilirlik standartlarına uyumuna bağlı olarak değişmektedir (Tokaç vd., 2012).

Operasyonel riskler, yeni iş süreçlerine duyulan ihtiyaçlar, teknolojideki değişim, beklenmeyen olaylar, yeni yasal düzenlemeler gibi nedenlerle dinamik bir yapıya sahiptir. Operasyonel risklerin kontrol altına alınmasıyla; risklerin etkin bir şekilde izlenmesi, uygulanan işin amaçları ile tutarlı bir şekilde uygulanabilecek adımlar atılmasının sağlanması, organizasyon yapısının ve süreçlerin kontrol amaçlarını desteklemesi ve iç kontrollerin önemini anlaşılabilir kılan ve vurgulayan bir kurum kültürünün oluşturulması amaçlanmaktadır. Böylece, operasyonel anlamda iş kalitesinin artırılması ve iş süreçlerinde ortaya çıkabilecek aksaklıkların minimize edilmesi hedeflenmektedir. Operasyonel risk yönetimi kavramı iş süreçlerinin akışı sırasında; koordinasyon ve iletişimden, kaynakların yönetiminden, teknik altyapı ya da bilgi sistemlerinden, dışsal faktörlerden ve doğal afetler, terör gibi olağanüstü durumlardan kaynaklanabilecek potansiyel kayıpların önlenmesini veya öncesinde müdahale ederek olabilirliğinin azaltılmasını ifade etmektedir (HMB, 2022).

Operasyonel risk yönetimine ilişkin işlemler veri kayıplarını önlemek ve verilerin kullanımı kolay bir ortam oluşturmak açısından güçlü bir teknik altyapı gerektirmektedir. HMB kurum içinde internet tabanlı "*Operasyonel Risk Yönetimi Bilgi Sistemi (ORYBS)*" geliştirmiştir. ORYBS'nde çeşitli raporlamalar aracılığıyla operasyonel riskler günlük olarak takip edilmekte ve operasyonel risklere doğru ve zamanında müdahale edilerek güvenli, kullanımı kolay ve veri kayıpları azaltılmış bir sistem geliştirilmiştir (Tokaç vd., 2012). Kaynaklarından bağımsız olarak, 2021 yılında ORYBS'de Kamu Finansmanı Genel Müdürlüğü'nün iş süreçlerinin tamamını kapsayan 252

adet risk belirlenmiştir. Bu risklerin yüzde 5'lik kısmı nakit yönetimi, yüzde 8'lik kısmı risk yönetimi, yüzde 22'lik kısmı muhasebe faaliyetleri, yüzde 4'lük kısmı istatistik ve veri üretimi, yüzde 21'lik kısmı borç işlemleri, yüzde 4'lük kısmı alacak işlemleri faaliyetine ait olup kalan riskler (yüzde 36) diğer faaliyetler ilişkindir (HMB, 2022).

2.5. Borç Çevirme Riski

Kamu borçlanmasında borç servisi (borç anapara ve faiz ödemeleri) gerçekleştirilecek bir borcun daha ağır koşullarda yeni borçlanmalar ile geri ödemesi gerçekleştiriliyor ise borç çevirme riski ile karşılaşmaktadır. Kamu borcunun olağan dışı yüksek maliyetler ile çevrilmek zorunda kalınması veya aşırı maliyetler sebebiyle tümüyle çevrilememesi borç yönetimi açısından borç çevirme riskinin varlığını göstermektedir (Tosunoğlu, 2019). Kamu borç yönetiminde borç çevirme riski şu sebeplerden kaynaklanmaktadır: Borç stokunun vade yapısı, yüksek maliyetli borç finansmanı, piyasa koşullarındaki belirsizlikler, borçlanma kaynaklarına erişim kaynaklı sorunlar ve yerli para birimi cinsinden borçlanma olanaklarının azlığı kaynaklı sorunlardır. Kamu borç stokunu yapısı uzun vadeli, yerli para cinsi ağırlıklı ve sabit faizli ağırlıklı ise borç çevirme riskinin düşük; aksine borç stoku kısa vadeli, dövize endeksli veya döviz cinsi ve değişken faiz oranlı ise borç çevirme riskinin yüksek olacağı kabul edilmektedir (Tosunoğlu, 2019). Ayrıca kamu harcamaları ile kamu gelirleri arasındaki zaman uyumsuzluğunun azaltılmasının da Hazine nakit yönetiminde başarı sağlayarak nakit akışını iyileştireceği ve borç çevirme riskinin minimum düzeylerde oluşmasına katkı sunacağı belirtilmektedir (Tosunoğlu, 2019). Ekonomi politikalarında parasal ve mali kural uygulamaları ile hükümetlerin aşırı borçlanmaya sebep olacak davranışlardan uzaklaşmaları ve borçlanma maliyetlerindeki düşüşler de borç çevirme riskinin stratejik ölçütler temelinde yönetilmesine olanak sağlayacaktır (Köstekçi ve Yıldız, 2019).

2.6. Sistemik Risk

Sistemik risk; *“ekonomik bir şok veya kurumsal bir zaafiyet gibi tetikleyici bir unsurun domino etkisi yaratarak ekonomiyi zincirleme olarak etkilemesi sonucu finansal kuruluşlarda büyük oranda zarara ve fiyatlarda oynaklığa yol açan, zincirleme iflaslara ve piyasalarda çöküşe neden olan olaylara bağlı oluşan risk unsurlarıdır. Diğer bir ifadeyle sistemik risk; finansal sistemin bütünü veya bir kısmında meydana gelen değer kayıplarının sebep olduğu ve reel ekonomiyi negatif etkileme olasılığı yüksek finansal hizmetlerde bozulma riski”* olarak tanımlanmaktadır (Balıbek ve Taşkın, 2012).

Sistemik riskin ortaya çıkmasında ve yayılmasında etkili olan faktörler (Balıbek ve Taşkın, 2012): **Bulaşıcılık**; piyasada likiditenin daralması ve likiditenin dengesiz dağılımı nedeniyle finansman imkânlarının daralması, bilanço büyüklükleri, bağlantılılık nedeniyle finansal kuruluşlardaki iflasın çok sayıda kuruluşta aynı anda zarar meydana getirmesidir. **Yöndeşlik**; Genişleme dönemlerinde risk iştahının artmasıyla risk yoğunlaşmasının zamanla büyüyerek sistem genelinde sürdürülemez hale gelmesi ve sistemik kırılmanın artması, daralma dönemlerinde ise olumsuz koşullardan çıkışın zorlaşması. **Varlık fiyat balonları**; Sistem genelindeki kolektif yatırımcı davranışlarının varlık fiyatlarında balona sebep olması ve zaman içinde yatırımların değerinin hızlı bir şekilde düşüş göstermesi. **Risk iştahını arttıran teşvik mekanizmaları**; Derecelendirme kuruluşlarının notlamaya ilişkin gerçeklikten uzak davranışları ve devlet tarafından sağlanan gizli garantilerin neden olduğu risk arttırıcı davranışların gelişmesi. **Düzenleyici çerçevenin yetersizliği**; Sistemin geneline ilişkin riskleri saptayacak bir organizasyonun olmaması ve finansal piyasalara ilişkin düzenleyici ve denetleyici mekanizmaların yetersizliği.

ABD’de meydana gelen 2008 Küresel Finans Krizi sonrasında G-20 bünyesindeki çalışmalara paralel olarak ülkemizde de 8 Haziran 2011 tarihinde çıkarılan 637 sayılı Finansal İstikrar Komitesi oluşturulmuştur. 20/5/2021 tarihli ve 7319 sayılı Kanun ile yapılan son değişiklikler çerçevesinde Finansal İstikrar Komitesi’nin üyeleri; “*Hazine ve Maliye Bakanının başkanlığında, Hazine ve Maliye Bakan Yardımcısı, Strateji ve Bütçe Başkanı, Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası Başkanı, Sermaye Piyasası Kurulu Başkanı, Bankacılık Düzenleme ve Denetleme Kurumu Başkanı, Sigortacılık ve Özel Emeklilik Düzenleme ve Denetleme Kurumu Başkanı ve Tasarruf Mevduatı Sigorta Fonu Başkanı*”ndan oluşmaktadır. 20/5/2021 tarihli ve 7319 sayılı Kanun ile Komite’nin temel görevleri; “*Finansal istikrar ve güvenliği tehdit edebilecek sistemik risklerin ve kurulanlıkların belirlenmesi, etkin bir şekilde izlenmesi ve yönetilmesi için gerekli yöntemlerin oluşturulması ve politika önerilerinin tespit edilmesi, finansal düzenlemelerin etkilerinin değerlendirilmesi, finansal sektörün, sürdürülebilir büyümeyi ve finansal istikrarı destekleyecek şekilde sağlıklı gelişiminin sağlanması, sistemik risklerin gerçekleşmesi durumunda uygulanacak kriz yönetim planlarının oluşturulması*” olarak belirlenmiştir.

3.Kamu İç Borç Yönetiminde Piyasa Yapıcılığı

Kamu borç yönetiminde yöneticilerin karşılaştıkları farklı riskler vardır. Bu risklerden en önemlisi ihtiyaç duyulan fonların yeterli düzeyde ve zamanında karşılanamaması olarak tanımlanan likidite yani fonlama riskidir. Likidite riski, özellikle borçluluk düzeyleri yüksek, sermaye ve para piyasaları

yeterince gelişmemiş ekonomiler için önem ifade etmektedir. Piyasa yapıcılığı sistemi, likidite riskinin azaltılması, ikincil piyasalarda derinleşme sağlaması ve para politikalarında etkinliğin artırılması amacıyla önerilmektedir (Yılmaz, 2005). “Piyasa yapıcılığı sistemi, devlet iç borçlanma senetleri piyasalarının geliştirilmesine yönelik olarak uygulanan bir stratejidir ve uygulanabilirliği ancak makroekonomik ve finansal birtakım yeterliliklerin sağlanıp sağlanmamasına bağlıdır” (Aydın, 2005). “Piyasa yapıcılığı sistemi yatırımcı tabanının geliştirilmesi, şeffaf, rekabetçi ve daha organize bir ikincil piyasa oluşturulması amaçları ile kurulan bir sistemdir” (Saygılıoğlu, 2012). Piyasa yapıcılığı sistemi devlet iç borçlanma senetleri (DİBS) birincil piyasasında kısa dönemli arz talep dengesizliklerini gidererek, kısa dönemde aşırı fiyat dalgalanmalarının (oyunluk) azaltılmasını hedeflemektedir. Finansal piyasalarda kurumsal yatırımcılar (bankalar) belirli kriterlere göre piyasa yapıcısı kurum olarak seçilerek, Hazine'nin DİBS ihalelerine daha önceden kararlaştırılan bu kurumların katılımı sağlanmaktadır (Yılmaz, 2005).

Piyasa yapıcılığı sistemi kamu borç yönetimi otoritesi ile piyasa yapıcısı bankalar arasında düzenlenen sözleşmelere dayalı olarak yürütülen bir sistemdir. Bu sistem, birincil piyasalarda etkinliği artırmanın yanında, ikincil piyasada kamu borçlanma araçlarına ilişkin ihraç edilen borçlanma araçlarının bir kısmını satın alma, kamu borçlanmasında süreklilik sağlama ve sürekli işlem yapma şeklinde katkılar sunmaktadır (Köstekçi ve Yıldız, 2019). Hazine, piyasa yapıcılığı sisteminde DİBS ihalelerine yeterli düzeyde katılım ağılanarak borçlanma maliyetlerini düşürme hedefine ulaşabilir. Daha rekabetçi ortamda yapılan DİBS ihaleleri, işlem maliyetlerinin azalması, alım-satım kotasyonları arasında marjın daralması, farklı tür ve vadede yapılan DİBS ihraçlarının fiyatlarında daha az dalgalanmasını sağlayarak daha etkin bir piyasa yapısının gelişmesine katkı sağlar (Yılmaz, 2005). Piyasa yapıcılığı sistemine ülkelerin ihtiyaç duyma sebepleri farklılık göstermektedir. Gelişmiş ülkeler para politikası uygulamalarında etkinliği artırmak, devlet borçlanma araçlarında ürün ve süreç yeniliklerini güçlendirmek, DİBS satışlarını teşvik etmek, borç yönetimi politikalarının belirlenmesi ve uygulanması süreçlerinde piyasa aktörlerinin etkin desteklerini sağlamak amaçları gütmektedir. Gelişmekte olan ülkeler ise kamu finansmanının ve para politikası uygulamalarının piyasa kaynaklı uygulamalarının etkinleştirilmesi, DİBS satışlarında ihale sisteminin desteklenmesi ve DİBS ihraçlarında sabit faizli ihraçlar ile borçlanma vadelerinde vadenin uzatılmasını hedeflemektedirler (Aydın, 2005).

4749 sayılı “Kamu Finansmanı ve Borç Yönetiminin Düzenlenmesi Hakkında Kanun”, devlet iç borçlanma senetleri ihalelerinde ve söz konusu senetlerin ikincil piyasa işlemlerinde etkinliğin artırılması amacıyla

önceden belirlenen kriterlere göre seçilmiş bankaları “piyasa yapıcısı” olarak tanımlamıştır. 4749 sayılı Kanun’la HMB, piyasa yapıcılığı sistemini kurmaya, sistemin işleyiş esaslarını belirlemeye ve işleyişi ile ilgili her türlü tedbiri almaya veya sistemi kaldırmaya yetkilidir (Saygılıoğlu, 2012). Ülkemiz kamu borç yöneticileri; kamu borç yönetimini etkinleştirecek, kamu borçlanmasında istikrarı sağlayabilecek, DİBS ikincil piyasasının derinleştirilmesi ve finansal sistemin geliştirilmesi amaçlarına hizmet edecek piyasa yapıcılığı uygulamasını 2000 yılı Mayıs ayında başlatmıştır. Söz konusu tarihten sonra Kasım 2000 ve Şubat 2001 krizlerinin etkisiyle birlikte uygulama askıya alınmıştır. Piyasa yapıcılığı sistemi 2 Eylül 2002’de tekrar yürürlüğe girmiştir. 2002-2003 yılı piyasa yapıcı banka sayısı 10 olup, 2003-2004 yılı piyasa yapıcı banka sayısı 11, 2004-2005 yılında ise piyasa yapıcısı ünvanı alan banka sayısı 12 olmuştur (Yılmaz, 2005). Ocak - Aralık 2024 döneminde piyasa yapıcı olarak faaliyet göstermesi uygun görülen bankalar (11 banka); Akbank, Denizbank, HSBC Bank, QNB Finansbank, Ziraat Bankası, Türk Ekonomi Bankası, Garanti Bankası, Halkbank, İş Bankası, Vakıflar Bankası ve Yapı Kredi Bankası’dır (HMB, 2024d).

3.1.Piyasa Yapıcılığı Kriterleri

Piyasa Yapıcılığı sisteminde yer alan ve 2024 yılında sisteme yeni dahil olmak isteyen bankalar için belirlenmiş olan kriterler ile 2024 yılında söz konusu sözleşme kapsamında uygulanacak olan banka gruplandırılmalarına ilişkin bilgiler (HMB, 2024e):

“(1)Piyasa Yapıcı seçilebilmek için aday olan bankanın bağımsız denetimden geçmiş ve Bankacılık Düzenleme ve Denetleme Kurumuna sunulmuş olan en son mali tabloları itibarıyla sermaye yeterliliği oranının yüzde 12’nin altında olmaması,

(2) Üçer aylık piyasa yapıcılığı dönemleri kapsamında başvuru yapmak isteyen bankaların kriter değerlendirme dönemlerinde (Kriter değerlendirme dönemleri: Birinci dönem 01/12/2022 – 30/11/2023; ikinci dönem 01/03/2023 – 29/02/2024; üçüncü dönem 01/06/2023 – 31/05/2024; dördüncü dönem 01/09/2023 – 31/08/2024);

(a)Birincil piyasada gerçekleştirilen DİBS ihraçlarından yapılan alım tutarının 8 milyar TL’nin altında olmaması,

(b)Borsa İstanbul Borçlanma Araçları Piyasasındaki DİBS kesin alım satım işlemleri (kendinden kendine işlemler hariç) ile Borsa İstanbul’a tescil ettirilen işlemlere ilişkin tutarın 20 milyar TL’nin altında olmaması gerekmektedir.”

2024 Yılı Banka Grupları;

“2024 yılı Piyasa Yapıcılığı Sözleşmesi’ne göre hak ve yükümlülükler değerlendirilirken piyasa yapıcı bankaların 2023 yılı Haziran ayı itibarıyla Kamuyu Aydınlatma Platformu’na bildirdiği konsolide olmayan bilançoları esas alınarak 2024 yılında geçerli olmak üzere HMB tarafından belirlenen alt ve üst aktif büyüklüklere göre söz konusu bankalar 4 gruba Bu kapsamda ayrılacaktır (HMB, 2024e);

- (1) Birinci grup bankalar, aktif büyüklükleri 1.75 trilyon TL’nin üzerindeki,
- (2) İkinci grup bankalar, aktif büyüklükleri 1 trilyon TL ve 1.75 trilyon TL arasındaki,
- (3) Üçüncü grup bankalar, aktif büyüklükleri 500 milyar TL ve 1 trilyon TL arasındaki,
- (4) Dördüncü grup bankalar ise aktif büyüklükleri 500 milyar TL’nin altındaki bankalar olarak belirlenmiştir.”

3.2. Piyasa Yapıcılarına Sağlanan Haklar

Piyasa yapıcılığı sözleşmesinde belirlenmiş olan piyasa yapıcılarına sağlanan haklar (HMB, 2024f): “İhalelere teminatsız katılma, ihalelerde rekabetçi olmayan teklif (ROT teklif) verebilme, piyasa yapıcı ihale sonuçlarının açıklandığı andan itibaren valör günü saat 14:00’a kadar ihale sonrası teklif verebilme (*Tek fiyat ihale sisteminde* her bir piyasa yapıcıya söz konusu tekliflerin karşılanmasıyla yapılacak satışların azami tutarı, piyasa yapıcının ihalede aldığı net tutarın (rekabetçi olmayan tekliflerin karşılanması yoluyla yapılan satışlar hariç) tüm banka grupları için %40’ı kadar uygulanır. *Çoklu fiyat ihale sisteminde* ise her bir piyasa yapıcıya, ihalede oluşan ortalama fiyatın üstünde kalan (ortalama fiyattan ve rekabetçi olmayan tekliflerin karşılanması yoluyla yapılan satışlar hariç) net teklifleri toplamının yüzde 100’üne kadar ortalama fiyat üzerinden ihale sonrası satış yapılır.), Hazine (HMB) tarafından para piyasalarında yapılacak nakit işlemlerinin piyasa yapıcılar ile gerçekleştirilmesi, TAP satışlarına sadece piyasa yapıcılarının katılabilmesi, halka arz yoluyla yapılacak DİBS ihraçlarına sadece piyasa yapıcılarının aracılık edebilmesi, geri alım ve değişim ihalelerine sadece piyasa yapıcılarının katılabilmesi ve Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası bünyesinde kurulmuş olan DİBS Ödünç İşlemleri Piyasası’nda DİBS ödünç alma ve verme işlemlerine taraf olababilirler.”

3.3.Piyasa Yapıcılarının Yükümlülükleri

Piyasa yapıcılığı sözleşmesinde belirlenmiş olan piyasa yapıcılarının Hazine'ye karşı yükümlülükleri (HMB, 2024f):

“(1)Piyasa yapıcısı kurumlara getirilen birincil piyasada işlem yapma yükümlülüğü;

a)Piyasa yapıcı; her üç aylık dönem için asgari olarak HMB tarafından ihale yoluyla ihracı programlanan veya ihraç edilen DİBS'lerin net tutarının her üç aylık dönem için asgari olarak birinci grup bankalar yüzde 6,5'ini, ikinci grup bankalar yüzde 5'ini, üçüncü grup bankalar yüzde 3'ünü, dördüncü grup bankaları ise yüzde 2'sini birincil piyasadan almakla yükümlüdür.

b)Aylık asgari olarak HMB tarafından ihale yoluyla ihracı programlanan veya ihraç edilen DİBS'lerin net tutarının her ay için asgari olarak birinci grup bankalar yüzde 3,25'ini, ikinci grup bankalar yüzde 2,5'ini, üçüncü grup bankalar yüzde 2'sini, dördüncü grup bankaları ise yüzde 1,5'ini birincil piyasadan almakla yükümlüdür.

(2)Piyasa yapıcısı kurumların ikincil piyasada likiditesi sağlama yükümlülüğü; Piyasa Yapıcı ikincil piyasada likiditeyi sağlamakla yükümlüdür. Bu amaçla, Piyasa Yapıcı, Borsa İstanbul (BİST) Borçlanma Araçları Piyasasında (BAP), söz konusu piyasanın işleyiş kuralları çerçevesinde, belirli ölçütlerde ihraçlar için asgari son bir ay süreyle alım-satım kotasyonu (alım-satım fiyatı açıklama) verir,

(3)Piyasa Yapıcı, birincil piyasada rekabeti bozacak şekilde, diğer piyasa yapıcılar veya katılımcılarla anlaşamaz ve ortak hareket edemez,

(4)Piyasa Yapıcıları, Hazine ve Maliye Bakanlığı'nın genel ekonomi veya mali piyasalar hakkında talep edeceği araştırma, rapor, anket, mali veriler ve benzeri bilgileri hazırlar ve belirlenen süre içerisinde HMB'na iletirler.”

4.Devlet Borçlarının Ekonomik Etkileri

Günümüzde devletler sadece bütçe açıklarından dolayı ortaya çıkan finansman ihtiyacını karşılamak için mali amaçla borçlanmamakta, bazı dönemlerde ekonomi politikalarına yön vermek için para ve maliye politikası araçlarında olduğu gibi borçlanma politikasına başvurabilmektedirler. Borçlanma politikası, ekonomik istikrarın sağlanmasında kullanılan araçlardan biridir. Günümüzde kamu kesiminin olağan finansman kaynakları arasına girmiş olan ve sıklıkla kullanılan bir finansman aracı olan borçlanma, ekonomi üzerinde oldukça etkili bir araç haline gelmiştir (Tosunoğlu, 2012). Hatta bazı düşünürler kamu borçlanmasının ekonomik açıdan farklı yararları

olabileceği görüşündedirler. Bu düşünürlerde Prof. Alvin H. Hansen; “19. yy.’da İngiliz kamu borçlarının İngiltere’de bankalar, borsa, hayat sigortası şirketleri gibi kuruluşların gelişmesinde, tüketimin azalması ve tasarrufların artmasında önemli rol oynadığı” tespitinde bulunmuştur (İnce, 2001).

Tosunoğlu (2012) devlet borçlarının ekonomik etkilerini belirleyen faktörleri şu şekilde belirtmiştir: *Borcun elde edildiği kaynaklar*; İç borçlanma kaynakları (Kişiler, özel işletmeler, bankalar, merkez bankası, sosyal güvenlik ve sigorta şirketleri, diğer finansal kurumlar), dış borçlanma kaynakları (Uluslararası kuruluşlar, devletler, uluslararası piyasalar). *Borçlanma ile elde edilen kaynakların kullanım şekli*; Bütçe açıklarının finansmanı, büyük ölçekli yatırımların finansmanı, vadesi gelen borçların geri ödemesi (Refinansman), olağanüstü harcamaların finansmanı, ekonomi politikaları hedefleri doğrultusunda borçların kullanımı. *Borcun miktarı ve borç yapısı*; Kamu brüt borç stoku, kamu net borç stoku, borçların iç ve dış borçlar itibarıyla dağılımı, borçların para birimi cinsinden dağılımı. *Borcun vadesi*; Kamu borçlarının vadeleri itibarıyla kısa vadeli borçların ve uzun vadeli borçların toplam kamu borç stoku içindeki büyüklüğü. Vade yapısındaki değişim ve ortalama vade yapıları. *Borcun geri ödeme şekli*; Borçların geri ödeme zamanı geldiğinde bütçe kaynaklarından ödenmesi, vergi koyarak veya devam eden vergileri arttırarak yeni kaynak sağlayarak ödeme, yeni borçlanma yaparak borç servis oranının artışı yoluyla ödeme ve para basma (monetizasyon) yoluyla ödeme.

4.1.Devlet Borçlarının Fiyatlar Genel Seviyesi (Enflasyon & Deflasyon) Üzerindeki Etkileri

Kamu harcamalarının vergilerle ya da borçlanma ile finansmanı, gerek özel tüketim gerekse özel tasarruflar üzerinde etkiler yaratmaktadır. Harcamanın vergi ile finansmanında hem özel tüketim hem de özel tasarruflar kısılrken, borçlanma ile finansmanda özel tasarruflar kısılr. Buna göre vergileme, borçlanma ile karşılaştırıldığında toplam talep üzerinde daha fazla azaltıcı etki yaratarak, enflasyonist baskının hafifletilmesine neden olabilmektedir. Kamu borçlanmasında artan iç borçlanma ile iç borç servisi (borç anapara ve faiz geri ödemeleri) politikasının sürdürülmesi iç borç stokunda ve iç borç maliyetlerinde artışa, enflasyon sarmalına ve ekonomik krizlere sebep olabilir. Bu koşullarda borçlanma politikaları kalkınmayı finanse edemez, yeni yatırım oranı düşük seviyelerde kalmaktadır (Bildirici vd., 2008). Devlet borçlanmasının ekonomi üzerindeki etkisi; kişi ve kurumların devlete verdiği fonların yapısına, bankaların devlete borç verdiği fonların yapısına, bankacılık sektörü dışındaki mali kurumlardan yapılan borçlanmaya, merkez bankası kaynaklarından borçlanmanın yapısına ve borçlanma yoluyla elde edilen fonların devlet tarafından kullanılıp kullanılmadığına bağlı olarak

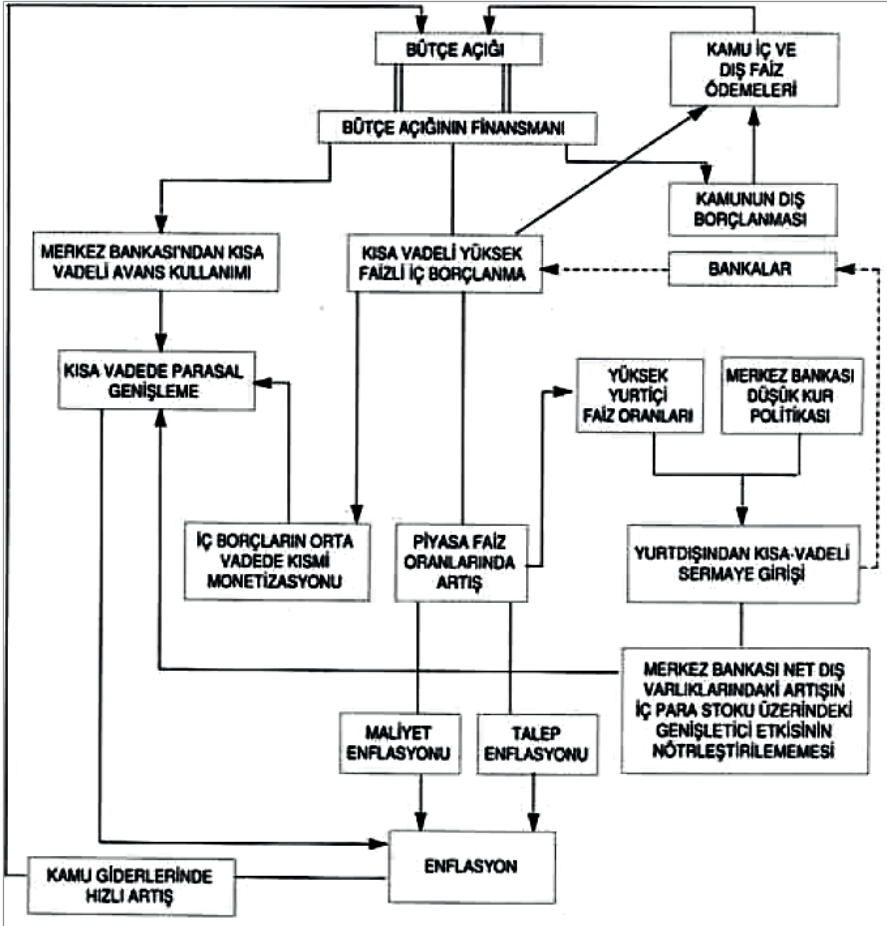
farklılık gösterir (Tosunoğlu, 2012). Enflasyonist dönemlerde, ekonomideki satın alma gücünü azaltmak için para ve maliye politikalarına ilaveten uygulanacak olan borçlanma politikasının başarısı borçlanma yoluyla elde edilen fonların kullanımı ile yakından ilgilidir (Akdoğan, 2003). Devletin borçlanma suretiyle elde ettiği fonları kullanmaması piyasadaki para hacmini azaltacağından deflasyonist etki meydana getirir. Deflasyonist etkilerin ortaya çıkmasının nedeni, özel kesim tarafından yatırıma yönlendirilerek kullanılacak olan kaynakların artık kamunun eline geçmesi ve özel kesim harcamalarını azaltmasıdır. Borçlanma politikası sonucu elde edilen fonlar tamamen borç ödemek amacıyla kullanılırsa borçlanmanın ekonomi üzerindeki daraltıcı etkileri oluşmayacaktır (Ulusoy, 2004; Şeker, 2006).

Bireylerden borçlanmanın etkisi; Enflasyonist dönemlerde bireylerden yapılacak olan iç borçlanma özel kesim tüketim harcamalarının üzerinde azalış etkisi meydana getirir. Ayrıca özel kesim tarafından yatırımlarda kullanılacak fonların kamu kesimine borçlanma yoluyla aktarılması, yatırımlarda kullanılacak kaynaklarda azalışa ve faiz oranlarında artışa neden olur. Durgunluk dönemlerinde ise kamu borçlanması aracılığıyla kamu kesimince atıl (boş) kaynakların ekonomiye kazandırılması, ekonomik faaliyetlerin canlanmasına ve milli gelir artışına neden olabilir (Ulusoy, 2004).

Bankacılık sektöründen borçlanmanın etkisi; Günümüzde kamu iç borçlanmasının ana kaynağı bankacılık sektörüdür. Bankalar, mevduat olarak ellerinde bulundurdukları birikmiş fonlarını yatırım araçları arasında yönlendirerek önemli bir kısmını DİBS'lere yatırmaktadırlar. Kamu açıklarının finansmanı için gerekli olan fonlar, bankacılık sektöründen sağlandığında ekonomi üzerinde ortaya çıkaracağı etki borç verilen fonların yapısına göre farklılık gösterecektir. Eğer bankacılık sektörü tarafından devlete kullanılan fonlar, bankaların atıl beklentikleri fonlar ise kamu kesimi aracılığıyla bu fonların ekonomiye yönlendirilmesi ekonomi üzerinde genişletici etki yapacaktır. Ancak fonlar, özel sektöre kredi olarak kullanılacak kaynakların azaltılması suretiyle devlete borç olarak verilmişse, bu piyasada fon arzının azalmasına, fon maliyetlerinin yükselmesine neden olacak ve ekonomi üzerinde daraltıcı etki meydana getirecektir. Bu etki crowding out (dışlama) etkisidir (Ulusoy, 2012b).

Merkez Bankasından borçlanmanın etkisi; Kamu borçlanmasında Merkez Bankası kaynaklarının kullanımı para arzının genişlemesine, fiyatlar genel düzeyinin yükselmesine, para değerinde azalışa neden olmaktadır. Bütçe açıklarının finansmanında Merkez Bankası kaynakları yerine diğer borçlanma kaynaklarının kullanılması, piyasadaki fonların taraflar arasında el değiştirmesine sebep olacak, para arzı üzerinde doğrudan genişletici etkisi olmayacaktır. Ancak merkez bankası kaynaklarının kullanımı para

arzını genişletici etkiye sahiptir ve sonuçları enflasyonist niteliktedir (Tosunoğlu, 2012). Merkez bankası kaynakları kullanımı ile kamu borcunun parasallaştırılması parasal genişleme yaratarak güçlü enflasyonist etkilerin oluşmasına ve uzun dönemde üretimi azaltıcı etkide bulunmasına neden olmaktadır (Ekinci ve Eser, 2023). Kamu finansman açıklarının parasal genişleme (Merkez Bankası'nın para basması) yerine kısa vadeli borçlanma ile karşılanması da kısa vadede parasal genişlemenin ertelenmesinden ibarettir. İki yöntem arasındaki temel fark, parasal genişlemenin enflasyonist etkisinin daha hızlı ortaya çıkması, kısa vadeli iç borçlanmada ise bu etkinin gecikmeli bir şekilde ortaya çıkmasıdır (MÜSİAD, 1999). Aşağıda Şekil 3'te bütçe açıklarının finansmanı ve enflasyon kısır döngüsü ilişkisine yer verilmiştir.



Şekil 3. Bütçe Açığı - Kamu İç Borçlanması ve Enflasyon Kısır Döngüsü

Kaynak: MÜSİAD Araştırma Raporları- 6, Devletin Borç Krizi - İflas 1999, Ekim 1994, s.29

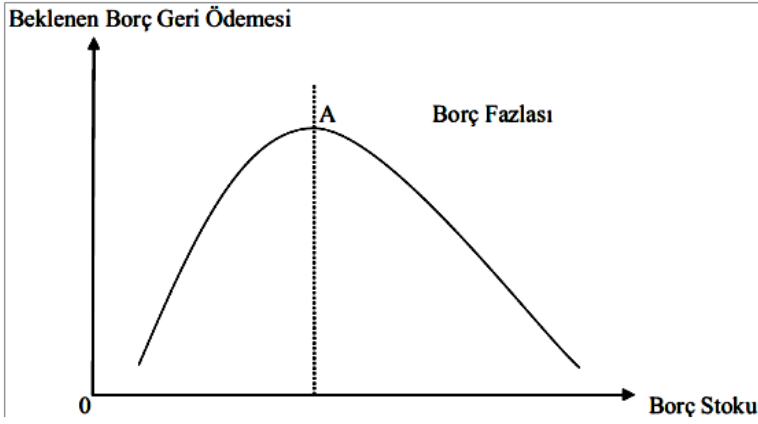
Bankacılık sektörü dışındaki mali & mali olmayan kuruluşlardan borçlanmanın etkisi; Bankacılık sektörü dışında devletin borçlanma yaptığı mali & mali olmayan kurumlar; şirketler, sosyal güvenlik kurumları, sigorta şirketleri, yatırım fonları, bireysel emeklilik sigorta şirketleri gibi genellikle ellerinde uzun vadeli fonlara sahip kuruluşlardır. Bu kurumlar üyelerinden uzun vadeli topladıkları fonları belirli bir süre sonra geri ödeme yükümlülüğü altına girmekte ve topladıkları fonların düzenli gelir getiren, güvenli ve riski düşük yatırım araçlarına yönlendirme ihtiyacı duymaktadırlar. Bu açıdan kamu borçlanma araçları bu kurumlar için önemli yatırım araçlarıdır. Bankacılık dışı mali kuruluşlardan borçlanma bu kurumlara yarar sağladığı gibi, devlete de bazı yararlar sağlamaktadır. Bankacılık dışı sektörden borçlanma fiyat istikrarının sağlanmasına, deflasyonist etkilerin azaltılmasına, dışlama etkisinin oluşmasının engellemeye ve daha düşük maliyetle borçlanmaya katkı sağlayacaktır (Açba, 1991).

Dış borçlanmanın etkisi: Dış borçların fiyatlar genel seviyesi üzerindeki etkisine ilişkin birbirinden farklı iki görüş vardır (Şeker, 2006): Birinci görüş kamu borçlanmasının enflasyonist etkisi, ikinci görüş ise ekonomide daraltıcı etkide bulunacağından hareketle deflasyonist etkisidir. Dış borçlanma yoluyla elde edilen kaynaklar doğrudan tüketim harcamalarını artırıcı etkide bulunan alanlarda kullanılır ise dış borçların ekonomi üzerindeki etkisi enflasyonist bir etkidir. Ayrıca dış borç yükündeki artış dış borçların geri ödenmesi için ihracat üzerinde dış satım fiyatlarında düşüş, iç piyasadaki ürün fiyatları üzerinde ise artış yönlü baskı ortaya çıkararak enflasyonist etkiyi artırır. Dış borçlanmanın deflasyonist etkisi ise dış borçların geri ödemelerinin yapıldığı dönemlerde gerçekleşmektedir. Gelişmekte olan ülkeler için dış borca başvurulması borcun alındığı dönemde o ülke için geçici bir rahatlama sağlarken, net dış borç ödeme dönemlerinde ekonomik küçülme ve enflasyona neden olmaktadır (Sugözü ve Yiyit, 2010).

4.2. Devlet Borçlarının Ekonomik Büyüme & Kalkınma Üzerindeki Etkileri

Gelişmekte olan ülkeler finansal ve teknolojik yetersizliklere ilişkin sorunların giderilmesinde, kalkınma evrelerinde ve büyüme politikalarında ihtiyaç duydukları kaynakları dış borçlanma ile sağlayacaklardır. Dış borçlanma yoluyla elde edilen kaynaklar üretken alanlarda; alt yapı yatırımları (ulaştırma vb.), ana sanayi sektörleri (demir çelik vb.) ve enerji gibi sektörlerde kullanılacaktır. Özellikle gelişmekte olan ülkelerde dış borçlanma aracılığıyla elde edilen finansman kaynakları ekonomik büyüme politikalarını destekleyecek alanlarda (hammadde, ara mamul, makine teçhizat ithalat taleplerinin karşılanması) kullanımı ile katkı sağlayacaktır.

Dış borçlanma ile ulaşılan ek kaynakların bir ekonomide hangi düzeye kadar ekonomik büyümeye katkı sağlayacağına ilişkin kullanılan kriter ekonomilerin Massetme Kapasitesi ile ifade edilmektedir. Yaygın görüş bir ekonomide massetme sınırı sonrası dış borçlanmanın sürdürülmesinin ülke içi kaynakların ülke dışına ters yönlü transfer edilmesine neden olabileceği şeklinde belirtilmektedir (Eker ve Meriç, 2005). Dış borçlanma ile sağlanan kaynakların verimli kullanılıp kullanılmadığı ve dış borçlanmanın maliyeti dış borçların ekonomik büyümeye net etkisinin belirlenmesinde önemli faktörlerdir. Dış borçlanmanın faiz oranları düşük ve borç servisinin üzerinde getiri sağlayacak yatırımlara yönelik kullanımı durumunda ekonomik büyüme üzerinde katkı sağlayıcı etkisi olur. Ayrıca uzun vadeli dış borçlanma stratejisi de ülkede cari sermaye stokunda artışa ve ekonomik büyümeye katkıda bulunur (Öğürücü ve Çoban, 2011).



Şekil 4. Borç Laffer Eğrisi

Kaynak: Yücesan (2011), s. 73

Bir ülkenin optimum dış borçluluk düzeyinin belirlenmesine ilişkin literatürdeki bir diğer yaklaşım ise “Borç Laffer Eğrisi” yaklaşımıdır. Pattilo vd., 2011 bu yaklaşımı “Dış borcun nominal değeri ile borcun piyasa değeri arasındaki ilişkinin belirli bir noktaya kadar bire bir olduğunu, borç seviyesinin belirli bir eşiğin üstünde artmaya devam etmesi durumunda, nominal değerdeki mutlak artış, piyasa değerindeki marjinal düşüşü telafi edemeyeceğini ve bu nedenle ülkenin “borç çıkmazı” nedeniyle sıkıntı yaşanacağını” iddia etmektedir. Borç Laffer Eğrisi yaklaşımı, dış borçluluk düzeyi ile ekonomik büyüme arasında ters-U şeklinde tanımlanan bir ilişkinin olduğunu ve kritik bir seviyeden sonra dış borçluluk düzeyindeki artışın ekonomik büyümeyi

olumsuz (negatif) yönde etkileyeceğini belirtmektedir (Pattilo vd., 2011). Şekil 4'e göre eğrinin A noktasının sol tarafı (pozitif yönde eğimli) "iyi" olarak nitelendirilen bölümü borç stokundaki artışın beklenen borç geri ödeme düzeyi üzerinde artış etkisi oluşturduğu; A noktasının sağ tarafı (negatif yönde eğimli) "kötü" olarak nitelendirilen bölümü ise, borç stokundaki artışın beklenen borç geri ödeme düzeyi üzerinde azalış yönlü etki oluşturduğunu göstermektedir (Yücesan, 2011). Borç seviyesi belli bir eşik noktasını aşmaya devam ederse (A noktasının sağ tarafı), nominal değerdeki mutlak artış, piyasa değerindeki marjinal düşüşü telafi edemez ve bu nedenle ülkenin "borç fazlası" nedeniyle sıkıntı çekeceği söylenebilir. Bu seviyeden sonraki dış borçlar ekonomik büyüme üzerinde olumsuz etki ortaya çıkarır.

4.3. Devlet Borçlarının Gelir Dağılımı Üzerindeki Etkileri

Ekonomik anlamda milli gelirin kimler arasında ve nasıl dağıldığını ifade eden kavram gelir dağılımıdır. İç borçlanma, toplumun çeşitli katmanları arasındaki gelir dağılımını olumsuz yönde etkileyebilmektedir. Kamu iç borçlanmasının gelir dağılımı üzerinde dolaylı ve dolaysız olmak üzere iki tür etkisi vardır.

Dolaylı etkiler; kısa vadeli iç borç senetlerinin fiyatlarındaki dalgalanmalar sonucunda kişilerin zarar veya kâr etmeleri ve enflasyon nedeniyle yaşanan gelir dağılımı eşitsizlikleri sonucunda kamu iç borçlanması ile elde edilen gelirlerin kullanım yerlerine bağlı olarak ortaya çıkan yararların paylaşılması şeklindedir. İç borçlanma toplumda gelir dağılımını orta sınıf aleyhine bozar. Çünkü iç borçlanma sonrasında parasal genişlemenin ardından gelen enflasyondan, borç veren kesimler, pozitif reel faizler gibi avantajlarla korunurlar ve olumsuz yönde etkilenmezler (Açba, 1991).

Dolaysız etki ise; borçların anapara ve faiz ödemesi yapılırken doğrudan gelir aktarımı ile ortaya çıkan etkidir. Dolaysız etkiler, kamu borçlanması yapılırken borç verenlere faiz ödemeleri dışında devlet tarafından sağlanmış olan ilave gelirlerin (vergi muafiyeti, iskontolu ihraç, prim, ikramiye vb.) sunulmasıyla ortaya çıkar (Açba, 1991).

Türkiye'de 1990'lı ve 2000'li yılların başlarında yoğun kamu iç borçlanması fon piyasalarında büyük talep baskısı yaratarak piyasa faiz oranlarının yükselmesine sebep olmuştur. Yüksek faiz oranları diğer faktörlerle birlikte özel kesimin sabit sermaye yatırımları üzerinde caydırıcı bir etkide bulunurken, özel kesim yüksek faiz oranlarında yatırım yapmak yerine kamu iç borçlanma kağıtlarını almayı (mali yatırım araçlarını) tercih etmeye başlamıştır. Ekonomine reel sektör faaliyetlerinin bir kısmı spekülatif alanlara (rantiye faaliyetler) kaymıştır. Ekonomide yatırımların ve dolayısıyla üretimin

artmadığı bir ülkede, ekonomi “*toplama sıfır (zero sum game)*” bir oyundan ibarettir ve bu oyunda yüksek gelirli bir kesime sağlanan yüksek faiz gelirleri diğer kesimlerin gelirlerini azaltmak pahasıdır. Bu gelir kayması yüksek faiz oranı ve yüksek enflasyon yoluyla gerçekleşmektedir (MÜSİAD, 1994).

Kamu borçlanma kağıtlarını satın alarak devlete borç veren kesim genellikle yüksek gelir grubundaki kişilerden oluşmaktadır. Borçlanma sonucu devlet bütçesinden yapılacak faiz ödemelerinin kaynağının vergi gelirleri olduğu düşünüldüğünde, vergi ödeyicilerden faiz geliri elde edenlere yönelik gelir transferi yapılmış olacaktır. Bu durum vergi ödeyenler aleyhine, faiz geliri elde edenler lehine gelir dağılımını bozucu etki yaratır. Ayrıca kamu borçlanma araçlarının faiz oranları enflasyonun üzerinde ise yani reel faiz oranları yüksek ise gelir dağılımını bozucu etki daha fazla olacaktır (Tosunoğlu, 2012).

Devlet borçlanma kağıtlarına ödenen reel faiz oranlarının yükselmesi birçok faktöre bağlı olarak değişebilir. Bu faktörler (Tosunoğlu, 2012): *Borç stokunun GSYİH'ya oranının yüksek olması, borç çevirme oranının yüksekliği, yüksek enflasyon, kamu harcamalarındaki artış, siyasi istikrarsızlık, mali sistemin zayıflığı, birincil ve ikincil piyasaların yeterince gelişmemiş olması, borç ödeme riskinin bulunması* gibi faktörlerdir.

“İç borçlanmada belirli bir dönemde (yıl) borç servisi (borç anapara ve faiz ödemesi) için yeni ne kadar borçlanmaya ihtiyaç duyulduğunu gösteren oran iç borç çevirme oranıdır. İç borç çevirme oranının yükselmesi özel kesimin piyasadan dışlanması (*crowding out*) etkisi meydana getirir. Türkiye’de iç borç çevirme oranı 1990-2002 yılları arasında ortalama %100 oranının üzerindedir. Bu oran, devletin vadesi gelmiş borç anapara ve faiz ödemeleri kadar piyasadan iç borç almak zorunda olduğunu göstermektedir. İç borç çevirme oranı; 2002 yılından itibaren %100’lerin altında seyretmektedir. Ancak söz konusu oran; 2008 ekonomik krizinin ülkemiz kamu maliyesi üzerindeki olumsuz etkilerinden birisi olarak 2009 yılında %156 seviyesine yükselmiş, 2010 yılından itibaren tekrar düşüş eğilimine girmiş ve 2015 yılında %84,4 düzeyinde gerçekleşmiştir” (Yıldız, 2017). İç borç çevirme oranı 2016-2022 döneminde yıllar itibariyle sırasıyla; %90,6, %125,6, %98,1, %132,4, %145,3, %90,1 ve %132,5 oranındadır. Özellikle 2019 yılından itibaren iç borç çevirme oranı yüksek seviyededir. İç borç çevirme oranı Ocak 2023 itibariyle %204,5, Mart 2023 tarihinde ise %214,4 seviyesindedir.

4.4. Devlet Borçlarının Ödemeler Dengesi Üzerindeki Etkileri

Gelişmekte olan ülkelerin dış borca yönelmelerinin en önemli sebeplerinden biri de ödemeler dengesinin cari işlemler kısmında ortaya

çıkan dengesizliklerdir. Süreklilik gösteren cari işlemler dengesizlikleri (cari açık) yurt içi tasarruflarla giderilemediğinden dolayı dış kaynak ihtiyacı kaçınılmaz hale gelmektedir (Şeker, 2006). Devletler ödemeler bilançosu dengesizliklerini gidermek ve dış ticaret fazlası oluşturmak için ülkede döviz kazandırıcı (ihracat, turizm vb.) işlemleri arttırmalı veya ülkeye portföy yatırımları (sıcak para) ve doğrudan yabancı sermaye yatırımı girişini arttıracak politikaları uygulamaları gerekmektedir. Cari açığın finansmanında portföy yatırımları yerine, doğrudan yabancı sermaye yatırımlarının ağırlıklı olarak kullanılması gelişmekte olan ülkeler açısından daha yararlıdır (Eğilmez, 2014). Portföy yatırımları, para ve sermaye piyasalarındaki menkul kıymetlere yönelik yurt dışı yerleşiklerin sıcak para olarak da isimlendirilen kısa vadeli yatırımlarını tanımlarken, doğrudan yabancı sermaye yatırımları (DYY), yatırımcının yerleşik olduğu ülke dışında uzun dönemli işletmecilik faaliyetlerine yönelik yatırımlarını tanımlamaktadır. DYY, portföy yatırımları gibi kısa dönemde ani gelişmelere dayalı risk algısı olduğunda ülkeden çıkış finansal piyasalarda dalgalanmalara sebep olmaz.

Tablo 3. Cari İşlemler Açığının Finansmanı (Milyar Dolar)

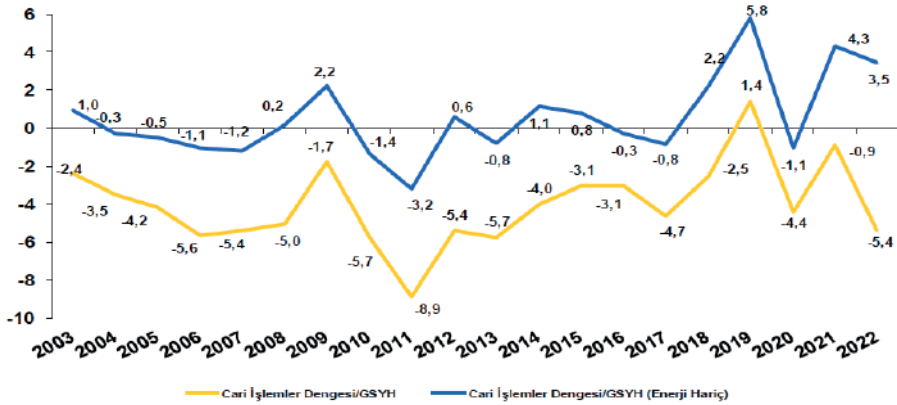
	2009	2013	2015	2017	2019	2021	2022	2023*
Cari İşlemler Dengesi	-11,4	-55,1	-26,6	-40,0	10,8	-7,2	-49,1	-43,6
Sermaye Girişleri	-3,5	60,3	21,4	45,1	9,0	34,1	29,0	52,8
Yurt İçinde Doğrudan Yabancı Yatırımlar	8,6	13,6	19,3	11,2	9,5	13,3	13,6	9,2
Bankacılık Dışı Özel Sektör Net Kredi Kullanımı	-13,2	-3,1	9,4	2,6	-5,9	0,6	-2,3	1,2
Diğer (Net)	2,8	49,9	-7,2	31,3	5,4	20,2	17,7	42,4
Net Hata ve Noksan	0,6	0,2	8,5	-9,7	-5,7	1,6	25,9	-10,0
Bankaların Yabancı Para Mevduatı	-6,1	-1,6	7,4	3,6	3,6	2,4	-8,9	0,2
Rezerv Değişimi	0,1	9,9	-11,8	-8,2	6,3	23,3	12,3	-4,0

*Kaynak: Hazine ve Maliye Bakanlığı, Ekonomi Sunumu, Şubat 2024, s. 62. *: 2023 dönemi Ocak-Kasım ayları arasında kapsamaktadır.*

Üzümcü ve Kırpık, (2015) cari açık, dış borçlanma ve ekonomik büyüme ilişkisini şu şekilde tanımlamıştır: “Dış ticaret açıklarının CİB (Cari İşlemler Bilançosu) diğer kalemleri ile azaltılamadığı durumda CİB açıkları ve CİB açıkları/GSYİH oranının artması iç borçlanma ve uygun koşullar bulunduğu

dış borçlanma ile karşılanmakta, dolayısıyla bu etkileşim sürecinde dış borçların artması beklenmektedir. Dış borç ödemelerinin yeni dış borçlanmaları aşmaması koşulu ile dış borç mutlak miktarı ve dış Borç/GSYİH oranının artması da CİB/GSYİH oranının artmasına bağlı olarak şekillenmekte, GSYİH artışından daha hızlı CİB açığı ve dış borçlanma artışı halinde dış borç/GSYİH oranının artması da beklenmektedir. Ters durumda dış ticaret ve CİB açıklarının azalması halinde dış borç miktarı ve GSYİH'na oranının azalması beklenmektedir” (Üzümcü ve Kırpık, 2015). Dış ticaret-CİB açıkları ile dış borçlanma arasındaki ilişki kısa dönemde genelde pozitif bir ilişkidir. Bu pozitif ilişki, bir ülkenin kaynak/tasarruf yetersizliği nedeniyle ve/veya dış ticaret-CİB açıkları ve bütçe açıkları nedeniyle dış borçlanmaya başvurduğu dolayısıyla dış ticaret-CİB açıklarının uluslararası âlemlerle ekonomik ilişkilerde verilen açığın iç tasarruflar yetersiz olduğu için dış tasarruflardan dış borçlanma biçiminde yararlanılarak kapatıldığı gerçeği üzerine inşa edilmektedir. Ayrıca cari işlemler bilançosunda cari açık artışının dış borçlanma üzerindeki artışa ilaveten ekonomik büyüme üzerinde de artış yönlü etkisi olduğu değerlendirilmesi yapılmaktadır (Üzümcü ve Kırpık, 2015).

Grafik 2. Cari İşlemler Dengesi/GSYİH (%)



Kaynak: Hazine ve Maliye Bakanlığı (2023a), Ekonomi Sunumu, Nisan 2023, s. 60

Türkiye’de cari açık ve dış borçlanma ilişkisine yönelik Mahfi Eğilmez’in değerlendirmesi şöyledir (Eğilmez, 2018: 62-63):

“Türkiye; petrol, doğalgaz ve yatırım malı ithalatçısı konumunda bir ülke olduğundan iç tasarruf oranlarının yetersizliği sebebiyle cari açık sorunu ile karşı karşıyadır. *Cari açığı azaltmanın üç yolu vardır:* Yatırımları azaltmak, iç tasarruf oranlarını arttırmak ve tasarruf açığını yurt dışından sermaye girişi

ile gidermek. Yatırımları azaltmak, ekonomik büyüme üzerinde azalışa neden olacak bir gelişmedir. İç tasarruf oranını arttırmak, ülke içinde faiz artışı gerektiren bir durumdur, ki bu durum yatırımlar üzerinde kısıtlayıcı etkiye bulunur. En kolay yol iç tasarruf açığını azaltmak için yurt dışından sermaye ithal etmektir. Bu yolu izlerken iki seçenek bulunmaktadır: (1) Doğrudan yabancı sermaye yatırımlarını arttırmaktır (2) Dış borçlanmayı arttırmaktır. İdeal olan birinci seçenek olmasına rağmen, uygulamada bazı dönemlerde doğrudan yabancı sermaye girişlerinde sorunlar ile karşılaşılabilenkte ve yerini dolaylı yabancı sermaye yani sıcak para girişleri alabilmektedir”.

4.5. Devlet Borçlarının Finansal Piyasalar Üzerindeki Etkileri

Devlet, borçlanma politikasını ister kamu finansman açıklarının kapatılmasında bir araç, isterse ekonomi politikası uygulamalarının bir aracı olarak görsün kamu borçlanması sonuçları itibariyle finansal piyasaları (para ve sermaye piyasaları) ve finansal göstergeleri (varlık fiyatları, faiz, finansal büyüklükler) etkiler. Özellikle kamu iç borçlanma zorunluluğundaki artışlar yoluyla devletin finansal piyasalara yoğun şekilde fon alıcısı olarak girmesi bu piyasalarda özel kesimin dışlanmasına ve finansal maliyetlerin yükselmesine sebep olur. Ayrıca devletin borçlanma imkânlarını daha kolay ve fazla kullanmak için ihraç ettiği borçlanma araçlarına sağladığı ilave gelirler, vergisel avantajlar, kolay likidite ve el değiştirme imkânı, güvence gibi faktörler de yatırımcılar açısından kamu borçlanma araçlarını daha cazip kılmaktadır (Yardımcıoğlu, 2007).

Sermaye piyasalarında borçlanma araçları içinde özel sektör tahvillerinin riskli olmasından dolayı ağırlıklı işlem gören menkul kıymetler kamu iç borçlanma araçları yani devlet tahvilleridir. Pozitif reel faiz oranlarının geçerli olduğu devlet tahvilleri, bankalar ve diğer borç verenler açısından reel bir nakit transferi oluşturmuş, bankaların mevduatı krediye dönüştürme eğilimlerini zayıflatmış ve sermaye piyasalarında özel sektörün kullanabileceği diğer borçlanma araçlarının gelişmesini engellemiştir. Devletin artan oranda borçlanması, finansal sisteme egemen olan mevduat bankalarının kaynaklarının büyük bir kısmının kamu kesimince kullanılmasına neden olmuştur (Yardımcıoğlu, 2007). Türkiye’de sermaye piyasaları araçları içindeki en büyük pay kamu borçlanma kağıtlarından (DİBS) oluşmaktadır. Kasım 2022 tarihi itibariyle; Kamu kesimi borçlanma araçlarının toplam menkul kıymet stoku içindeki payı %84.5, Özel sektör menkul kıymetlerinin payı ise %15.5’tir. Kamu sektörü menkul kıymetlerinin dağılımı %83.3 devlet tahvili ve %1.2 hazine bonusu; Özel sektör menkul kıymetlerinin dağılımı ise %9.4 hisse senetleri, %1.6 özel sektör tahvilleri, %4 finansman bonusu,

%0.4 varlığa dayalı menkul kıymet ve %0.1 varantlardan oluşmaktadır (SPK, 2022).

Özellikle gelişmekte olan ülkelerde finansal piyasaların gelişmesi yani finansal derinleşmenin sağlanmasında kamu iç borçlanma araçlarının (DİBS) rolü yüksektir. DİBS'lerin risk oranlarının düşük olması, likidite özelliklerinin ikincil piyasalarda artması, piyasa faiz oranlarının oluşmasında ikincil piyasada sürekli fiyat oluşturdıklarından etkili olmaları, büyük fon yöneten şirketlerin portföy risklerinin azaltılmasına katkı sağlamaları, Merkez Bankası'nın açık piyasa işlemleri (APİ) ile piyasaya yönelik likidite ayarlamasında DİBS'leri kullanması ve devletin borç stoku büyüklüğü itibarıyla bu piyasalarda en büyük oyuncu olması finansal piyasaların gelişmesine yani finansal derinleşmeye katkı sağlamaktadır.

Bunlara ilave olarak devletin borçlanma amacıyla ihraç ettiği DİBS'lerin belirli bir kısmının sermaye piyasalarında ikincil piyasalarda yabancı yatırımcılar tarafından satın alınması, sermaye piyasalarına yurt dışından portföy yatırımı olarak sermaye girişine katkı sağlar. Türkiye'de Aralık 2017 sonu tarihi itibarıyla yurt dışı yerleşiklerin iç borç stoku içindeki payı %19,4'tür (Hazine Müsteşarlığı, 2017d). Bu durum 2017 yılında kamu iç borç stokunun beşte birinin yabancıların elinde bulunan DİBS'lerden oluştuğunu göstermektedir. Ancak 2019 yılından itibaren bu oran azalış göstermiş ve 2022 yılında yurt dışı yerleşiklerin iç borç stoku içindeki payı %0,8 düzeyine yani yüzde 1 seviyesinin altına düşmüştür (HMB, 2023a). Buradaki gerilemenin en temel sebebi küresel salgın (covid 19 pandemisi), küresel ve bölgesel jeopolitik istikrarsızlıklar (Rusya-Ukrayna savaşı), küresel enflasyonist etki ile ülkelerin ekonomilerindeki ve finansal piyasalarındaki istikrarsızlık ve Türkiye'de ekonomik ve siyasi sorunlara dayalı ortaya çıkan gelişmelerdir. Tüm bu gelişmeler sermaye piyasalarına yönelik yabancı sermaye akışını (portföy yatırımları) olumsuz etkilemiş ve hisse senedi piyasaları ile kamu borçlanma araçları (DİBS) piyasalarına yurt dışı kaynaklı sermaye girişini azaltmıştır.

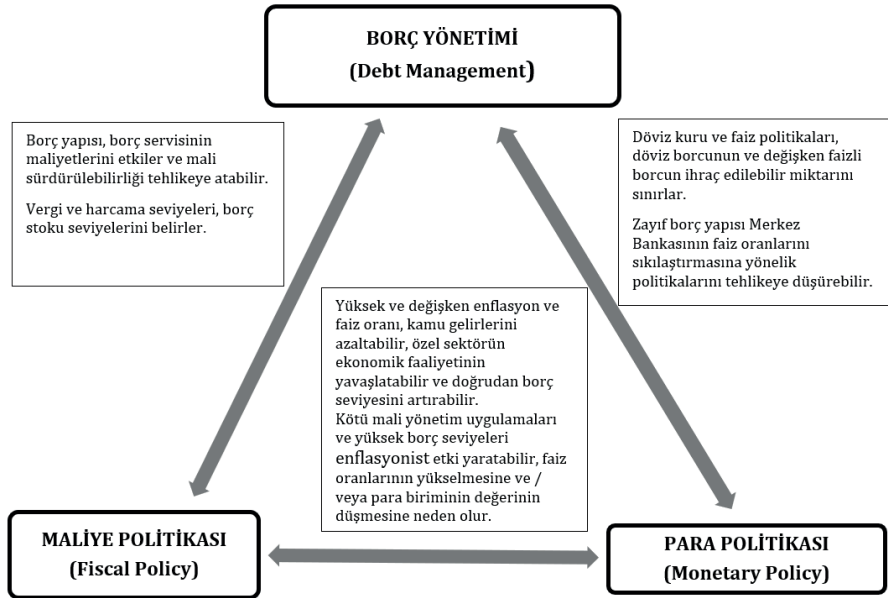
5.Borç Yönetiminin Ekonomik ve Parasal Politikalarla Etkileşimi

Borç yönetiminin, para ve maliye politikası uygulamalarından farklı olabileceği ve ayrı bir politika alanı olarak ele alınması gerektiği 1980'li yıllardan itibaren özellikle gelişmiş ülkelerde tartışma konusu yapılmıştır. Bu görüş, para, maliye ve borçlanma politikalarının birbirinden farklı kurumlar aracılığıyla, ancak eşgüdüm içinde yürütülmesi gerekliliğini ortaya çıkarmıştır. Kamu maliyesi alanında reformların hızlandığı bu dönemde Yeni Zelanda, Belçika, Fransa, İngiltere ve İrlanda gibi çoğu OECD ülkesi borç yönetimi

alanındaki bu görüşlere paralel olarak borç yönetimlerini bağımsızlaştırma politikalarını uygulamaya geçirmişlerdir (Balıbek vd., 2012).

Ülkemizde özellikle 2000 sonrası dönemde yapılan yapısal reformlar ile; yüksek faiz dışı fazla verme amacına yönelik maliye politikası uygulamaları sonucunda maliye politikasında iyileşme sağlanmış, Merkez Bankası yasasında yapılan değişiklikler ile Merkez Bankası'nın kamuya kaynak sağlayan kurum özelliğinden uzaklaşarak, "fiyat istikrarının sağlanması" amacına odaklanması bu alanda önemli başarılar elde edilmesine katkı sağlamıştır. Borç yönetimi alanında ise 4749 sayılı yasal düzenleme sonrası, borçlanma stratejilerinin oluşturulması, risk yönetimi anlayışının benimsenmesi, borçlanma maliyetleri ve vade yapısının iyileştirilmesine yönelik elde edilen başarılar kamu borçlarının sürdürülebilir bir yapıya sahip olması yönünde önemlidir. Bu durum Türkiye'de 2000 sonrası dönemde para, maliye ve borç yönetimi alanında performans amaç ve araçları farklı olan bu politikaların Türkiye'de eşgüdüm içinde yönetildiğini göstermektedir (Balıbek vd., 2012).

Borç yönetimi, para politikası ve maliye politikası arasındaki etkileşim ve ilişki aşağıda Şekil 5'te gösterilmektedir (Togo, 2007):



Şekil 5. Borç Yönetimi, Para Politikası ve Maliye Politikası Arasındaki İlişki ve Etkileşim Süreci

Kaynak: Togo, E. (2007), *Coordinating Public Debt Management with Fiscal and Monetary Policies: An Analytical Framework*, s. 9.

Borç yönetimi ve maliye politikası ilişkisi; Zayıf borç yönetimi, mali otoriteyi mevcut politikasını değiştirmeye zorlayabilir; çünkü zayıf borç yapıları, borç servisinin maliyetlerini aniden artırabilir ve hükümetin, borç yükümlülüklerini yerine getirmek için planlanan harcamaları azaltmaya zorlar. Tersine, kötü maliye politikası, vergi ve harcama politikaları, faiz dışı fazla / bütçe açığı ve verilecek borcun miktarını belirlediğinden, borç yönetiminin etkinliğini etkileyebilir. Bu seviye aşırı olduğunda yatırımcılar daha yüksek bir risk primi isteyecek ve borç yöneticilerinin istenen borçlanma araçlarını makul maliyetlerle ihraç etmesini ve hedeflenen borç kompozisyonunu elde etmesini zorlaştıracaktır (Togo, 2007).

Borç yönetimi ve para politikası ilişkisi; Para politikası döviz kuru ve faiz politikaları, döviz cinsinden borçlanmanın ve değişken faizli borcu sınırlayabileceğinden, borç yönetimini de kısıtlayabilir. Örneğin, borç yöneticileri, uzun vadeli, sabit faizli, yerel para cinsinde borçlanma araçları ihraç etmek zorunda kaldıklarını düşünebilir veya yatırımcılar gevşek para politikası duruşu nedeniyle gelecekte daha yüksek bir enflasyon veya devalüasyon beklediği için bu tür bir borcun çok yüksek bir maliyetle verilmesine neden olabilirler. Bu gibi durumlarda, yatırımcılar enflasyon oranları veya kısa vadeli faiz oranları, kısa vadeli borçlar veya döviz endeksli borçları tercih edebilirler. Buna karşılık, kısa vadeli borç, değişken faizli borç veya döviz borcundaki büyük paya sahip zayıf borç yapıları, bir borç krizini hızlandırabileceğinden, merkez bankasının faiz oranını artırma veya yerel parayı değer kaybetme eğilimini arttırabilirler (Togo, 2007).

Maliye politikası ve para politikası ilişkisi; Para politikası ve maliye politikası birbirine bağlıdır; çünkü yüksek ve değişken enflasyon ve reel faiz oranları, özel sektörün ekonomik faaliyetini yavaşlatarak kamu gelirlerini azaltabilir ve merkez bankası bağımsızlığı ve bütçe açıkları doğrudan borç seviyesini artırabilir. Mali yönetim yetersizliği ve yüksek borç seviyeleri, enflasyonist beklentileri artırabileceğinden ve reel faiz oranlarının yükselmesine ve / veya değer kaybetmesine neden olabileceğinden, para politikası hedeflerini tehlikeye atabilir (Togo, 2007). Bir ekonomide enflasyonist etkilerin azaltılması için para arzı politikalarının (sıkı para politikası) yetersiz kalacağından kamu borçlanması ve enflasyon ilişkisinin oluşturulmasında para ve maliye politikası etkileşimine vurgu yapılmaktadır (Woodford, 2001).

Togo (2007), devlet borç portföyünün risklerinin belirlenmesinde ve yönetilmesinde *Varlık ve Yükümlülük Yönetimi (VYY)* yaklaşımının etkili olduğunu savunmaktadır. VYY yaklaşımı, varlıkların ve yükümlülüklerin finansal özellikleri arasında uyumsuzluk olması durumunda bilanço

riskinin var olduğunu önermektedir. Varlıkların finansal özellikleri borçları ile uyduğunda ise risk minimuma inmektedir. VYY yaklaşımı, makroekonomik politikalarda eşgüdüm eksikliğinden kaynaklanan risklerin tespiti ve yönetilmesi açısından önemli bir araçtır. VYY anlayışından hareketle oluşturulan risk yönetimi, mali sürdürülebilirlik analizlerinde borçlanma, para ve maliye politikalarının bütüncül bir yaklaşımla değerlendirilmesini zorunlu kılmaktadır (Balıbek vd., 2012).

Kamuya ait alt bilançoların bir araya getirilerek konsolide edilmesi ile sağlanan kamu sektörü bilançosu ile kamunun mali açıdan risk haritası elde edilmektedir. Bu çerçevede bilanço analizi yapılarak, varlık ve yükümlülüklerin finansal karakterleri arasındaki uyumsuzluklar tespit edilmekte ve risk faktörleri analitik olarak ortaya çıkarılmaktadır. Bu kapsamda oluşturulacak olan kamu sektörü bilançosunun temel bileşenleri şunlardır; *Varlıklar*; Nakit Rezervler, Uluslararası Rezervler, Mali Gelirler, Varlık Fonları, KİT'ler ve Altyapı Yatırımları ve Hazine Alacaklarıdır. *Yükümlülükler*; Kamu Borç Stoku, Mali Harcamalar, Sosyal Güvenlik Sistemi Açıkları, Koşullu Yükümlülüklerdir (Koç, 2012).

Varlık ve Yükümlülük Yönetimi Kapsamında Türkiye'de Kamu Borçlanmasında İzlenen Stratejiler (Koç, 2012); *“(1)Döviz kuru riskini azaltmaya yönelik olarak döviz cinsi borçlanmaların azaltılması ilkesi, (2) Likidite riskini azaltmaya yönelik Hazine Nakit Rezervi Oranının yüksek tutulması, (3)Enflasyona endeksli senetler ve Gelire Endeksli Senetlerin ihracı yoluyla faiz ödemeleri ile faiz dışı fazla arasında korelasyon sağlanarak bütçe gelir ve gider kalemleri uyum sağlanması, (4)Sağlıklı analiz ve değerlendirmelerin yapılması için “Kamu net borç stoku”, “net dış borç stoku” ve “net iç borç stoku” hesaplamalarına yer verilerek kamuoyu ile bu bilgilerin paylaşılması.”*

Türkiye’de Kamu Borçlanmasının Tarihsel Gelişimi

1.Osmanlı İmparatorluğu Döneminde Borçlanma

1.1.Osmanlı İmparatorluğu Döneminde İç Borçlanma

Osmanlı döneminde karşılaşılan mali bunalımları aşmak için paranın değerinin azaltılması (tağşiş) suretiyle senyoraj/enflasyon vergisi karışımı politikalar kullanılarak Hazine’ye gelir yaratma politikaları izlenmiştir. Halkın elinde bulunan altın ve gümüş devletin emriyle toplanarak, darphanede gümüş sikkelerin içindeki madeni değer azaltılmış (*tağşiş*) ve gerçek değerlerinin %20 üzerinde bir değerde para piyasaya sürülmüştür. Ülkede bütçe açıklarını azaltmak için izlenen bu yöntem enflasyonist bir etki yaratmış, kalpazanlığı arttırmış ve ülke ekonomisini olumsuz yönde etkilemiştir (Yılmaz, 2002).

1830’lu yılların sonuna doğru başvurulmuş tağşiş işlemi bütçe açıklarını kapatmada yeterli olmayınca, 1839 yılında “*kaim*” çıkarılmasına karar verilmiş, kağıt para ile tahvil arası bir özelliğe sahip olan kaimeler de ekonomide enflasyonist bir etki ortaya çıkarmıştır. 1840 yılında, tasarruf sahiplerinde belirli bir faiz karşılığında borç almak için “*esham kavaimi*” çıkarılmış, ancak dolaşımdaki *kavaim* miktarındaki artış, faiz artışına sebep olmuş ve bütçe üzerinde olumsuzluğa sebep olmuştur. 1844 yılından itibaren Osmanlı İmparatorluğu tağşişlere son vermiş ve Galata Bankerleri aracılığıyla Fransa’dan borçlanma yapmaya başlamıştır. Bu esasında adı konmamış bir dış borçlanmadır (Yavuz, 2009).

1.2.Osmanlı İmparatorluğu Döneminde Dış Borçlanma

1785 yılında Rusya ile yapılan savaş yıllarında ilk kez dış borç alma fikri gündeme gelmiş ve uzun süre dış borç almaya direnilmiştir. Özellikle dış borç alma Osmanlı İmparatorluğu için onur kırıcı bir uygulama olacağı düşünülmüştür. O dönemde bazı Şeyhülislamlar “*dış borç almanın dinen mekrub olduğu*” yönünde fetvalar vermişlerdir (Falay, 1989). 19. yüzyılın ortalarından itibaren Osmanlı mali ve ekonomik sistemindeki artan sorunlar (artan kamu harcamaları, yeterli iç borçlanma kaynaklarının olmaması, savunma harcamalarındaki artışlar, bütçe açıkları vb.) nedeniyle dış borçlanma zorunluluk haline gelmiştir (Eker ve Meriç, 2005). 1840’lardan itibaren Avrupalı sermayedarlar ve Avrupa Devletlerinin temsilcileri, mali sorunların çözüm yolu olarak dış borçlanmaya girişilmesi konusunda merkezi bürokrasiye baskı yapmaya başlamışlardı. Bu süreçte Avrupalı bankerlerin yüksek komisyon beklentisi ve tahvilleri satın alan Avrupalı yatırımcıların da faiz geliri elde etme potansiyelleri oluşacaktı. İlk dış borçlar 1840’lı yıllarda Galata bankerleri aracılığıyla ve kısa vadeli olarak Fransız bankalarından yapılmıştır (Pamuk, 2019). Devamında kapsamlı dış borçlanmalar 1854 yılında Kırım Savaşı’nın ortaya çıkardığı harcamaların finansmanını sağlamak için Fransa ve İngiltere ile yapılan borç anlaşmalarıyla gerçekleştirilmiştir (Eker ve Meriç, 2005). Bu dönemde *1854-1865 dönemi* yoğun borçlanma dönemi, *1869-1875 dönemi* borç ödemek için yeniden borçlanma dönemi ve *1875 sonrası dönem* ise borç krizi dönemleri olarak isimlendirilmektedir (Eker ve Meriç, 2005). Bu dönemde alınan borçlar yüksek faizle alınmış, büyük bir kısmı sarayların yapımı, bürokrasi maaşlarının ödenmesi ve donanma kurulması gibi cari nitelikli alanlarda kullanılarak uzun dönemli ekonomide canlanma ve mali gelirleri artırmaya yönelik yatırım alanlarına kaynak ayrılmamıştır. Bu durum borç ana para ve faiz ödemelerinin karşılanmasında tekrar borçlanma yapılmasını zorunlu kılmıştır (Yavuz, 2009).

Borç Krizi ve Düyun-u Umumiye İdaresi (Genel Borçlar İdaresi); Osmanlı Devleti ilk dış borçlanma yaptığı 1854 yılından 1875 yılına kadar geçen 21 yıllık dönemde, 15 kez dış borçlanma yapmıştır. Osmanlı Devleti 1875 yılında dış borçların ödenmesine ilişkin sorun yaşamaya başlamış, 1875 sonbaharında dış borç ödemelerini yarı yarıya azaltmış, ertesi yıl ise Nisan 1876 tarihinde borçların ödenmesini tamamen durdurarak moratoryum ilan etmiştir (Özdemir, 2009). 1878 Berlin Konferansının arkasından Avrupalı alacaklıların temsilcileriyle görüşmeler başlamış, 20 Aralık 1881’de anlaşmaya varılarak bir kararname yayımlanmıştır. Kararnamenin yayımlanışı Muharrem ayına rast geldiğinden “*Muharrem Kararnamesi*” adı verilmiştir (Açba, 1991).

Yirmi yıllık (1854-1875 dönemi) hızlı dış borçlanma süreci Osmanlı Devleti'nin dış borçlarını 200 milyon sterline, yıllık anapara ve faiz ödemelerini ise 11 milyon sterline yaklaştırdı. Buna karşılık aynı dönemde Osmanlı maliyesinde yıllık tüm gelirler toplamı 18 milyon sterlin düzeyinde idi ve bu durum devlet gelirlerinin yaklaşık %60'ının dış borç ödemelerine karşılık geldiğini göstermekteydi. 1873 yılında küresel sistemde karşılaşılan kriz etkisiyle Osmanlı Devleti ile birlikte Latin Amerika'da ve Ortadoğu'da Mısır ve Tunus'un da dahil olduğu yirmiyi aşkın ülke borç ödemesi sorunu ile karşılaşarak borç ödemelerini durdurmak zorunda kalmıştır (Pamuk, 2019).

Muharrem Kararnamesi ile Osmanlı Devleti'nin dış borçları yarıya düşürülmüş, daha önce kurulmuş olan Rüsüm-u Sitte İdaresi (Altı Resim [Vergi] İdaresi) feshedilmiş, Rüsüm-u Sitte İdaresi'nin gelirleri 1881 yılında *Düyun-u Umumiye İdaresi*'ne devredilmiştir. *Düyun-u Umumiye İdaresi* Osmanlı Devleti'nin bütün borç yönetimini üzerine alarak, birçok kamu gelirini kendisi yönetmeye başlamıştır (Tekir, 1987). *Düyun-u Umumiye İdaresi*, batılı zengin ülkelerin Osmanlı Devleti'ne verdikleri ağır koşullardaki borçların kendileri açısından bir güvencesi ve kapitülasyonların da etkili ve garantili devamı konumunda idi. *Düyun-u Umumiye İdaresinin* 1911-1912 yılında elde ettiği gelir düzeyi Osmanlı Devleti'nin gelirlerinin %27'sine karşılık gelmektedir. Ayrıca, Osmanlı Maliye İdaresi'nde çalışan personel sayısı 5.472 olduğu halde, *Düyun-u Umumiye İdaresinde* çalışan personel sayısı 5.653'ü devamlı, 3.253'ü geçici olmak üzere toplam 8.931 kişidir. Bu yönüyle Osmanlı Maliye İdaresinin çalışanlarından daha fazla çalışana ve Osmanlı Devlet gelirlerinin üçte birine yakın oranda gelire sahiptir. Hukuken 24 Temmuz 1923 tarihinde Lozan Anlaşması ile kaldırılmış olan *Düyun-u Umumiye İdaresi* başından bu yana bir devletin maliyesinin bağımsızlığına gölge düşüren konumunu tamamen kaybetmiştir (Özdemir, 2009).

Cumhuriyetin kurulmasıyla birlikte Türkiye, Osmanlı Devleti dış borçlarının Trablusgarp Savaşı ve 1912-1913 Balkan Savaşı sonunda İmparatorluk topraklarından pay alan Balkan Devletleri ve Lozan Antlaşması'nın sonucu olarak Asya'da oluşan yeni devletler arasında Osmanlı İmparatorluğu'ndan aldıkları toprak büyüklüğünün 1911-1912 yılları ortalama gelir oranlarına göre paylaştırılmasını kabul etmiş ve 15 devlet arasında belirtilen kurallara göre paylaştırılmıştır. Türkiye'ye düşen pay Osmanlı Devleti 1912 öncesi borçlarının %63'ü, 1912 sonrası borçlarının ise %76'sı olmuştur. Osmanlı Devletinden Türkiye Cumhuriyeti'ne devreden borçların son ödemesi 25.05.1954 tarihinde yani ilk Osmanlı dış borçlanması olan 1854 yılından itibaren 100 yıl sonra tamamlanmıştır (Özdemir, 2009).

1.3. Osmanlı Devleti'nin Dış Borçlarının Genel Özellikleri

1854 Kırım Savaşı ile başlayan ilk dış borçlanmadan, 1924 Lozan Antlaşmasına kadar geçen dönemde Osmanlı Devleti'nin dış borçlanmasına ilişkin temel özellikler şunlardır (Özdemir, 2009):

-Her yıl borçlanma alışkanlık haline gelmiş, hatta bazı yıllarda birkaç kez istikrazlar (borçlanma) yapılmıştır.

-Devlet yönetiminde borç bulma ve borçlanabilme başarı ve yetenek göstergesi olarak kabul edilmeye başlamış, sadrazamlar padişahlara karşı başarılarını bu yolla ispat etme eğilimine girmişlerdir.

-Borçlanmaya ilişkin birçok farklı usul ve yöntemler kullanılmıştır (Borç erteleme, moratoryum, konsolidasyon vb.).

-Bazı borçlanmalarda verilen borçların nerelerde kullanılacağı (silah alımı, savunma, savaşın finansmanı vb.) borç anlaşmalarında kurala bağlanmıştır.

-Demiryolları gibi yatırımlara ilişkin borçlanmalarda kilometre garantisi adı altında gelir garantisi sağlanmıştır.

-Borçlanmaların koşulları giderek ağırlaşmıştır. Borçlanmanın başında düşük ihraç bedeli, emisyon ve komisyon gideri vb. kesintiler yapılarak ele geçen miktar %67 civarında iken, mali darboğazların arttığı dönemlerde bu oran %35-40 oranına kadar düşmüştür.

-Faiz oranları giderek artış göstermiştir.

-Borçların kullanıldıkları alanlar genel olarak verimsiz alanlardır.

-Düyun-u Umumiye İdaresi'nin kurulmasıyla Osmanlı Devleti mali bağımsızlığını yitirmiş, Maliye idaresinin yetki alanı daralmış ve dolayısıyla yabancılar mali kontrolü ele geçirerek iç politikada da etkili olmaya başlamışlardır.

2. 1923-1990 Döneminde Devlet Borçları

Bu bölümde Cumhuriyet döneminde devlet borçlarının gelişimi iç borçlar ve dış borçlar açısından ayrı ayrı incelenecektir. İncelemede 1990 sonrası dönem ayrı başlıklar şeklinde yakın tarih incelemesi olarak daha detaylı olarak ele alınmıştır. Cumhuriyet Dönemi devlet borçları başlığında iç ve dış borçlanma gelişmeleri; Cumhuriyetin ilk yıllarındaki borçlanmalar (1923-1960 dönemi), 1980 öncesi dönem (1960-1980 dönemi) ve 1980-1990 dönemi olarak üç ayrı dönemde incelenecektir.

2.1. 1923-1990 Döneminde İç Borçlar

2.1.1. 1923-1960 Döneminde İç Borçlar

1923-1950 Dönemi, Osmanlı İmparatorluğu'nun son dönemlerinde özellikle dış borçlanmalardan kaynaklı birçok mali sorun ve bu sorunların bir kısmının devretmesi borçlanma konusunda yeni kurulan Türkiye Cumhuriyeti Devleti'ni çekingen davranmaya itmiştir. Cumhuriyetin ilk on yıllık döneminde (1923-1933 dönemi) dış borç yüklerinin yüksekliği, ülke içinde sermaye birikiminin zayıf olması, bankacılık sektörünün yeterince gelişmemiş olması ve bütçe politikalarında denk bütçe yaklaşımları iç borçlanmanın kullanımını sınırlandırmıştır. Bu dönemde yapılmış olan iç borçlanmaları şu şekilde özetleyebiliriz (Yavuz, 2009; Ulusoy, 2012b; Açba, 1991; İnce, 2001):

- İlk iç borçlanma 1933 yılında, kalkınmanın ilk safhasında ön planda yer tutan Fevzi Paşa-Diyarbakır demiryolu hattının inşaatını finanse etmek amacıyla 1933 Ergani İstikrazı yapılmıştır. Bu amaçla 20 yıl vadeli, 3 tertipli ve ikramiyeli tahviller ihraç edilmiştir.

- 1934 yılında Sivas-Erzurum demiryolu inşası için 30 milyon liralık Sivas-Erzurum İstikrazı,

-Elazığ-İran sınırı ve Diyarbakır-Irak sınırı demiryolu inşası için 1941 Demiryolu İstikrazı,

-1942 yılında 150 milyon liralık Milli Savunma İstikrazı,

-1946 yılında 150 milyon liralık Kalkınma İstikrazı,

-1947 yılında kısa vadeli borçların konsolidasyonu amacıyla 250 milyon liralık 1947 Hazine Tahvilleri,

-1945-1950 döneminde "Çiftçiye Topraklandırma Kanunu" gereğince kamulaştırılan toprak bedellerinin karşılığı olarak eşit taksitlerde 20 yıl ödenmek üzere ihraç edilen Toprak Tahvilleri,

Bu dönemde yapılan iç borçlanmaların ana felsefesi, ülkenin sanayileşmesi ve alt yapısını geliştirmeye yöneliktir. Ayrıca II. Dünya Savaşı yıllarında da savunma amacıyla iç borçlanma gerçekleştirilmiştir.

1950-1960 Dönemi, 1950 yılından itibaren kamu iç borç stokunun önemli bir kısmı, hukuki düzenlemeler sonucunda sosyal güvenlik kurumlarına, ticari bankalara ve şirketlere hazine borçlanma kağıdı alma zorunluluğu getirilmesiyle yapılan zorunlu iç borçlanmalardır. Ayrıca Merkez Bankası kaynakları da KİT açıkları ve bütçe açıklarının karşılanmasında kullanılmıştır. Bu dönemde tahvillerin gelirlerinin vergi ve diğer yasal yükümlülüklerden

muaf tutulması politikası borçlanmayı teşvik etmek amaçlı uygulanmıştır (Ulusoy, 2012b). İç borçlanma ile ilgili 1950'li yıllarda egemen olan hukuki düzenleme ilginç özellikler taşımaktadır. Buna göre; Emekli Sandığı'na devlet ve personel katkıları için hazine kağıdı verilmektedir. Ticari Bankalar mevduatlarının % 20'sini, rezervlerinin ise % 5'ini hazine kağıdına yatırmak zorundadır. Anonim şirketler de yine rezervlerinin % 5'i ile hazine kağıdı almak zorundadırlar. KİT'ler ise yine Hazine'den aldıkları hazine kefaletini haiz bonoları Merkez Bankasına kırdırarak finansman sağlamaktadırlar. Bu dönemde dikkati çeken bir konu da; açıkların çoğunlukla Merkez Bankasından finanse edilmesidir. Aslında bu dönemde Merkez Bankası bir kalkınma bankası gibi kullanılmıştır. Nitekim 1950-1960 döneminde Merkez Bankası bilançosunda hazine kağıtları ile hazine kefaletini haiz KİT kağıtlarının payının yüksekliği bu durumun bir ispatıdır (Emil, 2003). 1950-1960 dönemi kamu borçlanması büyük ölçüde popülist rant dağıtımına, harcama yapmaya ve vergi toplamamaya yönelik siyaset yapma biçiminden etkilenmiş ve plansız KİT yatırımlarını besleyen dış borçlanma ve Merkez Bankasına dayalı enflasyonist finansmanla birlikte ülkemiz hızlı bir şekilde dış borç krizi ile karşı karşıya kalarak 1958 yılında moratoryum ilan etmek durumunda kalmıştır (Emil, 2003).

2.1.2. 1960-1980 Döneminde İç Borçlar

1963'ten itibaren uygulamaya başlanan kalkınma planları hedeflerine ulaşmada kamu harcamalarının finansmanında vergilerin yetersiz kalması iç finansman açığını büyütüştür. Planlı dönemde prensip olarak uzun vadeli borçlanma hedeflenmesine rağmen, borçlanmanın kısa vadeli gerçekleşmesinin önüne geçilememiştir (Şen vd., 2007). 1960'lı yıllarda özellikle tarımsal KİT'lerin mali yapılarında bozulmalar meydana gelmiş ve KİT'ler yatırım ihtiyacından kaynaklanan finansal zorluklarla karşılaşmışlardır. Kamu açıklarının finansmanında Merkez Bankası kaynaklarını kullanılması, kısa vadeli avansların Hazine tarafından Merkez Bankasına geri ödenmemesi para arzında genişlemeye sebep olmuş ve enflasyonist etki yaratmıştır (Ulusoy, 2012b).

Bu dönemde yeni bir zorunlu borçlanma aracı olarak tasarruf bonoları yürürlüğe girmiştir. Tasarruf bonoları; 1968 yılında yürürlüğe giren 930 sayılı Kanunla gelir ve kurumlar vergisi mükelleflerinin vergilendirilebilir gelirlerinin %3'ü oranında kesilen tutarlar üzerinden verilen borçlanma senetleridir. Yani gelir vergisi ve kurumlar vergisi mükelleflerinin vergi matrahları üzerinden %3 oranında pay alınmakta ve bu paya karşılık bu paylar devletin tasarruf hesaplarında tutulmakta buna karşılık ise tasarruf bonoları verilmektedir. %6 faizli ve ilk beş yıl bir başkasına satılmayan bu

senetler isme yazılı olarak düzenlenmiştir. 1970'li yıllarda Dünya Petrol Krizi (1973), Kıbrıs Barış Harekatı (1974), iç piyasalardaki makroekonomik istikrarsızlıklar (enflasyon, işsizlik, ödemeler dengesi açıkları, üretim kayıpları vb.) dönemin siyasi ve ekonomik başlıca sorunlarıdır. Hazine, 1970'li yıllarda *kalkınma istikrazları, barış harekatı tahvilleri, savunma borç tahvilleri ve devlet iç borçlanma tahvilleri* adlarıyla borçlanma araçları ihraç etmiştir. 1970'li yılların sonuna kadar Dövizle Çevrilebilir Mevduatların geri ödemeleri de iç borçlanma üzerinde arttırıcı etkide bulunmuştur. 1980 öncesinde iç borçlanma ihtiyacı, ağırlıklı olarak Merkez Bankası ve banka ve sosyal güvenlik kuruluşlarına kanunlar yoluyla zorunlu olarak ihraç edilen borçlanma senetlerinin satışı yoluyla sağlanmıştır. Bu dönemde enflasyon oranı kamu borçlanma faiz oranlarının üzerinde seyrettiğinden reel faiz oranları negatif olmuş ve tasarruf sahipleri iç borçlanma senetlerini satın alma konusunda çekingen davranmışlardır (Ulusoy, 2012b).

2.1.3.1980-1990 Döneminde İç Borçlar

1980 yılı Türkiye ekonomisinde yapısal değişimlerin başlangıcı için dönem noktasıdır. 1970'li yılların sonunda yaşanan siyasi ve ekonomik sorunların çözümü olarak 24 Ocak Kararları alınarak, ekonominin dışa açılmasına ve piyasa ekonomisi ağırlıklı politikalara ağırlık verilmiştir. 1980'li yıllardaki iç borç stoku; hazine bonoları, devlet tahvilleri, Merkez Bankası'ndan kullanılan kısa vadeli avans ve konsolide borçlardan oluşmaktadır. Bu dönemde bütçe açıklarının artması, yüksek enflasyon oranları ve Hazine'nin borçlanma talebindeki artış nedeniyle yüksek faiz oranlarıyla borçlanma yapılmıştır. İç borç servis oranındaki artış, kamu gelirlerinden borç faiz ödemelerine ayrılan kaynakların artmasına neden olmuştur (Ulusoy, 2012b). Bu dönemde özellikle 1980'li yılların sonuna doğru kamu harcamalarında aşırı artışa ve dolayısıyla bütçe açıklarında artışa neden olan iki ana gelişme vardır. *Birincisi*, 1989 yerel seçimleri sonucunda 1983 yılından bu yana tek başına iktidarda bulunan iktidar partisinin (Anavatan Partisi) siyasi olarak gücünün zayıflamasıdır. 1989 yerel seçim sonuçları sonucundaki güç azalması iktidar partisini kamu harcamaları konusunda daha popülist davranmaya itmiş ve kamu harcamalarında aşırı artışlar yaşanmıştır. Örneğin, 1989 yılında artan sendikal işçi eylemlerine karşı kamu işçilerinin ücretleri %100'lerin üzerinde arttırılmış, bu durum da bütçe ve KİT açıklarını arttırmıştır. *İkincisi ise*, 1987 yılında yapılan referandum ile siyasi yasaklı konumundaki eski siyasilerin yasakları kaldırılmış, bu durum siyasi rekabeti arttırmış, iktidar partisi tarımsal sektörden gelir elde edenlerden daha fazla oy kazanmak amacıyla tarımsal sübvansiyonları arttırmış ve sonuçta bütçe açıkları artmıştır (Ulusoy, 2012b).

Özellikle 1985-1987 döneminde, alt yapı yatırımlarında yoğunlaşan kamu yatırımları iç talebi arttırıcı etki yaratmıştır. Kamu kesiminin finansmanında ise iç borçlanma ve dışarıdan sağlanan proje kredileri kullanılmıştır. Bu dönemde kamu harcamaları ve kamu gelirlerinde olağanüstü artışlar meydana gelmiş, ancak kamu gelirlerindeki bu artış kamu harcanabilir gelirinde artışa neden olmamıştır. Bu durum kamu harcamalarının iç ve dış borç faiz ödemeleri ile yurt içi ve yurt dışı borç sağlanan kaynaklara borç servisleri yoluyla gelir transferinden kaynaklanmaktadır (Akis vd., 2011). Bu dönemde bütçe açıklarının finansmanında iç borçlanmaya ağırlık verilmesi, *bütçe açıkları-borçlanma-faiz kısır döngüsü* oluşmasına neden olmuştur. Başka bir ifadeyle, bütçe açıklarından dolayı finansman sorunu yaşayan hükümetlerin daha fazla iç borçlanmaya ihtiyaç duymalarına, iç borçlanmayı daha kolay gerçekleştirebilmek için de özel kesim elinde bulunan sınırlı fonları kamu kesimine aktarabilmek içinde kamu borçlanma kağıtlarının faiz oranlarını arttırmak zorunda kalmışlardır. Kamu kesiminin borçlanma ihtiyacındaki artış, reel faizleri yükseltmenin yanında, iç borçlanmada vadenin de kılmasına neden olmuştur (Şen vd., 2007).

2.2. 1923-1990 Döneminde Dış Borçlar

2.2.1. 1923-1960 Döneminde Dış Borçlar

Cumhuriyetin İlanı - II. Dünya Savaşı Sonrası Dönem; Osmanlı İmparatorluğu sonrasında Türkiye Cumhuriyeti Devleti'nin kurulduğu ilk yıllarda dış borçlanma politikası iki yönlü sürdürülmüştür. Bu politikalar, Osmanlı Devleti'nden kalan dış borçların ödenmesi ve ulaştırma ağırlıklı yatırımların finansmanı için dış borçlanmadır. II. Dünya Savaşı'na kadar olan dönemde; 1928 yılından sonra yabancıların ellerinde bulunan şirketlerin ve demiryollarının millileştirilmesi karşılığında, 1930 yılında Amerika'dan iktisadi kalkınma kredisi, 1934 yılında Rusya'dan Beş Yıllık Sanayi Planı'nda yer alana fabrikaların kurulması için, 1938 yılında da savunma amaçlı dış borçlanmaya gidildiği ve bu borçların zamanında ödendiği görülmektedir (Eker ve Meriç, 2005). Bu dönemde dış borçların zamanında ödenmesi eski borçlar için uygulanan "rachat sistemi" ve alacaklı devletlerin para birimlerindeki düşüşlerdir (Yaşa, 1978). *Rachat*, Devletin mali durumunun iyi olduğu ve bütçe fazlası olduğu dönemlerde sermaye piyasasından kendi tahvillerini geri satın alması işlemidir.

1930'lara kadar dış borçlanmadan uzak durmaya çalışan Türkiye, yabancı sermaye girişinde zorluklar yaşayınca dış borçlanma yapmak zorunda kalmıştır. Bu kapsamda 1930 yılında, çakmak ve kibrit üretim ve işletme imtiyazını bir Amerikan şirketine verme karşılığında Türk-Amerikan

şirketinden 10 milyon dolar, 1932'de Sovyetler Birliği'nden 8 milyon dolar ve Karabük Demir-Çelik Fabrikalarının kurulumunda kullanılmak amacıyla 1938 yılında İngiltere'den 16 milyon sterlin borç alınmıştır (Alpay ve Alkin, 2020). Türkiye, II. Dünya Savaşı döneminde savaşa girmemiş olmasına rağmen ekonomide durgunluk ve yatırım azalışı meydana gelmiş, artan ihracat ve azalan ithalat nedeniyle cari işlemler fazlası oluşmuştur. Bu dönemdeki borçlanmalar ağırlıklı olarak İngiltere, Fransa ve Almanya'dan yapılmıştır. II. Dünya Savaşı sonu itibariyle dış borçlar %266'lık bir artış göstererek 450 milyon \$'a yükselmiştir (Yaşa, 1978).

II. Dünya Savaşı sonrasında 1947-1951 yılları arasında ABD tarafından yürürlüğe konan Truman Doktrini ve Marshall Planı çerçevesindeki uygulamaların yanı sıra, ikili ve çok yanlı finansman arayışları önemli düzeyde dış borç miktarında artışa neden olmuştur. *Truman Doktrini* ile Amerika Birleşik Devletleri “komünizm tehdidi” altındaki devletlere mali ve askeri yardım yapacağını açıklamıştır. Truman Doktrini, kendisinden sonra gelecek olan Marshall Planı'na öncülük etmiş ve doktrinin başarısı Marshall Planı'nın hazırlayıcısı olmuştur. *Marshall Planı*; II. Dünya Savaşı sonrasında 1947 yılında önerilen ve 1948-1951 yılları arasında yürürlüğe konmuş ABD kaynaklı, antikomünist hedefleri olan bir ekonomik yardım paketidir. 16 ülke, bu plan uyarınca ABD'den ekonomik kalkınma yardımı almıştır (www.wikipedia.org). Marshall Planı çerçevesinde sağlanan kaynaklar, liman, yol, tarımın modernizasyonu vb. yatırımların finansmanına yönlendirilmiştir.

1951-1960 Dönemi; 1951-1960 döneminde dış borçlardaki artış oranı çok yüksektir. Bu dönemde ithalatta uygulanan liberalizasyon politikaları ithalatı aşırı arttırarak ödemeler dengesi açıklarında artışa neden olmuş, dış borç stokunu hızlı arttırmış ve dış borç krizine neden olmuştur. Bu dönemde dış borçlarda artışa neden olan bir diğer uygulama ise 1950 yılından sonra ithalatta liberalizasyon politikalarının bir sonucu olarak “Ariyere (geciktirilmiş) Borçlar” dır. Ariyere borç şu şekilde oluşmaktadır; *“İthalatçılar, ithal ettikleri mal bedellerini Merkez Bankası'na TL olarak yatırıyor, yabancı ülke satıcısı döviz alacağını Merkez Bankası kanalıyla Hükümetten döviz olarak alıyordu. İthalatın hızlı arttığı bir dönemde bu uygulama döviz stokunu hızlıca eritmiştir ve döviz transferlerinde sorun yaşanmaya başlanmıştır. İthalatçı mal bedellerini Merkez Bankası'na TL olarak ödemesine rağmen, devlet karşı ülkedeki alıcılara döviz olarak karşılığını ödeyememiştir. 1952 yılında bu uygulamadan vazgeçilmek zorunda kalınmıştır. Vadesi geldiği halde döviz cinsinden transferi geciken bu borçlar “ariyere borç” olarak isimlendirilmiştir”* (İnce, 2001).

Osmanlı döneminden sonra, Türkiye Cumhuriyeti döneminde de dış borçlar için 1958 yılında *MORATORYUM* ilan edilmiştir. 1958 moratoryumu ile birlikte ödenmesi ertelenen dış borçlar ancak 1971 yılında ödenebilmiştir (Tandırcıoğlu, 2000). 4 Ağustos 1958 tarihinde OEEC^{5*} (Avrupa Ekonomik İşbirliği Örgütü), IMF ve ABD hükümetleriyle Türkiye arasında istikrar programı konusunda anlaşmaya varılarak, yeni ödeme planları yapılmış ve IMF kaynaklı istikrar programı uygulamaya konularak kredi imkânı sağlanmıştır (Ulusoy, 2012a).

2.2.2. 1960-1980 Döneminde Dış Borçlar

Planlı Dönem olarak da tanımlanan bu dönemde ödemeler dengesi açıklarından kaynaklanan sorunları çözmek amacıyla 14 Batılı devlet (OECD üyesi) ve 3 uluslararası yardım kurumunu bir araya getiren “Türkiye’ye Yardım Konsorsiyumu” kurulmuştur. Dünya Bankası, Uluslararası Para Fonu ve Avrupa Yatırım Bankası konsorsiyuma gözlemci olarak katılmıştır. Bu dönemdeki dış borçların büyük bir kısmı konsorsiyum kredisi niteliğindedir. Ayrıca bu dönemde IMF, Rusya ve Japonya’da Türkiye’ye kredi sağlamıştır (Eker ve Meriç, 2005).

Bu dönemde dış kredi kullanımını kolaylaştırıcı bir uygulama olan Döviz Çevrilebilir Mevduat (DÇM) hesapları uygulamaya sokulmuştur. DÇM hesapları 1967 yılında uygulamaya başlanmıştır ve ödemeler dengesi açıklarına bir çözüm olarak düşünülmüştür. Bu uygulama ile başta işçi dövizleri olmak üzere, yurt dışında dövizli olan, ancak Türkiye’ye getirmek zorunda olmayanların dövizlerini Türkiye’ye çekmek amaçlanmıştır. DÇM hesapları uzun bir süre devam etmiş, borçların vadelerinin 1981 yılında bitmesi nedeniyle o yıl konsolidasyon anlaşması yapılmış ve 1989 yılına kadar ödemeler devam etmiştir (Eker ve Meriç, 2005). *Döviz Çevrilebilir Mevduat*; yurt dışındaki gerçek ve tüzel kişiler tarafından Türkiye’deki bankalarda yüksek faiz ve kur garantisi şartıyla açılan hesaplardır. DÇM’ler ile yurt dışında dövizli olan, fakat Türkiye’ye getirmek zorunda olmayanlara yüksek faizler ödenerek ülkenin döviz ihtiyacı giderilmiştir. Ayrıca bu hesaplara Kambiyo rejiminden kaynaklanan devletin kambiyo garantisi vermesi dolayısıyla borç devlet borcu haline gelmiştir. DÇM’lerin kur garantisi taşıması, özel sektörün DÇM’lerle yüksek faiz ödeyerek döviz toplaması borç maliyet etkinliğini zayıflatmıştır.

1970’li yılların başından itibaren dünya ekonomisinde belirtileri görülmeye başlanan, özellikle 1973 Dünya Petrol Şoku (birinci petrol

5 1961 yılından itibaren OECD (Ekonomik İşbirliği ve Kalkınma Teşkilatı) ismine dönüşerek faaliyetlerine devam etmektedir.

şoku) ve ikinci petrol şoku (1978-1979) ile derinleşen darboğaz dünya ekonomisinde krize neden olmuş, Türkiye ekonomisini de etkilemiştir. Aynı zamanda 1974 Kıbrıs Barış Harekatı ile savunma harcamalarındaki artış, ülke içinde siyasi istikrarsızlıklar ödemeler dengesi açıklarındaki sürekli artışlar dış borçlanmayı zorunlu kılmıştır. Ekonomi politikalarında cari işlemler dengesinin kapatılması, biriken dış borç anapara ve faizlerinin ödenebilmesi ekonomik kalkınma amacının önüne geçmiştir. Bu dönemde krizle karşılaşılmasının sebepleri; Petrol fiyatlarındaki aşırı artış, faiz oranlarının yükselişi ve dünya ticaret hacminin daralması ve dış ticaret hadlerinin bozulmasıdır. Bu dönemde TLde yapılan devalüasyonlar da dış borçların TL cinsinden değerinin artmasına neden olmuştur. 1970 yılında yapılan devalüasyonla 1 dolar 9 TLden 15 TLye, 1975 yılında 1 dolar 13,70 TLden 17,50 TLye ve 1978 yılında TL %33 oranında devalüe edilerek 1 dolar 25 TLden 35 TLye yükselmiştir. Bu dönemin dış borçlanmadaki genel politikasındaki amaç, ödemeler dengesi açıklarının dış borçlanma yoluyla finanse edilmesidir (Açba, 1991; Ulusoy, 2004).

2.2.3.1980-1990 Döneminde Dış Borçlar

Türkiye’de 24 Ocak 1980 Ekonomik İstikrar Kararları ile ekonomi politikasında ithal ikameci sanayileşme politikaları terk edilerek, dışa dönük ihracata dayalı büyüme politikası tercih edilmiştir. 24 Ocak kararlarının temel felsefesinde; *dışa açılma, serbest piyasa ekonomisine işlerlik kazandırma, dış ticaret açıklarını azaltma, devletin ekonomideki payını azaltma, gümrük tarife ve kotalarını azaltma, kambiyo denetimini azaltma, esnek kur sistemine geçiş, faizlerin piyasada oluşumuna izin verme, yabancı sermayeyi teşvik etme, yurt dışı sermaye hareketlerini kolaylaştırma* gibi uygulamalar vardır. Bu politikalar borçlanmayı teşvik edici ve dış borçlanma imkânlarını arttırıcı sonuçlara neden olmuştur. 1983 yılından itibaren dış ticaret dengesizliklerini azaltma, otoyollar, köprü, baraj, telekomünikasyon vb. büyük ölçekli alt yapı projelerini finanse etme ve değişken faiz maliyetleri dış borçların artmasındaki başlıca sebeplerdir (Ulusoy, 2012a).

Türkiye 1980 yılına gelindiğinde; ağır ekonomik şartlar ve ödenemeyen dış borçlar, özellikle 1970’lerin başlarından itibaren dış ödemeler dengesi açıklarında artış ve dış ödeme güçlükleri, yüksek enflasyon, devalüasyonlar, KİT açıkları, siyasi istikrarsızlık ve sonunda 1980 askeri darbesinin gerçekleşmesi ile yapısal sorunların yaşanmasına neden olmuştur. 1980 yılında Türkiye ilk kez, IMF ile o döneme kadar imzalan en uzun ve en yüksek kotalı (1980-1983 dönemi 3 yılı kapsayan ve 1.250 milyon SDR) stand-by anlaşmasını (13. Stand-by) gerçekleştirmiştir. Yine bu dönemde 1983 ve 1984 yıllarında birer yıl süreyle imzalanmış 14 ve 15. Stand-by

düzenlemeleri vardır (Karagöl, 2010). 1982 yılında Meksika ve devamında başta Latin Amerika ülkeleri olmak üzere 34 gelişmekte olan ülke tarafından moratoryum ilan edilmesiyle *Dünya Borç Krizi* ortaya çıkmıştır. Krize neden olan faktörler; faiz oranlarındaki yükselişler, ekonomide durgunluk ve ülkelerden sermaye kaçışlarıdır (Yavuz vd., 2013). 1970'li yılların sonuna kadar petrol fiyatlarındaki aşırı yükselişler dünya finans piyasalarında sermaye bolluğuna neden olmuş ve faiz oranları düşük seyretmiştir. 1970'lerin sonlarından itibaren faiz oranları yükselmeye başlayınca aşırı borçlanmış olan gelişmekte olan ülkeler, başta Meksika, Brezilya ve diğer Latin Amerika ülkeleri borçlarını ödemekte zorlanmışlardır. Bu durum ülkelerin moratoryum ilan etmesine neden olmuş, borçların ödenememesinden dolayı uluslararası piyasalarda borç veren bankaların mali yapıları bozulmuş ve bankalar yeni borç verme işlemlerini durdurmuşlardır.

Türkiye'de bu dönemde dış borçlardaki artışın bazı sebepleri (Ulusoy, 2012a; Yavuz, 2009); (1)Türk Lirasının bu dönemde aşırı değerlenmesi, sermaye girişlerinin artmasına ve cari açığın finansmanına katkı sağlamıştır. Bu durum dış borç stokunda artışa neden olmuştur. (2)Büyük ölçekli alt yapı projelerinin finansmanı yurt dışı borçlanma ile karşılanmıştır. (3)1980-1990 döneminde Hazine ve bankalar dışında Merkez Bankası'nın da uluslararası piyasalardan sendikasyon kredisi kullanması dış borç artışına neden olmuştur. (4)Dış borç artış hızının ihracat artış hızından yüksek olması gelecekte dış borç servisini zayıflatan sonuç ortaya çıkarmıştır. (5)Ekonomik büyümenin ara ve yatırım mali ithalatına dayalı olarak gerçekleşmesi, ithalatın dolayısıyla ekonomik büyümenin dış borçlanma ile finanse edilmesi gerçeğinden oluşmaktadır. 1980-1990 dönemine ilişkin temel dış borç göstergelerinin gösterildiği Tablo 4 incelendiğinde; Genel olarak ekonomik büyümedeki artış hızı ile dış borç stokundaki artış hızının aynı yönde değiştiği, ekonomik büyümenin finansmanında dış borçların kaynak olarak kullanıldığı; Dış borç yükünün (DB Stoku/GSMH) artış gösterdiği; Cari işlemler açıklarının finansmanında dış borçlanmanın kullanıldığı; İthalatın serbestleştirilmesi ile hammadde, ara malları ve yatırım malları ithalatı artmış, ekonomik büyüme oranının yüksek olduğu dönemlerde cari işlemler dengesi açık vermiş ve bu açık da dış borçlanma yoluyla finanse edilmiştir.

Tablo 4. Türkiye’de Kamu Dış Borçlanması Göstergeleri (1980-1990)

Yıllar	Dış Borç Stoku/ GSMH	Dış Borç Stoku/ İhracat	DB Stoku Artış Hızı	Ekonomik Büyüme	Cari İşlemler Dengesi
1981	26,5	19,2	5,6	4,8	-1.936
1983	36,7	31,2	5,3	4,2	-1.923
1985	48,4	31,2	23,2	4,3	-1.018
1986	55,6	23,2	25,5	6,8	-1.465
1987	60,1	25,1	25,2	9,8	-836
1988	57,8	28,6	0,9	1,5	1.596
1988	52,4	27,8	2,5	1,6	938
1990	44,6	26,4	17,4	9,4	-2.625

Kaynak: Ulusoy, (2012a), Türkiye’de Dış Borçları; s.128-129’dan derlenmiştir.

3. Türkiye’de 1990-2001 Döneminde Kamu Borçlarının Yapısı ve Gelişimi

1990-2001 döneminde Türkiye’de kamu borçlanmasını etkileyen içsel faktörler şunlardır (Şimşek, 2009): Merkezi yönetim bütçe açıkları, kamu iktisadi teşebbüslerinin açıkları, sosyal güvenlik kurumları açıkları ve yerel yönetimlerinin finansman açıkları sonrası oluşan kamu kesimi borçlanma gereksinimidir. Özellikle 1991 yılında TBMM’de kabul edilen bir yasa ile erken emeklilik sistemi getirilmiş ve bu düzenleme sosyal güvenlik açıklarının hızla artmasına neden olmuştur. Bu tarihten itibaren ülkemizde sosyal güvenlik kurumlarının açıkları sürekli artmış ve kamu kesimi borçlanma gereksiniminin en önemli belirleyicilerinden biri olmuştur (Ulusoy, 2012b). 1990-2001 döneminde Türkiye’de kamu borçlanmasını etkileyen dışsal faktörler ise (Şimşek, 2009); Ekonomide uygulanan faiz politikası, döviz kuru rejimleri sonucu oluşan kur farklılıkları, faiz dışı fazla politikası, enflasyon, ekonomik büyüme hızı ve finansal derinlik düzeyidir.

Tablo 5. Borç Yükü ve Borçların Dağılımı (1990-2001)

Yıllar	Borç Yükü (%)	İç Borçlar ve Dış Borçlar (%)		İç Borçların Alıcılara Göre Dağılımı (%)	
	Toplam Borç Stoku/ GSYH	İç Borç/ Toplam Borçlar	Dış Borç/ Toplam Borçlar	Piyasa	Kamu Sektörü
1990	33,7	43	57	87,1	12,9
1991	37	41	59	95,2	4,8
1992	39,6	44	56	86,1	13,9
1993	40,4	43,8	57,2	94,2	5,8
1994	53,5	38	62	90,2	9,8
1995	43,5	40,4	59,6	91,2	8,8
1996	44,1	47,5	52,5	90,1	9,9
1997	43,3	49	51	92,8	7,2
1998	40,6	53,6	46,4	92	8,0
1999	53,1	55	45	85,4	14,6
2000	50,7	57,5	42,5	79,7	20,3
2001	90,4	68,6	31,4	49,6	50,4

Kaynak: Kamu Borç Yönetimi Raporlarından (www.hazine.gov.tr/raporlar) derlenmiştir.

Türkiye’de 1990-2001 döneminde kamu borç stokunun GSYH’ya oranı sürekli olarak yükseliş göstermiştir. Bu oran 1990 yılında %33,7 iken ekonomik krizle karşılaşılan 1994 yılında %53,5, 2001 yılında ise %90,4 seviyesine çıkmıştır. Borç stokunun azaltılması hedefinin yanında ülke içi tasarrufların arttırılması ve ülke içi bu birikimin yatırımlara yönlendirilmesi suretiyle dış borçlanma gereksiniminin de azaltılması gerekir (Eker ve Meriç, 2005). Türkiye’de 1980’li yıllar ile 1990’lı yılların başında Türkiye, toplam kamu borç stoku içerisinde dış borçlar önemli paya sahip iken 1990’lı yılların ortasından itibaren bu hususta köklü bir dönüşüm yaşanmaya başlamış ve kamu borçları içerisinde iç borçlar önemli paya sahip olmuştur (Koçak, 2009). 1990 yılında iç borçların toplam borçlar içindeki payı %43, dış borçların payı ise %57 iken, 2001 yılında iç borçların payı %68,6, dış borçların payı ise %31,4 olarak gerçekleşmiştir. Ülkemizde bankalar devlet borçlanma senetlerinin en büyük alıcısı konumundadır. Mali piyasaların

yeterince derinleşmemesinden kaynaklanan yüksek faizle borçlanma ve kamu borçlanma senetlerini alanlara faiz dışında ilave kolaylıkların sağlanması devlete borç vermeyi cazip hale getirmiştir. 1992-1996 yılları arasında yaklaşık %10'lar seviyesinde tasarruf sahipleri de kamu borçlanma araçlarını satın alarak devlete borç vermişlerdir. 1990-2000 dönemine genel olarak bakıldığında, devlet borçlanma senetlerinin %80'den fazlasının bankaların elinde bulunması birtakım sorunları da beraberinde getirmektedir. Bu durum, özel sektör yatırımlarını dolayısıyla üretim ve istihdamı azaltan bir ekonomik yapıya yol açmıştır. Ayrıca devletin fon piyasasına alıcı olarak girmesi sonucu yükselen faizler özel sektöre verilecek kredi maliyetlerini de arttırmıştır (Ulusoy, 2012b). Bankacılık sektörü kaynaklı ekonomik krizin meydana geldiği 2001 yılında ise devlet borçlanma araçlarının ağırlıklı alıcısı piyasa olmaktan çıkmış ve kamu sektörü olmuştur.

Tablo 6. Türkiye'de Kamu İç Borçlanmasında Reel Faiz Oranları, Vade (Gün) ve İç Borç Çevirme Oranı

Yıllar	İç Borç Çevirme Oranı (%)	Ortalama Faiz (%)	Vade (Gün)	Reel Faiz (%)
1990	110	53	236	-6,1
1991	125	80	211	8,6
1992	128	86,5	211	9,4
1993	115	86,7	257	12,8
1994	119	158	119	26,6
1995	105	123,2	205	16,4
1996	109	134,2	195	29,4
1997	121	124,8	349	21,2
1998	98	115,5	233	12,2
1999	106	109,6	479	33,2
2000	86	36,2	337	-17,3
2001	127,5	99,6	148	40

Kaynak: Ulusoy, (2012b), Türkiye'de İç Borçlar, s.108, 112 ve Kamu Borç Yönetimi Raporlarından (hazine.gov.tr/raporlar) derlenmiştir.

“İç borçlanmanın reel faiz oranları ve büyüme ile olan ilişkisi iç borçların etkilerinin gözlenmesinde önemli bir göstergedir. Reel faiz oranlarının

büyüme oranını aşması halinde iç borçlar ekonomide birtakım istenmeyen/olumsuz sonuçlara neden olmaktadır” (Çoban vd., 2008). “Devlet borçlanma senetlerine yüksek reel faiz ödenmesinin çeşitli nedenleri olabilir. Bunlar; yüksek enflasyon, borçların milli gelire oranının yüksekliği, borç baskısı, siyasal istikrarsızlık, borç ödeme riski, birincil ve ikincil piyasaların yapısı, iç piyasadan daha fazla borçlanılması ve sağlam bir mali sistemin bulunmayışıdır” (Tosunoğlu, 2012). Türkiye’de 1991-2002 döneminde yasal bir alt yapıya kavuşturulamamış borç yönetiminin bulunmayışı, popülist ve kamu gelir politikalarından kopuk harcama politikaları kamu borç stokunun hızla artmasına neden olmuştur. Bu koşullar, ekonomik belirsizliklerin ve risklerin artmasına, borçlanma maliyetlerinin yükselmesine, iç borçlanma vadelerinin kısalmasına ve reel faiz oranlarında artışa neden olmuştur. Reel faiz oranlarının bu dönemde yüksekliği, faiz servisindeki artışın da en önemli belirleyicisidir.

“İç borçlanmada esas sorunlardan biri de borcun ortalama vadesinin kısalığı ve maliyetidir. Gelişmiş birçok ülkeye bakıldığında iç borç/GSMH oranı %100’ün üstündedir. Bu derece bir borç yükünün sorun yaratmamasındaki en büyük sebep ortalama vadesinin oldukça uzun, maliyetinin de oldukça düşük olmasıdır” (Aydın, 2002). 1990 yılından başlayarak incelendiğinde 2001 yılına kadar borçların vadelerinin ortalama 7 ay olduğu, iç borçlanmada kısa vadeli borçlanma araçları olan bonoların ağırlığının her geçen yıl arttığı görülmektedir. Özellikle 2001 yılında vadenin 148 güne düştüğü görülmektedir. İç borç çevirme oranı, belirli bir dönemde (yıl) borç servisi (borç ana para ve faiz ödemesi) için yeni ne kadar borçlanmaya ihtiyaç duyulduğunu gösteren orandır. İç borç çevirme oranı yükseliyorsa özel kesimin piyasadan dışlanması (crowding out etkisi), oran düşüyorsa özel kesimin piyasadan yararlanma imkânının artması (crowding in etkisi) gerçekleşiyor demektir. Bu oran düştükçe iç piyasadan borçlanmak kolaylaşmaktadır. Türkiye’de iç borç çevirme oranı 1990-2001 yılları arasında genellikle %100 oranının üzerindedir. Bu oran, devletin vadesi gelmiş borç anapara ve faiz ödemeleri kadar piyasadan iç borç almak zorunda olduğunu göstermektedir. 2001 yılında ise iç borç çevirme oranı %127,5 seviyesine yükselmiştir.

Tablo 7. Türkiye’de Kamu Dış Borçlanması Göstergeleri (1990-2001) %

Yıllar	Toplam Brüt Dış Borç Stoku/ GSYH	İhracat/ Toplam Brüt Dış Borç Stoku	Dış Borç Servisi/Mal İhracatı	Özel Sektör DB/Toplam DB	Kamu Sektörü DB/ Toplam DB
1990	32,7	25,4	57,2	0,22	0,78
1991	33,2	26,9	55,6	0,22	0,78
1992	34,6	26,5	59,3	0,28	0,72
1993	37	22,8	53,6	0,35	0,65
1994	49,6	27,6	55,2	0,26	0,74
1995	43,1	29,5	55	0,30	0,70
1996	43,2	40,4	35,6	0,34	0,66
1997	43,8	38,1	38,7	0,40	0,60
1998	46,7	31,9	53,9	0,44	0,56
1999	55,6	28	63,5	0,47	0,53
2000	59,3	25,9	71,4	0,46	0,54
2001	78	30,2	71,7	0,37	0,63

Kaynak: Karagöl (2010): 8-9 ve Kamu Borç Yönetimi Raporlarından (hazine.gov.tr/ raporlar) derlenmiştir.

SETA tarafından 2010 yılında hazırlanan “Geçmişten Günümüze Türkiye’de Dış Borçlar” isimli raporda Karagöl (2010) 1990-2000 dönemindeki dış borçlanma politikalarını şöyle değerlendirmiştir:

“1990-2000 döneminde Türkiye ekonomisi, iç ve dış borçları artan ve büyük ölçüde uzun vadeli yatırımların olmadığı, durgunluk tehdidi yaratan krizler zinciri yaşamaya başlamıştır. 1994 yılında ortaya çıkan krizde reel faizlerde ve döviz fiyatında büyük artışlar gerçekleşmiştir. Ülkede yaşanan krizler de borç yükünü artırmış ve özellikle 1990’lı yılların başından itibaren borç yükünde ve kamu kesimi borçlanma gereğinde durdurulamayan artışlar yaşanmaya başlanmıştır. Kamu açıklarını kapatmak zorunda olan kamu kesimine yüksek faizler ödünç verilmiş, böylece iç ve dış borçlar hızla artmıştır. Ekonomik krizler karşısında alınan önlemler ve uygulanan ekonomik istikrar tedbirleri çoğu kez başarısız kalmıştır. Bu durum da ülkede yaşanan siyasi istikrarsızlıkların önemli bir payı olmuştur. 1984’ten 1994’e kadar IMF ile stand-by düzenlemesine gitmeyen Türkiye, 1994’te IMF ile

yeniden bir stand-by imzalamış ve bu anlaşma 1995'te sona ermiştir. Her ne kadar 1985'ten 1994 yılına kadar stand-by anlaşması yapılmamışsa da, kamuda ödenen ücret ve maaşlarda yüksek artışlar, tarıma yapılan cömertçe ödemeler, zarar eden KİT'lere yapılan destekler ve yüksek faizler gelecek olan bir krizin ayak sesleri olmuştur. 1990'lı yıllarda yapılması gereken yapısal reformlar gerçekleşmediği için, genel de ekonomideki problemler kısa dönemde finansal problem olarak algılandığı için IMF ile 1994 ve 1995 yıllarını kapsayan anlaşmalar kötü performans ve ciddiyetsizlikten dolayı iptal edilmiştir. Ayrıca, özelleştirmenin başlangıç yıllarında ve özellikle 1990'lı yıllarda, özelleştirme uygulamalarının iptal edilmesinin Türkiye ekonomisi üzerindeki açık ve fırsat maliyeti gerçekten çok ağır olmuştur. Örneğin, 1996 yılında 40 milyar dolar değerinde olduğu iddia edilen Türk Telekom (TT) özelleştirmesi, Anayasa Mahkemesi tarafından iptal edilmiştir. Eğer Türk Telekom'un özelleştirilmesi zamanında gerçekleşseydi o dönemde yaklaşık olarak 65 milyar dolar olan dış borçların (kamu ve özel) azalacak olması nedeniyle, ülke ekonomisi üzerindeki olumsuz etkisi daha az olacaktır. Hatırlanacağı üzere, TT'nin %55 hissesi 2005 yılında ancak 6,5 milyar dolara özelleştirilmiştir. Ülkenin özellikle dış borç yükü özelleştirmeler aracılığıyla zamanında azaltılmayınca, borçların yükü dolayısıyla borç maliyeti sürekli artmıştır. Bu da ülkede yaşanan krizlerin başlıca nedeni olmuş ve belki de önüne geçilebilecek 2001 krizinin doğmasına yol açmıştır. 1990-2001 dönemine ilişkin; dış borçluluk düzeyini ve dış borçlanma kapasitesinin sınırlarını ölçmede kullanılan oranlar incelendiğinde, ekonominin genel kredibilitelerini ölçmede kullanılan toplam dış borç/GSMH oranı, yaşanan ekonomik krizler ve dolayısıyla artan borçlar nedeniyle 1995 yılında 43 iken, 2001 yılında 78 olmuştur. Yine, dış borcun anapara ve faizi ödeme kapasitesini gösteren dış borç servisi / ihracat oranı 1995 yılında 55 iken, bu oran 2001 yılında 71,7 olmuştur. Bu dönemde dış borçların borçlular itibarıyla dağılımı incelendiğinde ise; kamu sektörünün payının özel sektöre göre daha yüksek olduğu görülmektedir.”

4. Türkiye’de 2002 Sonrası Dönemde Kamu Borçlarının Yapısı ve Gelişimi

2002 yılı sonrasında KKBG/GSYH oranında meydana gelen azalmaya paralel olarak toplam kamu net borç stokunun GSYH'ya oranı da 2008-2009 yılları arası düzenli olarak azalma göstermiş, 2009 yılında küresel ekonomik krizin etkileri nedeniyle, bu oran bir miktar artmıştır. Ancak 2010 yılı ve sonrasında yine bu oranda dikkate değer bir azalma görülmektedir. 2019 ve sonrası dönemde ise toplam kamu net borç stokunun GSYH'ya oranı tekrar yükseliş trendi göstermiştir. Maastricht anlaşmasında belirlenen ve AB'ye üye

olmanın temel ekonomik kriterlerini oluşturan konulardan bir diğeri de, üye ülkelerin borç stokunun milli gelirlerine oranının %60 oranını geçmemesi şeklindedir. Bu kriteri de dikkate alarak Tablo 8'deki değerlere bakılırsa, 2004 yılından itibaren bahsedilen oranın tutturulduğu görülmektedir. Hatta bu konuda Türkiye'nin oldukça başarılı olduğu, belirlenen kriterin neredeyse yarısına kadar bu oranı düşürdüğü ifade edilebilir. Ayrıca, hali hazırda 27 üyesi bulunan AB ülkelerinin ortalaması olarak bu oran, 2011 yılı sonrasında %80'lerin üzerindedir. Hatta AB ülkeleri içerisinde Euro kullanan ülkelere oluşan ve Euro Bölgesi olarak adlandırılan 17 ülke için bu oran, 2013 yılından itibaren ortalama %90'ları geçmiştir (Bkz. Hazine Müsteşarlığı, 2017a).

Tablo 8'de Merkezi Yönetim (MY) kamu brüt borç stokunun para birimi cinsinden dağılımını değerlendirdiğimizde; 2002 yılında döviz cinsinden net borç stokunun TL cinsinden MY brüt borç stokuna göre daha yüksek olmasına rağmen 2003 yılından itibaren TL cinsinden MY brüt borç stokunun daha yüksek olduğu görülmektedir. 2019 yılından itibaren ise MY brüt borç stoku içinde döviz cinsinden borçlanmanın payının TL cinsinden borç rakamına eşitlendiği ve 2020, 2021 ve 2022 yıllarında döviz cinsi brüt borç stokunun TL cinsinden borç stokuna göre daha yüksek olduğu görülmektedir. Bu durum kamu borçlanma stratejilerinde döviz kuru riskinin 2019 yılından itibaren önemli bir faktör olarak ön plana çıktığını göstermektedir. Türkiye ekonomisinin yaşadığı 2018 yılındaki ani kur şoku (kur sıçraması), küresel düzeyde dünya ekonomilerinin karşılaştığı 2020 yılının Mart ayından 2022 yılının ortalarına kadar geçen sürede küresel Covid-19 salgını sonucundaki pandemi krizinin oluşturduğu riskler ve 2022 yılında Rusya-Ukrayna Savaşı sonrasında ortaya çıkan enerji krizi ve bölgesel risk faktörleri Türkiye'deki kamu borçlanmasının döviz cinsi yapısında bozulmalara neden olmuştur.

Tablo 8. Türkiye'de Kamu Borç Stokundaki Değişim

	2002	2004	2006	2009	2012	2016	2017	2019	2020	2021	2022	2023 (Ç3)
AB Tanımlı Genel Yönetim Borç Stoku (%GSYH)	71,5	57,2	44,2	43,4	32,4	27,9	27,9	32,6	39,7	41,8	30,8	30,5
Kamu Net Borç Stoku (%GSYH)	59,4	47,1	32,3	30,6	15,1	8,1	8,1	16,3	19,2	20,5	16,8	22,2
MY Brüt Borç Stokunun Döviz Cinsinden Dağılımı (%)												
TL	53,6	58,4	62,7	70,8	72,5	61,7	61,0	50,3	43,8	34,0	34,5	35,8
Döviz	46,4	41,6	33,3	29,2	27,5	38,3	39,0	49,7	56,2	66,0	65,5	64,2

Kaynak: Hazine ve Maliye Bakanlığı, Ekonomi Sunumu, Şubat 2024, s. 78, 82, 88.

Tablo 9'da 2003-2022 yılları arasında merkezi yönetim borç stokunun enstrüman yapısına göre dağılımının GSYH oranı yer almaktadır. 2000 Kasım ve 2001 Şubat aylarında yaşanan ekonomik krizlerin de etkisiyle 2002 yılında toplam borç stokunun GSYH oranı %67,7 düzeyinde olmuştur. Sonrasında uygulanan mali disiplin politikalarıyla, özellikle faiz dışı fazla politikası, bütçe açığını azaltıcı politikalarındaki başarı kamu kesimi borçlanma gereksinimini azaltmış ve bunların olumlu etkisiyle toplam borç stokunun GSYH'ya oranı son yıllarda %30 seviyesinin altına gerilemiştir. Tablo 9'da görüleceği üzere, iç borç stoku ve iç borçlanma enstrümanlarının dağılımı da yıldan yıla değişiklik göstermektedir. Devlet iç borçlanma senetlerinden (DİBS) hazine bonoları kısa vadeli, devlet tahvilleri ise uzun vadeli borçlanma enstrümanlarıdır. Kamu iç borçlanma araçlarında başlangıçta kısa vadeli borçlanma aracı olan hazine bonolarının payı yüksek iken, zamanla hazine bonusu stoklarında ciddi anlamda azalma meydana gelmiş ve 2011 yılında hazine bonusu stoku %0'a kadar düşmüştür. Bu durum bize, son yıllarda devletin iç borçlanmasını uzun vadeli enstrümanlar olan devlet tahvilleriyle gerçekleştirdiğini göstermektedir. Borçlanmada vadenin uzaması borcun çevirme riskini azaltmakta ve borcun geri ödenmesini kolaylaştırmaktadır. Uzun vadeli borçlanmanın kısa vadeli borçlanmaya göre oranının artması kamunun borç servis sıklığını ve yeni kaynak yaratma zorunluluğunu azaltıcı etkide bulunacaktır (Yıldız, 2017; Yıldız, 2014).

Tablo 9. Merkezi Yönetim Borç Stokunun Enstrüman Yapısına Göre Dağılımı GSYH (%)

	2003	2004	2006	2009	2012	2016	2017	2019	2020	2021	2022
İç Borç Stoku	41.2	38.5	31.6	32.8	24.4	17.8	17.1	17.5	21.0	18.2	12.7
Hazine Bonusu	5.4	5.2	1.2	1.4	0.2	0.0	0.0	0.4	0.0	0.1	0.1
Devlet Tahvili	35.8	33.3	30.4	31.4	24.2	17.8	17.1	17.1	21.0	18.1	12.6
Dış Borç Stoku	18.8	15.9	11.8	11.1	9.3	11.1	10.9	13.3	14.9	19.7	14.2
Uluslararası Tahvil	7.9	6.9	6.5	6.1	5.8	8.0	8.1	10.5	11.7	15.0	11.0
Kredi	10.9	9.0	5.4	5.0	3.5	3.0	2.8	2.8	3.2	4.7	3.2
Toplam	60.0	54.4	43.4	43.9	33.7	28.9	28.0	30.8	35.9	37.9	26.9

Kaynak: Hazine ve Maliye Bakanlığı (2023e), Ekonomik Göstergeler, Kamu Maliyesi (MY Borç Stoku).

Tablo 9’da dış borç stoku ve enstrüman yapısı da yer almaktadır. Buna göre, dış borç stoku, 2003 yılında %18,8, 2017 yılında %11’e gerilemiştir. Ancak 2019 yılından itibaren Türkiye’de ülke içinde izlenen hatalı ekonomi politikalarının bir yansıması olarak ve küresel (covid-19 pandemi krizi) ile bölgesel (Rusya-Ukrayna Savaşı) risklerin bir sonucu olarak borç stoku yapısı dış borçlanma lehine bir gelişme ortaya çıkarmıştır. 2002-2005 döneminde IMF’le yapılan anlaşma sonrası elde edilen kredilerin de etkisiyle, ilgili dış borç enstrümanlarından kredilerdeki artış, uluslararası tahvillere göre daha fazla olmuştur. Takip eden yıllarda dış borç stoku her iki enstrümanda da düşmeye devam etmiştir. 2009 yılında küresel ekonomik krizin etkilerinin hissedildiği dönemdir ve bu dönemde dış borç stoku kısmi de olsa bir artış göstermiştir. Dış borçlanma enstrümanlarında kredilerin payının azalıp uluslararası tahvillerin payının artması, yurt dışı piyasalardan devletin daha kolay borçlanabildiğini ve IMF gibi koşullu kredi sağlayan uluslararası kuruluşlardan finansman zorunluluğunun azaldığını göstermektedir. Özellikle gelişmekte olan ülkelerin yetersiz tasarruf oranları ve yapısal makroekonomik problemler sebebiyle uluslararası piyasalardan tahvil ihraçları yoluyla fon temini bu ülkeler açısından önemli bir finansman kaynağıdır (Yıldız, 2017; Yıldız, 2014).

Tablo 10. Merkezi Yönetim İç Borç Stokunun Elinde Bulunduranlara Göre Dağılımı

GSYH (%)	2004	2006	2009	2012	2016	2017	2019	2020	2021	2022
TOPLAM	41.4	34.4	36.4	27.7	18.9	18.3	20.3	24.0	21.2	20.6
-YURT İÇİ YERLEŞİKLER	38.4	29.7	33.2	21.3	15.6	14.8	18.2	23.1	20.6	20.4
<i>Bankacılık Kesimi</i>	<i>18.6</i>	<i>16.9</i>	<i>23.1</i>	<i>14.0</i>	<i>9.0</i>	<i>8.6</i>	<i>11.8</i>	<i>16.3</i>	<i>15.4</i>	<i>15.8</i>
Kamu Bankaları	10.6	8.3	9.8	5.6	3.6	3.2	5.2	8.4	8.2	7.5
Özel Bankalar	7.4	7.4	11.2	6.6	3.4	3.5	3.8	4.4	4.0	4.6
Yabancı Bankalar	0.4	1.0	1.8	1.4	1.9	1.8	1.7	1.8	1.7	2.2
Kalkınma ve Yatırım Bankaları	0.2	0.2	0.3	0.3	0.1	0.1	0.3	0.4	0.3	0.2
Katılım Bankaları	-	-	-	0.1	0.2	0.2	0.7	1.3	1.3	1.3
<i>Banka Dışı Kesim</i>	<i>16.7</i>	<i>10.5</i>	<i>9.3</i>	<i>6.7</i>	<i>6.1</i>	<i>5.7</i>	<i>6.0</i>	<i>5.0</i>	<i>4.2</i>	<i>3.6</i>
Gerçek Kişiler	6.0	3.0	1.1	0.2	0.0	0.0	0.1	0.2	0.2	0.1
Tüzel Kişiler	7.9	6.2	6.7	5.5	4.9	4.6	4.4	3.2	2.5	2.2
Menkul Kıymet Yatırım Fonları	2.9	1.2	1.5	1.1	1.2	1.1	1.5	1.6	1.5	1.2
TCMB	3.2	2.4	0.8	0.5	0.5	0.5	0.4	1.8	1.0	1.0
-YURTDIŞI YERLEŞİKLER	2.9	4.7	3.1	6.4	3.3	3.6	2.0	1.0	0.6	0.2

Kaynak: Hazine ve Maliye Bakanlığı (2023e), Ekonomik Göstergeler, Kamu Maliyesi (MY Borç Stoku)

Mali piyasaların yeterince derinleşmemesinden kaynaklanan yüksek faizle borçlanma ve kamu borçlanma senetlerini alanlara faiz dışında ilave kolaylıkların sağlanması iç borçlanmanın ağırlıklı olarak bankacılık sektöründen yapılması sonucunu yaratmıştır. Ayrıca Hazine'nin kamu kesiminden (kamu bankaları ve TCMB) yaptığı borçlanmanın payı yıllar itibariyle azalış göstermiştir (Yıldız, 2017; Yıldız, 2014). Tablo 10'da 2004-2022 dönemi itibariyle kamu iç borçlanmasında yurt içi yerleşiklerden devlet borçlanma senetlerini elinde bulunduran kesimler ağırlıklı olarak; özel bankalar, bankacılık dışı tüzel kişiler, yabancı bankalar ve menkul kıymet yatırım fonlarıdır. Ayrıca 2004-2022 döneminde hazine iç borçlanma senetlerini yurt içi reel faiz oranı avantajını düşünerek sermaye piyasalarında ikincil piyasalardan portföy yatırımları çerçevesinde yurt dışı yerleşiklerin de belirli oranlarda satın aldıkları ve ellerinde tuttukları görülmektedir. Ancak 2019 yılından itibaren yurt dışı portföy niteliğindeki yabancı sermaye girişinin azalması sonucu yurt dışı yerleşiklerin devlet borçlanma senetlerini elinde bulundurma oranları %3'ler seviyelerinden %0,2 seviyelerine gerileme göstermiştir.

Tablo 11. Merkezi Yönetim Borç Stoku Faiz Yapısı GSYH (%)

	2003	2006	2009	2014	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022
Toplam Stok	60.0	43.4	37.6	43.9	28.9	29.8	28.0	28.4	30.8	35.9	37.9
Sabit	29.3	23.5	21.0	23.5	20.2	19.4	20.6	21.4	22.8	25.2	26.5
Değişken	26.7	17.7	14.1	16.7	4.7	5.5	3.5	3.4	4.0	5.8	7.4
TÜFE'ye Endeksli	3.9	2.2	2.5	3.7	4.1	4.9	3.8	3.6	4.0	5.0	4.0
İç Borç Stoku	41.2	31.6	28.8	32.8	17.8	20.2	17.1	15.6	17.5	21.0	18.2
Sabit	18.0	15.2	14.4	15.4	10.6	11.4	11.1	10.0	10.8	11.7	9.6
Değişken	19.3	14.2	11.8	13.6	3.2	3.8	2.2	2.0	2.7	4.3	4.6
TÜFE'ye Endeksli	3.9	2.2	2.5	3.7	4.1	4.9	3.8	3.6	4.0	5.0	4.0
Dış Borç Stoku	18.8	11.8	8.8	11.1	11.1	4.9	10.9	12.8	13.3	14.9	19.7
Sabit	11.3	8.2	6.6	8.1	9.6	8.0	9.5	11.4	12.0	13.5	16.9
Değişken	7.5	3.6	2.3	3.1	1.5	1.6	1.4	1.4	1.3	1.4	2.8

Kaynak: Hazine ve Maliye Bakanlığı (2023e), Ekonomik Göstergeler, Kamu Maliyesi (MY Borç Stoku)

HMB'nın kamu borç yönetimine ilişkin belirlediği ve uyguladığı stratejik ölçütlerin bir tanesi de faiz riskine ilişkin ölçüttür. Faiz riski, TL cinsi borçlanmanın ağırlıklı olarak sabit faizli enstrümanlarla yapılarak gelecek 12 ayda faizi yenilenecek senetlerin borç stoku içindeki payının azaltılmasıdır. Tablo 11'deki kamu borçlanmasına ilişkin merkezi yönetimin borç stokunun faiz yapısını faiz riski stratejik ölçütü açısından değerlendirdiğimizde; özellikle 2016 yılından itibaren ise sabit faizli borçlanmanın GSYİH'ya oranının değişken faizli borçlanmaya göre daha yüksek gerçekleştiğini görmekteyiz. Bu durum hem iç borçlanma hem de dış borçlanma açısından benzerlik göstermektedir. Özellikle 2016 yılından itibaren kamu iç ve dış borçlanmasında faiz riskini azaltıcı uygulama sonuçlarına ulaşıldığı görülmektedir (Yıldız, 2017).

Tablo 12. Türkiye Brüt ve Net Dış Borç Stoku GSYH (%)

	2003	2006	2009	2014	2017	2018	2019	2020	2021	2022
Türkiye Brüt Dış Borç Stoku (I+II+III)	46.9	38.9	42.4	44.3	52.5	53.5	54.6	60.0	54.4	53.0
Kamu Sektörü Toplam Dış Borç Stoku (I)	22.4	13.0	12.9	12.9	16.0	18.0	21.2	24.9	22.4	21.5
Kısa Vadeli Borçlar	0.4	0.3	0.6	2.2	2.3	2.6	3.1	3.5	2.8	3.1
Uzun Vadeli Borçlar	22.0	12.7	12.3	10.7	13.7	15.4	18.1	21.4	19.6	18.4
TCMB Toplam Dış Borç Stoku (II)	7.7	2.8	2.0	0.3	0.2	0.7	1.1	3.0	3.2	3.7
Özel Sektör Toplam Dış Borç Stoku (III)	16.8	23.1	27.6	31.2	36.3	34.8	32.3	32.1	28.8	27.9
Kısa Vadeli	7.3	8.2	7.8	13.0	10.3	8.3	8.5	9.2	8.8	9.4
Uzun Vadeli	9.5	14.9	19.8	18.2	26.0	26.4	23.8	22.9	20.1	18.5
Türkiye Net Dış Borç Stoku	31.0	20.8	23.5	26.3	32.7	31.7	29.0	34.0	27.6	27.3

Kaynak: Hazine ve Maliye Bakanlığı (2023e), Ekonomik Göstergeler, Kamu Maliyesi (MY Borç Stoku)

Ülkemizde dış borçlanma gerçekleştiren kamu ve özel kesimdeki borçluların dağılımını ise şu şekildedir. Kamu kesiminde uluslararası piyasalardan ve uluslararası kuruluşlardan merkezi yönetim adına borçlanma yapan hazine, yerel yönetimler, kamu bankaları ve Merkez Bankasıdır. Özel

sektör dış borçlanması yapan kurumlar ise, finansal kuruluşlar (bankalar ve bankacılık dışı finansal sektör) ve finansal olmayan kuruluşlar. Finansal kuruluşlar genellikle yurt dışı piyasalardan sendikasyon kredisi sağlayarak, finansal olmayan kuruluşlar ise ülke içi büyük finansman gerektiren yapı-şlet-devret veya yapı-şlet tipi kamu özel sektör işbirliklikleri kapsamında yürüttükleri projelerin finansmanı için yurt dışı borçlanma yapmaktadırlar (Hazine Müsteşarlığı, 2016). Özel sektör finansal olmayan kuruluşlarının bazı borçlanmaları (kamu özel işbirliklikleri kapsamındaki) hazine garantisini verilerek sağlanmaktadır.

Tablo 12’de verilen Türkiye’de dış borç stokunun dağılımına borçlular açısından bakıldığında; 2003 ve 2004 yıllarında kamu sektörünün payının Merkez Bankası ile birlikte yüksek olduğu görülmektedir. 2006 yılından 2014 yılına kadar toplam dış borç stoku içinde kamu sektörünün payı azalış trendine girmiş, özel sektör dış borçlarında ise yükseliş eğilimi ortaya çıkmıştır. 2017 yılı itibarıyla özel sektörün dış borçluluk düzeyi %36,3 iken kamu sektörünün dış borçluluk düzeyi %16’dır. 2003-2017 dönemin genel olarak baktığımızda özel sektör dış borçluluk düzeyinde yaklaşık %100 seviyesinde bir artış gerçekleşmişken, kamu sektörünün dış borçluluk seviyesinde ise azalış olmuştur. 2019 yılından itibaren ise tam tersi bir durum ile karşılaşılmış, kamu sektörü dış borçluluk düzeyi artış, özel sektör dış borçluluk düzeyi ise azalış trendine girmiştir. Özellikle 2020 yılından itibaren Merkez Bankasının yut dışı piyasalarla Swap işlemleri gerçekleştirmeye başlaması TCMB toplam dış borç stoku/GSYİH rasyosunun %1’ler düzeyinden %3-4 düzeylerine yükselmesine neden olmuştur. Hem kamu sektörü hem de özel sektör dış borçlanmasının vade yapısına baktığımızda; her iki kesimin dış borçlanmasında uzun vadeli borçlanma oranlarının daha yüksek olduğu görülmektedir. Ayrıca Türkiye net dış borç stokunun GSYH’ya oranı 2003-2006 döneminde azalış göstermiş, 2009 yılından itibaren ise artarak 2020 yılında 2003 yılındaki düzeyine yani %30’lar seviyesine tekrar ulaşmıştır.

Tablo 13. Kamu Borçlanmasına İlişkin Bazı Göstergeler

	2003	2008	2009	2013	2016	2018	2019	2020	2021	2022
Reel Faiz Oranı % (İç Borçlar)	11,9	6,85	2,53	0,20	1,57	1,17	3,2	1,32	2,0	-56,0
İç Borç Çevirme Oranı	95,1	82	156	84,5	90,6	98,1	132,4	145,3	90,1	132,3
Nakit İç Borçlanmanın Ort. Vadesi (Ay)	11,6	31,7	35,3	74,3	67,4	59,3	30,1	34,0	53,5	70,0
Uluslararası Tahviller (\$ Ort. Vadesi (Yıl)	8,6	14,8	9,1	15,7	14,4	18,1	8,6	6,2	7,5	7,7
Merk. Yön. Faiz Harc./Vergi Gelirleri (%)	70,9	30,1	30,9	15,3	10,9	11,9	14,8	16,1	15,5	13,2
Merk. Yön. Faiz Harc./GSYH (%)	12,5	5,1	5,3	2,8	1,9	2,0	2,3	2,7	2,5	2,1

Kaynak: Hazine ve Maliye Bakanlığı (2023e), Ekonomik Göstergeler, Kamu Maliyesi (MY Borç Stoku), Türkiye Ekonomisi Sunumu, Borç Göstergeleri ve Merkez Bankası Elektronik Veri Dağıtım Sisteminden elde edilen verilerden derlenmiştir.

Kamu borç yönetimi uygulama sonuçlarındaki performansın değerlendirilmesinde; iç borçlanma reel faiz oranları, iç borç çevirme oranı, iç borçlanmada ortalama vade ve faiz harcamalarının vergi gelirleri ile GSYH oranı sonuçları önemlidir. Ülkemizde 2003-2012 dönemine ilişkin uygulama sonuçları Tablo 13'de özet olarak verilmiştir. Ülkemizde 2002 yılına kadar yasal bir alt yapıya kavuşturulmuş borç yönetiminin bulunmayışı, popülist ve kamu gelir politikalarından kopuk harcama politikaları kamu borç stokunun hızla artmasına neden olmuştur. Bu koşullar, ekonomik belirsizliklerin ve risklerin artmasına, borçlanma maliyetlerinin yükselmesine, iç borçlanma vadelerinin kısılmasına ve reel faiz oranlarında artışa neden olmuştur. 2003 yılından itibaren reel faiz oranları düşüş seyrine girmiş, 2013 ve 2015 yıllarında %1 seviyesinden düşük seviyelere gerilemiştir (Yıldız, 2017; Yıldız, 2014). Ancak 2018-2021 döneminde gerek ülke dışı, gerekse ülke içi politik ve ekonomik gelişmeler faiz oranlarında yükselişe neden olmuştur ve bu durum reel faiz oranlarını %1 seviyesinin üstüne çıkarmıştır.

İç borçlanmada esas sorunlardan biri de borcun ortalama vadesinin kısalığıdır. Bazı gelişmiş ülkelerde kamu borç stoku çok yüksek olmasına karşın ortalama borçlanma vadesi uzun olduğundan borç yükü sorun

oluşturmamaktadır. Bu açıdan kamu borç yönetiminin temel stratejik hedeflerinden biri de borçlanma vadelerindeki süreyi uzatmak olmalıdır. 1990-2002 döneminde iç borçlanmanın ortalama vadesi 7,7 aydır. Özellikle 2001 yılında ülkemizde ekonomik krizin etkisi ile (Şubat 2001 krizi) vadenin 5 aya kadar düştüğü görülmektedir. 2003 yılından itibaren nakit borçlanmaların ve toplam iç borç stokunun vadelerinin uzamaya başladığı görülmektedir. 2019-2021 döneminde nakit iç borçlanmanın vadesinde düşüş olmasına rağmen 2022 yılında nakit iç borçlanmanın ortalama vadesi 70 ay civarındadır. Kamu borçlanmasında vadenin uzaması borcun çevirme riskini azaltmakta ve borcun geri ödenmesini kolaylaştırmaktadır. Uzun vadeli borçlanmanın payının artması kamunun borç servisi sıklığını, yeni kaynak yaratma zorunluluğunu azaltacaktır ve borçlanma yoluyla elde edilen fonların daha verimli alanlarda ve esnek kullanımını destekleyecektir. İç borçlanmada belirli bir dönemde (yıl) borç servisi (borç ana para ve faiz ödemesi) için yeni ne kadar borçlanmaya ihtiyaç duyulduğunu gösteren oran iç borç çevirme oranıdır. İç borç çevirme oranının yükselmesi özel kesimin piyasadan dışlanması (crowding out) etkisi meydana getirir. Türkiye’de iç borç çevirme oranı 1990-2002 yılları arasında ortalama %100 oranının üzerindedir. Bu oran, devletin vadesi gelmiş borç anapara ve faiz ödemeleri kadar piyasadan iç borç almak zorunda olduğunu göstermektedir. İç borç çevirme oranı; 2002 yılından itibaren %100’lerin altında seyretmektedir. Ancak söz konusu oran; 2008 ekonomik krizinin ülkemiz kamu maliyesi üzerindeki olumsuz etkilerinden birisi olarak 2009 yılında %156 seviyesine yükselmiş, 2010 yılından itibaren tekrar düşüş eğilimine girmiş ve son altı yılda %85 düzeyinde gerçekleşmiştir (Yıldız, 2017; Yıldız, 2014). Ancak bu oran 2017 yılında tekrar %125 seviyesine ulaşmıştır. 2019 yılından itibaren iç borç çevirme oranları tekrar yükselerek %130’lar seviyelerine çıkmıştır ve iç borç çevirme oranı Ocak 2023 itibariyle %204,5, Mart 2023 tarihinde ise %214,4 seviyesindedir.

Kamu borçlanmasının merkezi yönetim bütçesi üzerindeki ve ekonomi üzerindeki etkisini ölçmek için kullandığımız temel iki rasyo; merkezi yönetim faiz harcamaları /vergi gelirleri ve merkezi yönetim faiz harcamaları /GSYH rasyolarıdır. Merkezi yönetim faiz harcamaları /vergi gelirleri rasyosu ile vergi gelirlerinin yüzde kaçının merkezi yönetimin faiz harcamalarına ayrıldığı görülmektedir. Bu oranda son derece başarılı performans sergilenmiştir. 2003 yılında vergi gelirlerinin %70,9’u faiz harcamalarına ayrılmak durumunda kalmıştır (Yıldız, 2017; Yıldız, 2014). Ancak, ekonomik göstergelerdeki iyileşmelerle birlikte mali disiplinin sağlanması ile bu oran yıldan yıla azalarak, 2017 yılında %10’lar seviyesine gerilemiş, 2019 yılından itibaren ise %15’ler düzeyinde gerçekleşmiştir. Ayrıca, merkezi yönetim faiz harcamaları /GSYH

ile de borç faiz ödemelerinin ne kadarlık kısmının GSYH'ya karşılık geldiği hesaplanmakta ve bu oranın azalışının faiz yükünün ekonomi üzerindeki olumsuz etkisinin azalacağı yönünde değerlendirildiği ifade edilmektedir. 2003 yılında GSYH'nın %12,5'i faiz harcamalarına ayrılmakta iken, borç stoku, bütçe açıkları, kamu kesimi borçlanma gereksinimi, faiz oranlarındaki iyileşmeler faiz ödemelerini azaltmış ve 2017 yılında bu oran %1,8 düzeylerine düşmüş, 2018 yılından itibaren ise %2 seviyesinin üzerinde gerçekleşmiştir.

Dünya Bankası ve IMF bir ülkenin dış borçluluk düzeyi açısından çok borçlu ülke olup olmadığının değerlendirilmesinde dört temel borçlanma göstergesini kullanmakta ve bu dört dış borç göstergesinin üçü belli bir seviyenin üzerinde ise o ülkenin çok borçlu ülke olduğu kabul edilmektedir. Bu göstergeler; Toplam Dış Borç/GSYH, Toplam Dış Borç/İhracat, Dış Borç Servisi/İhracat ve Dış Borç Faiz Servisi/İhracat oranlarıdır. Bu oranların; Toplam Dış Borç/GSYH > %50, Toplam Dış Borç/İhracat > %275, Dış Borç Servisi/İhracat > %30 ve Dış Borç Faiz Servisi/İhracat > %20 olması halinde ülke 'çok borçlu ülke' sayılır. Yukarıdaki gösterge değerleri sırası ile %30-%50, %160-%275, %18-%0 ve %12-%20 arasında ise 'orta derecede borçlu' ülke olarak değerlendirilir" (Erkan vd., 2012). Türkiye'de dış borçların yapısını Tablo 14'teki değerler üzerinden çok borçluluk açısından değerlendirdiğimizde; Dış Borç/GSYH ve Dış Borç/İhracat oranları yönüyle Türkiye orta derecede borçlu bir ülke görünümündedir.

Tablo 14. Brüt Dış Borç Stoku (Kamu + Özel Sektör) Oranları (%)

	2002	2006	2009	2013	2017	2018	2019	2020	2021	2022
Toplam Brüt DB Stoku/GSYH	55	39	42	42	52	53	55	60	54	51
Özel Sektör Brüt DB Stoku/GSYH	19	23	28	29	36	35	32	32	29	26
Toplam Brüt DB Stoku/İHRACAT	366	251	271	251	274	241	229	254	195	181
TCMB Rezervler (Brüt)/ Toplam Brüt DB Stoku	20	28	26	27	19	17	19	12	17	18
TCMB Rezervler (Brüt)/ Kısa Vadeli Brüt DB Stoku	143	123	126	78	77	78	82	45	61	56

Kaynak: T.C. Hazine ve Maliye Bakanlığı (2023f), Borç Göstergeleri (Borç Göstergeleri Sunumu), s. 15.

Ülkemizde 2002-2022 dönemindeki dış borç oranlarına ilişkin (Tablo 14) genel olarak şu değerlendirmelerde bulunabiliriz. Türkiye’de 2002-2022 döneminde brüt kamu borç stokunun GSYH’ya oranında belirgin bir azalış olmamıştır. Bunun en temel sebebi özel sektör dış borçlanmasındaki artış eğilimidir. 2002 yılında özel sektör dış borç stokunun/GSYH payı%19 iken 2017 yılında bu oran %36 düzeyine yükselmiş, 2022 yılında ise %26 olarak gerçekleşmiştir. Dış borçlanmanın karşılanmasında önemli gelir kaynaklarından birisi olan ihracat gelirleri ile dış borç stoku oranına baktığımızda ise; 2002 yılında %366 değerinden, 2017 yılında %274 değerine, 2022 yılında ise %181 değerine düşmüştür. Bu düşüş ihracat gelirlerinin dış borçlanmayı karşılama düzeyi açısından olumlu değerlendirilebilecek bir gelişmedir. Tablo 14’deki diğer iki oran ise, TCMB brüt rezervlerinin toplam dış borç ve kısa vadeli dış borç stokunu karşılama düzeyini göstermektedir. TCMB brüt rezervlerinin toplam dış borç stoku oranı yıllar itibariyle %12-28 arasında değişim göstermişken, TCMB brüt rezervlerinin kısa vadeli dış borç stoku oranı %45-143 aralığında bir seyir izlemiştir. Özellikle 2010 yılından itibaren (2016 yılı hariç) 2022 yılına kadar olan aralıkta TCMB brüt rezervlerinin kısa vadeli dış borç stoku oranı %100 oranının altında seyretmiştir. 2020, 2021 ve 2022 yıllarında ise bu oran %50’ler düzeyinde gerçekleşmiştir. Bu oranındaki düşüş TCMB rezervlerindeki düşüşten veya kısa vadeli dış borç stokundaki artıştan kaynaklanmış olabilir.

5. Türkiye ve Avrupa Birliği (AB) Ülkelerinde Kamu Borçları ve Bazı Ekonomik Göstergelerin Seyri (2010-2021)

Bu dönem başlangıcında 2008 yılında ABD’de ortaya çıkan Küresel Finans Krizi’nin 2009 yılından itibaren AB ülkeleri ve Türkiye ekonomisinde ortaya çıkardığı etki, dönemin bitişinde 2021 yılında ise Covid-19 pandemisinin oluşturduğu olumsuz etkiler belirli ölçüde devam etmektedir. Her iki durum da ülkelerde kamu harcamalarda ilave artışların yapılmasını, mali canlandırma politikaları çerçevesinde vergi indirim politikalarını zorunlu kılmış, genişletici maliye politikası uygulamaları sonucunda bütçe büyüklüklerini, kamu borçlanması göstergelerini ve ekonomik büyüme, işsizlik oranları ve cari işlemler dengesi gibi ekonomik büyüklükleri etkilemiştir.

Tablo 15. Türkiye Ekonomisinde 2010-2021 Dönemi Bütçe, Borçlanma ve Bazı Ekonomik Büyüklükler (%)

Yıllar	Genel Yönetim Borç Stoğu/ GSYH	Genel Yönetim Bütçe Açığı/ GSYH	Cari İşlemler Dengesi/ GSYH	Sabit Sermaye Oluşumu/ GSYH	Enflasyon Oranı	Uzun Dönem Faiz Oranı	Ekonomik Büyüme Oranı	İşsizlik Oranı
2010	48.9	-2.8	-5.7	3.2	8.6	9.1	8.4	10.7
2011	43.6	-0.7	-8.9	3.1	6.5	8.9	11.2	8.8
2012	40.9	-0.3	-5.4	3.1	8.9	9.3	4.8	8.1
2013	34.3	0.2	-5.8	3.6	7.5	7.6	8.5	8.7
2014	33.2	0.2	-4.1	3.3	8.9	9.1	4.9	9.9
2015	31.0	0.5	-3.2	3.4	7.7	9.2	6.1	10.2
2016	31.9	-1.3	-3.1	3.5	7.8	9.9	3.3	10.8
2017	32.3	-2.8	-4.8	3.7	11.1	11.7	7.5	10.8
2018	32.3	-2.9	-2.8	3.8	16.3	16.7	3.0	10.9
2019	35.1	-4.4	0.7	2.7	15.2	15.9	0.8	13.7
2020	42.9	-4.7	-4.9	2.6	12.3	9.6	1.9	13.1
2021	43.6	-2.7	-1.7	2.6	19.6	16.1	11.4	12.0
Ortalama	37.5	-1.8	-4.1	3.2	10.9	11.1	6.0	10.6

Kaynak: IMF (2023), Eurostat (2023).

Türkiye ekonomisinin 2008 Küresel Finans Krizinden etkilenmesi dış ve iç talepte daralma, ülkeye dış kaynak girişinde azalış, ekonomide güven kaybı, kamu kesimi harcamalarında artış ve kamu kesimi finansman dengesinde bozulma şeklinde olmuştur (Yılmaz, 2021). Ekonomik büyümenin iç dinamikleri olan kamu ve özel kesim tüketim alışkanlıklarındaki değişim ekonomik büyüme performansını da olumsuz etkileyerek 2009 yılında Türkiye ekonomisinde %4,7 oranında daralmaya neden olmuştur. 2010 yılından itibaren tekrar büyüme performansında iyileşme yakalayan Türkiye ekonomisi üretim faaliyetlerinin ithalata bağımlı yapısı nedeniyle kur baskısı, enerji fiyatlarındaki oynaklık gibi dış etkenlere bağlı gelişmelerden olumsuz etkilenmiş, ekonomik büyüme oranı 2016 yılında %3,3'e gerilemiştir. Türkiye ekonomisinin 2017 yılına kadar dalgalı büyüme seyri 2018 yılındaki ani kur şoku (kur sıçraması) sonucunda yetersiz büyüme oranları, artan işsizlik oranları, cari işlemler dengesi sorunları ve çift haneli enflasyon oranı temel bir risk unsuru olarak karşılaştığı durumlardır. 2020 yılında küresel Covid-19 salgını ile birlikte ekonomik büyüme oranı düşmüş, genişletici para ve maliye politikası uygulamaları sonucunda talebi canlandırmaya yönelik

izlenen ekonomi politikaları enflasyon oranlarının çift haneli düzeylerde seyretmesine neden olmuştur.

2020 yılının Mart ayından 2022 yılının ortalarına kadar geçen sürede küresel Covid-19 salgını sonucundaki pandemi krizinin oluşturduğu ekonomideki tahribatı azaltmaya yönelik alınan genişletici maliye politikası tedbirleri bütçe uygulamalarında mali disiplinin bozulmasına neden olmuştur. 2020-2021 döneminde pandemi ile mücadele kapsamında alınan tedbirler sonucunda kamu kesimi bütçe açıkları artarken beraberinde kamu borç yükündeki yükseliş kamu maliyesinde mali disiplinden uzaklaşılmasının temel göstergeleridir. 2018 yılından itibaren düşen ekonomik büyüme oranlarını engellemek amacıyla uygulanan vergi indirimlerine dayalı genişletici maliye politikası uygulamaları sonucunda artan kamu borçluluğu faiz ödemelerini arttırmış, bütçe üzerinde bütçe gelirlerinin azalması ve giderlerin artmasıyla mali disiplinden uzaklaşılmasına neden olmuştur. 2018 yılının ikinci yarısından itibaren yaşanan kur sıçramalarının ekonomik denge üzerinde oluşturduğu etki sonucunda bütçe dengesindeki bozulmalar faiz dışı fazla politikasından uzaklaşılmasına neden olmuştur. 2018 yılı sonrasında yüksek enflasyon, kamu harcamalarındaki artış, kamu gelirlerindeki azalış ve artan bütçe açıkları sonucunda 2008-2018 döneminde faiz dışı fazla veren bütçenin faiz dışı açık sorunu ile karşılaşmasına neden olmuştur.

Pandemi krizi (Covid 19) sonucunda 2019 ve 2010 yıllarında bütçe açığının GSYİH'ya oranı son on yıllık dönemde en yüksek seviyeye ulaşmış, aynı zamanda artan bütçe açıkları kamu borçluluk seviyelerinin de %40'ların üzerinde seyretmesine neden olmuştur. Pandemi krizi sonucunda genişletici maliye politikası uygulaması etkisi oluşturan ek kamu harcamaları şu alanlara yönelik uygulanmıştır (Yılmaz, 2021): Bordro desteği, gelir transferleri, işyeri kira desteklemeleri, KOBİ'lerin sübvansiyonu, vazgeçilen kamu gelirleri (bazı vergilerin ertelenmesi, sosyal güvenlik katkı payı muafiyetleri, vergi indirimleri), sağlık sisteminin iyileştirilmesi ve geliştirilmesine yönelik kamu harcamaları, sosyal hareketliliğin kısıtlanması tedbirleri ve ekonomik/ sosyal destekler gibi uygulamaları kapsamıştır.

Türkiye ekonomisinde 2010-2016 döneminde enflasyon oranı ortalaması %8 düzeyindedir. Pandemi krizi ile birlikte para politikasının gevşetilmesi sonucunda düşen kredi faiz oranları toplam talebi canlandırmış ve 2017-2021 dönemi enflasyon oranı ortalaması %16 olarak gerçekleşmiştir. 2010-2021 döneminde cari işlemler dengesi ortalaması %-4.1 düzeyinde "cari açık" olarak gerçekleşmiştir. Özellikle 2010-2014 döneminde, 2017 ve 2020 döneminde cari işlemler dengesi %-4 düzeyinin üzerinde açık vermiştir. 2010-2021 döneminde işsizlik oranı ortalaması %10.6'dır. Bu dönem içinde

en yüksek işsizlik oranlarının olduğu yıllar (%13 üzerinde) 2019 ve 2020 yıllarıdır. Ayrıca bir ekonominin geleceğe yönelik üretim kapasitesinin temel belirleyicisi konumunda olan sabit sermaye oluşumuna yönelik yapılan yatırım harcamaları 2010-2019 döneminde yıllık ortalama %4.1 düzeyinde artış gösterirken, 2019 yılından itibaren artış oranı %3 seviyesinin altında seyretmiştir. Pandemi etkisi ile ekonomilerin yaşadığı temel sorunlar öncelikle işsizlik oranlarında artış yönlü gelişmelerin oluşmasına neden olmuştur (Yılmaz, 2021).

Tablo 16. AB Ülkelerinde Bütçe, Borçlanma ve Bazı Ekonomik Büyüklükler (2010-2021 Dönemi Ortalaması)

Ülkeler	Genel Yönetim Borç Stoğu/ GSYH	Genel Yönetim Bütçe Açığı/ GSYH	Cari İşlemler Dengesi/ GSYH	Sabit Sermaye Oluşumu/ GSYH	Enflasyon Oranı	Uzun Dönem Faiz Oranı	Ekonomik Büyüme Oranı	İşsizlik Oranı
Avusturya	80.70	-2.53	1.72	3.10	2.00	1.21	1.13	5.64
Belçika	104.33	-3.48	0.33	2.49	2.11	1.47	1.41	7.33
Bulgaristan	21.81	-1.35	0.75	3.73	1.58	2.57	2.03	9.33
Hırvatistan	75.22	-3.68	0.93	3.87	1.43	3.52	1.31	12.23
Kıbrıs	93.31	-3.25	-4.93	2.97	0.89	3.78	1.66	10.65
Çekya	38.30	-1.86	-0.17	4.26	2.14	1.88	1.93	4.64
Danimarka	40.11	0.08	7.73	3.53	1.18	0.96	1.71	6.38
Estonya	10.46	-0.61	0.74	5.32	3.08	1.12	3.60	8.06
Finlandiya	63.68	-2.17	-0.78	4.12	1.51	1.11	1.03	8.18
Fransa	97.23	-4.68	-0.62	3.70	1.36	1.31	1.10	9.33
Almanya	71.50	-0.48	7.31	2.32	1.59	0.81	1.54	4.36
Yunanistan	178.98	-5.72	-4.48	3.37	0.72	8.11	-1.77	20.90
Macaristan	75.46	-3.53	0.92	4.93	2.93	4.49	2.56	6.68
İrlanda	82.74	-6.12	-0.88	2.20	0.83	2.64	6.77	9.93
İtalya	134.28	-3.70	1.26	2.52	1.39	2.83	0.04	10.63
Letonya	41.03	-2.67	-0.70	4.95	2.06	2.51	2.26	10.97
Litvanya	39.42	-2.40	0.53	3.72	2.51	2.15	3.50	10.11
Lüksemburg	21.47	0.85	4.93	4.03	1.83	0.99	2.38	5.67
Malta	56.94	-1.93	1.64	3.27	1.62	2.12	5.29	5.04
Hollanda	59.53	-1.86	8.73	3.64	1.93	1.05	1.31	6.23
Polonya	52.87	-3.37	-1.68	4.58	2.20	3.54	3.48	6.92
Portekiz	124.60	-4.67	-1.22	2.47	1.18	4.02	0.49	11.31
Romanya	37.51	-4.08	-3.63	4.22	2.90	4.89	2.77	7.33
Slovakya	51.48	-3.47	-1.63	3.76	1.88	1.79	2.51	10.32
Slovenya	67.82	-4.35	3.85	4.15	1.44	2.41	1.96	7.26
İspanya	97.59	-6.65	0.93	2.70	1.50	2.53	0.39	19.61
İsveç	39.61	-0.30	4.53	4.58	1.35	1.15	2.38	7.79

Kaynak: IMF (2023), Eurostat (2023).

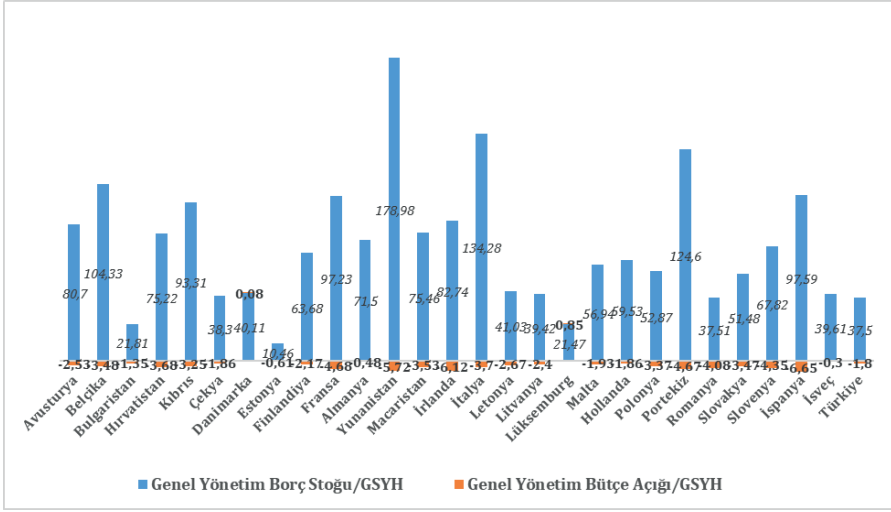
1992 yılında Hollanda'nın Maastricht şehrinde imzalanan ve 1 Kasım 1993'de yürürlüğe giren “Avrupa Birliği Antlaşmasında (Maastricht Antlaşması)” ekonomik ve parasal birliğin oluşturulması amacıyla üye ülkelerin ekonomileri arasındaki farklılıkları azaltmak için “Maastricht Kriterleri” olarak isimlendirilen yakınlaşma kriterleri ve bu kriterlere uyulmaması durumunda yaptırımlar belirlenmiştir (Dilekli ve Yeşilkaya, 2002). Söz konusu kriterler (Dilekli ve Yeşilkaya, 2002); “(1) Toplulukta fiyat istikrarı bakımından en iyi performansla sahip üç ülkenin yıllık enflasyon oranları ortalaması ile, bir üye ülkenin enflasyon oranı arasındaki fark 1,5 puanı geçmemelidir; (2) Üye ülkelerin kamu açıklarının GSYİH'lerine oranı %3'ü geçmemelidir; (3) Üye devletlerin kamu borçlarının GSYİH'lerine oranı %60'ı geçmemelidir; (4) Üye ülkelerde uygulanan uzun vadeli faiz oranları, 12 aylık dönem itibarıyla, fiyat istikrarı bakımından en iyi performansla sahip 3 ülkenin faiz oranını 2 puandan fazla aşmamalıdır; (5) Son 2 yıl itibarıyla, bir üye ülkenin para birimi, diğer bir üye ülkenin para birimi karşısında devalüe edilmemiş olmalıdır”.

AB ülkeleri için Maastricht Kriterleri çerçevesinde “kamu stokunun GSYİH'ya oranı %60'ı geçmemelidir” kuralı 2010-2021 dönemi ortalamalarına bakıldığında birçok AB ülkesi için aşılmıştır. Özellikle Avrupa Birliği'nin sorunlu ülkeleri olarak bilinen PIIGS ülkeleri (Portekiz, İtalya, İrlanda, Yunanistan ve İspanya) ve AB'nin diğer ülkeleri olan Avusturya, Belçika, Hırvatistan, Kıbrıs, Finlandiya, Fransa, Almanya, Macaristan ve Slovenya'da kamu borçluluk oranları 2010-2021 dönemi ortalamalarına göre %60 düzeyinin üzerinde gerçekleşmiştir. Kamu borçluluk düzeyleri itibarıyla %30'un altında bir orana sahip ülkeler ise Bulgaristan, Estonya ve Lüksemburg'dur. 2010-2021 dönemi ortalamalarına göre Maastricht Kriterleri çerçevesinde belirlenen “kamu açıklarının (bütçe açığı) GSYİH'lerine oranı %3'ü geçmemelidir” kuralı PIIGS ülkeleri (Portekiz, İtalya, İrlanda, Yunanistan ve İspanya) ile birlikte Belçika, Hırvatistan, Kıbrıs, Fransa, Polonya, Romanya, Slovakya ve Slovenya'da %3 seviyesinin üzerinde gerçekleşmiştir. Kamu açıkları itibarıyla %1'in altında bütçe açıklarına ve bütçe fazlasına sahip olan ülkeler ise Danimarka, Estonya, Almanya, Lüksemburg ve İsveç'tir.

AB ülkelerinde 2010-2021 dönemi ortalamalarına bakıldığında cari işlemler dengesinde cari açık sorunu ile karşı karşıya olan ülkeler Kıbrıs, Yunanistan, Romanya, Polonya ve Portekiz; enflasyon oranının %2 ve üzerinde olduğu ülkeler Avusturya, Çekya, Estonya, Macaristan, Letonya, Litvanya, Polonya ve Romanya; uzun dönem faiz oranının %3 ve üzerinde olduğu ülkeler Hırvatistan, Kıbrıs, Yunanistan, Macaristan, Polonya, Portekiz ve Romanya'dır. AB ülkelerinde 2010-2021 dönemi ortalamalarına göre

%2.5 ve üzeri ekonomik büyüme oranına sahip ülkeler Estonya, Macaristan, İrlanda, Litvanya, Malta, Polonya, Romanya ve Slovakya; işsizlik oranının %10 ve üzerinde olduğu ülkeler Hırvatistan, Kıbrıs, Yunanistan, İtalya, Letonya, Litvanya, Portekiz, Slovakya ve İspanya; sabit sermaye oluşumuna yönelik yapılan yatırım harcamalarında %4 ve üzerinde olduğu ülkeler ise Çekya, Estonya, Finlandiya, Macaristan, Letonya, Lüksemburg, Polonya, Romanya, Slovenya ve İsveç'tir.

Grafik 3. Türkiye ve AB Ülkelerinde Bütçe ve Borçlanma Büyüklükleri (2010-2021 Dönemi Ort.)



Kaynak: IMF (2023), Eurostat (2023). Tablo 15 ve Tablo 16'daki verilerden yararlanılarak oluşturulmuştur.

Kamu Borçlarının Belirleyicileri: Literatür İncelemesi ve Ampirik Analiz (Türkiye & AB Ülkeleri)

Bu çalışmanın amacı, kamu borcunu belirleyen ekonomik, mali ve sosyal faktörleri (ekonomik büyüme, enflasyon, sabit sermaye yatırımları, cari işlemler dengesi, bütçe açığı, işsizlik oranı, faiz oranı ve yolsuzluk) ampirik olarak ortaya çıkarmaktır. Kamu borcundaki sürekli artışın taşma noktasına ulaşabileceği bir dönemde borçların ekonomi üzerinde olumsuz bir etki ortaya çıkarması muhtemeldir. Bu çalışmanın bulguları ekonomik, mali ve sosyal faktörlerin ekonomi için borç seviyelerini nasıl artırabileceği veya azaltabileceği konusundaki ulusal hükümetlerin politika yapıcılar ve ekonomik kalkınma planlamacılarına görüşlerini yeniden değerlendirmelerine yardımcı olacaktır. Ayrıca, araştırma sonuçları borçluluk seviyesini hangi faktörlerin belirlediğini tespit ederek mevcut literatüre katkı sağlayacak ve her bir belirleyici faktörün kamu borcu üzerindeki muhtemel etkilerinin belirlenmesine yönelik derinlemesine bir analiz sunacaktır.

1.Literatür İncelemesi

Kamu borcunun GSYİH, enflasyon, faiz oranı, işsizlik vb. ekonomik faktörler üzerindeki etkisine ilişkin birçok çalışma bulunmaktadır. Ancak ekonomik, mali ve sosyal faktörlerin (ekonomik büyüme, enflasyon, sabit sermaye yatırımları, cari işlemler dengesi, bütçe açığı, işsizlik oranı, faiz oranı ve yolsuzluk) kamu borcu üzerindeki etkisinin incelenmesi hala bir dereceye kadar yeni bir konu olduğundan dolayı daha fazla araştırma yapılmasına ihtiyaç vardır. Araştırmanın bu başlığı altında yerli ve yabancı literatürde

ekonomik, mali ve sosyal değişkenlerin kamu borcu üzerindeki etkisini ele alan bazı çalışmalar başlıklar şeklinde sınıflandırılarak bu çalışmalarda ulaşılan sonuçlara yer verilmiştir.

1.1. Ekonomik Büyüme ve Kamu Borcu İlişkisi

Kamu borcu ve ekonomik büyüme üzerine mevcut ampirik literatür hem ülkeler arası heterojenlikten hem de dikkate alınan zaman çerçevesinden farklı bulgular ortaya koymuştur. Bu bulgular, kamu borcu ile ekonomik büyüme arasındaki nedensel ilişkiye ilişkin beş farklı sonuç ortaya koymuştur. Bu yaklaşımlar (Hilton, 2021); Birinci yaklaşım, kamu borçluluk düzeyinin ekonomik büyümenin hızı tarafından belirlendiği yaklaşımıdır. Bu görüş, kamu borcu ile reel GSYİH büyümesi arasındaki nedensel ilişkinin her ülkeye özgü olduğunu ortaya koyan Ogawa vd. (2016), Saungweme ve Odhiambo (2019), Donayre ve Taivan (2017), Al-Qudah (2019), Kadiroğlu (2023) çalışmalarında vurgulanmıştır. Donayre ve Taivan (2017) çalışmasında, yüksek düzeyde piyasa güdümlü ekonomilerde, nedenselliğin yönünün GSYİH büyümesinden kamu borcuna doğru olduğunu; ancak daha sosyalist devletlerde nedensellik GSYİH büyümesinden kamu borç birikimine doğru ya da çift yönlü tespit edilmiştir. Ogawa vd. (2016) çalışmalarında kamu borç yükünden GSYİH büyümesine yönelik nedensellik ilişkisi tespit etmemişler, aksine ekonomik büyümenin kamu borcu üzerinde bir etkisi olduğu sonucuna ulaşmışlardır. Al-Qudah (2019) (1992-2017) dönemi için Ürdün'de bütçe açığı, reel GSYİH büyümesi, işsizlik oranı ve hükümetin cari harcamalarının kamu borcu üzerindeki etkisini incelemiş ve reel GSYİH büyümesinin kamu borcu üzerinde negatif ve anlamlı bir etkiye sahip olduğu sonucuna ulaşmıştır. Kadiroğlu (2023), Türkiye'de 1994-2020 döneminde uzun dönemde milli gelirdeki %1 düzeyindeki bir artışın dış borçlar üzerinde %0.772 düzeyinde artış yönlü bir etkisi olduğu sonucuna ulaşmıştır.

İkinci yaklaşım, ekonomik büyümedeki durgunluğun yüksek kamu borcundan kaynaklandığı hipotezini doğrulayan ampirik çalışmalar bulunmaktadır. Bu hipotez, kamu borcunun yüksek sermaye maliyeti yoluyla özel yatırımları dışarıda bıraktığını ve sonuç olarak ekonomik büyümeyi dışlama etkisine bağlı olarak olumsuz etkilediğini varsaymaktadır. Bu durum aşırı kamu borcunun özel sektör yatırımlarını caydırarak GSYİH büyüme oranlarını düşürmesi ile sonuçlanmaktadır (Kumar ve Woo, 2010; Huang vd. 2018; Saungweme ve Odhiambo, 2020; Kobayashi, 2015; Kobayashi ve Shirai, 2017; de Soyres vd., 2022; Kaur ve Mukherjee, 2012). Saraç ve Yücel (2017), Türkiye ekonomisinde 2001-2016 döneminde ekonomik büyüme performansına göre dış borçluluğun farklılaştığını, ekonomik büyüme oranının düşük olduğu dönemlerde dış borç yükündeki artışın büyüme

oranları üzerinde olumsuz etki meydana getirdiğini tespit etmiştir. İçsel büyüme modellerine göre kamu borcunun uzun dönemli büyüme üzerinde genel olarak olumsuz bir etkisi olduğu kabul edilir. Kamu borcundaki bir artış, gelecek nesiller için tasarlanan ulusal tasarrufların bir kısmını kullandığından tasarruflarda ortaya çıkan azalma, yatırım teşviklerini azaltan faiz oranını yükseltir, daha düşük yatırım, daha düşük sermaye birikimi ile sonuçlanır ve bu da ekonomik büyümeyi aşağı çeker (Barro, 1990). de Soyres vd. (2022), genel olarak, reel GSYİH'nın beklenmedik borç / GSYİH oranındaki artışlara olumsuz tepki verdiğini, kamu borcunun GSYİH'ya oranındaki beklenmeyen bir artışın, yüksek bir başlangıç borç düzeyi ve son beş yılda artan bir borçluluğu olan ülkeler için reel GSYİH seviyesini olumsuz etkilediğini tespit etmişlerdir. Aksine, düşük gelir düzeyine sahip ve HIPC borç hafifletme girişimini tamamlamış olan ülkelerde kamu borcunun GSYİH'ya orandaki artışın reel GSYİH'yı olumlu etkilediği sonucuna ulaşmışlardır. Yıldız ve Tuncer (2021), 2009-2019 döneminde AB üyesi ülkelerde kamu borç yükünün düşük olmasının yüksek ekonomik büyüme etkisi oluşturacağını ve kamu borç yükünün olası düşük ekonomik büyüme etkisinin ülkelerin komşuluk etkisi aracılığıyla taşma etkisi oluşturabileceği sonucunu bulmuşlardır. Ayrıca, Yıldız ve Sağdıç (2021), 1997-2019 döneminde BRICS-T ülkelerinde ekonomik büyüme üzerinde toplam dış borç, kamu sektörü dış borcu ve özel sektör dış borcunun uzun dönemli etkisinin negatif yönde olduğunu tespit etmişlerdir.

Üçüncü yaklaşım, kamu borcu ile ekonomik büyüme arasındaki nedenselliğin yönünün çift yönlü olduğunu ifade eden geri bildirim hipotezi olarak da adlandırılan yaklaşımdır (Hilton, 2021). Ampirik olarak Al-Quadah (2016), Butts vd., (2012), Jalles (2011), Ncanywa & Masoga (2018), Donayre ve Taiwan (2017), Abbas ve Christensen (2007) ve Owusu-Nantwi ve Erickson (2016) çalışmalarının sonuçları ile desteklenmiştir. Dördüncü yaklaşım, kamu borcunun ekonomik büyüme ile pozitif bir nedensellik ilişkisine sahip olduğu, kamu borç düzeyi arttıkça ekonomik büyümenin de arttığını öne süren yaklaşımdır. Bu görüşü destekleyen nitelikte ampirik sonuçlara ulaşmış olan çalışmalar; çalışmalar arasında Hilton (2021), Barro (1990), Saungweme ve Odhiambo (2019), Ewaida (2017) çalışmaları örnek gösterilebilir. Beşinci yaklaşım, kamu borcu ile ekonomik büyüme arasında nedensellik ilişkisi olmadığını öne sürmektedir ve bu hipotez aynı zamanda tarafsızlık hipotezi veya borç büyüme tarafsızlığı hipotezi olarak isimlendirilmektedir. Singh (1999), Reinhart ve Rogoff (2010), Kırıcı Çevik ve Cural (2013), Panizza ve Presbitero (2014) çalışmaları bu yaklaşımı destekleyen nitelikte sonuçlara ulaşmış ampirik çalışmalardan bazılarıdır.

1.2. Enflasyon ve Kamu Borcu İlişkisi

Literatürde kamu borcu ile enflasyon arasındaki ilişki konusunda farklı teorik yaklaşımlar ve ampirik çalışmalarda ulaşılmış farklı sonuçlar vardır. Waheed (2017), 2004-2013 döneminde 12 petrol ve gaz ihraç eden ülke ve 12 petrol ve ithalatçı ülke için dış borcun makroekonomik belirleyicilerini araştırdığı çalışmasında petrol ve gaz ihraç eden ülkeler için enflasyonun dış borcu artırıcı yönde etkide bulunduğunu tespit etmiştir. Colombo ve Longoni (2009), geniş bir gelişmekte olan ülke örneklemini (bazıları Aşırı Borçlu Yoksul Ülkeler olan 61 gelişmekte olan ülkeyi 1970-2000 dönemi) için uzun vadeli dış borcun belirleyicilerini analiz ettiği çalışma sonuçlarına göre finansal derinlik ve enflasyonun dış borç üzerinde olumlu etkisini bulunmaktadır. Forslund vd. (2011) kamu borcunun belirleyicileri üzerine 104 ülke 1990-2007 dönemini kapsayan çalışmalarında enflasyon, cari işlemler hesabı, dışa açıklık ve bankacılık krizlerinin kamu borcu üzerinde anlamlı bir etkisi bulunmamıştır. Bittencourt (2013) dış borcun belirleyicileri üzerine Güney Amerika ülkelerinde 1970-2007 dönemini kapsayan çalışmasında enflasyon ve eşitsizliğin dış borç üzerinde etkide bulunmadığını tespit etmiştir. Sağdıç ve Yıldız (2020) Orta Asya ve Kafkas ülkelerinde enflasyon oranı ile dış borçlanma ilişkisinin negatif, Akduğan (2017) enflasyon, para arzı ve döviz kuru değişkenlerinin dış borçlanma üzerindeki etkisini negatif, Kamacı (2018) Türkiye’de enflasyon, bütçe açığı ve KBDG’in dış borçlanma üzerindeki etkisini pozitif yönlü olduğu sonucuna ulaşılmışlardır.

Musgrave (1949) kamu borcundaki artışın özel kesime parasal transferi azaltacağından enflasyonla mücadeleye destek olacağını, enflasyonist dönemlerde yatırımcıların devlete borç vermeye devam etmelerinin teşvik edilmesi gerektiğini önermektedir. Bassetto (2008), fiyat seviyesinin mali teorisi yaklaşımının para politikasına doğrudan referans olmaksızın, fiyat seviyesinin devlet borcu, mevcut ve gelecekteki vergi ve harcama planları tarafından belirleneceği şekilde politika kurallarını tanımladığını belirtmektedir. Sargent ve Wallace (1981)’e göre mali ve parasal politika etkileşiminin önemini vurgulayarak bir ekonomide enflasyonist baskıların kontrolünün tek başına para arzının kontrolüne bağlı olmadığını, kamu borcu ile enflasyon arasındaki bağların kurulmasının önemine vurgu yapmıştır. Nastansky vd. (2014) ise kamu borcuyla enflasyon arasındaki ilişkinin sadece para arzı ve makroekonomik talep aracılığıyla ortaya çıkmadığını yüksek bütçe açığı veya yüksek kamu borcunun ücret artışları ve devamında fiyat artışları ile enflasyon beklentileri sonucunda oluşan bir süreci başlattığını belirtmişlerdir. Ulusoy ve Erdem (2014), Türkiye’de 1998-2012 döneminde iç borçlanma ile enflasyon oranı arasındaki ilişkiyi çift yönlü nedensellik ilişkisi olarak tespit etmişlerdir. Swamy (2015), 1980-2009 dönemi için

gelişmiş ekonomiler, yükselen ekonomiler, gelişmekte olan ekonomiler ve OECD ekonomileri için devlet borcu makroekonomik belirleyicilerini incelediği çalışmasında enflasyonun kamu borcu üzerinde negatif yönde bir etkiye sahip olduğu sonucuna ulaşmıştır. Köstekçi ve Yıldız (2021) kamu genel yönetim borç stoku, kamu borç faiz ödemeleri, kısa ve uzun vadeli faiz oranları ile enflasyon arasındaki nedensellik ilişkisini çift yönlü olarak belirlemiştir.

Sinha vd. (2011), orta ve yüksek gelirli 31 ülke için yaptıkları çalışmada orta gelirli ülkelerde enflasyon oranının kamu borcu üzerinde negatif yönde ve doğrudan yabancı yatırımların pozitif yönde etkisi olmasına rağmen yüksek gelirli ülkelerde etkisi olmadığını tespit etmişlerdir. Kamu borcunun enflasyonist etkisinin olup olmadığını araştıran bazı çalışmalarda ise; Lopes Da Veiga vd. (2016), kamu borçluluk düzeyi yüksek olan gelişmekte olan ülkelerde kamu borcu ve enflasyon arasındaki ilişkiyi pozitif yönde tespit etmişlerdir. Kwon vd. (2006) 71 ülke için yaptığı çalışmada kamu borçluluk düzeyindeki artışın düşük borçluluk düzeyine sahip olan ülkelerde zayıf, yüksek borçluluk düzeyine sahip olan ülkelerde ise yüksek enflasyonist etkiye neden olduğunu gelişmiş ülkelerde ise etkisi olmadığını belirlemiştir. Ekinci ve Eser (2023), Türkiye ekonomisinde 2011-2022 döneminde döviz kuru ve enflasyon oranının kamu iç borçları üzerinde azaltıcı yönde (negatif) etkide bulunduğunu, iç borcun döviz kuru ve enflasyon oranı üzerinde ise artış yönlü (pozitif) etkide bulunduğunu tespit etmiştir. Sağdıç ve Yıldız (2023), Türkiye’de 2006:Q1-2020:Q4 döneminde kamu iç borcu ve kamu dış borcunun enflasyon üzerindeki etkisini inceledikleri çalışmada iç borç stoku ve döviz kurundaki değişim ile enflasyon oranı arasında pozitif yönlü bir ilişki olduğunu, kısa dönemde ise iç borç stoku ile enflasyon oranı arasında negatif, döviz kuru ile enflasyon oranı arasında ise pozitif yönlü bir ilişki bulunmuştur. Ayrıca araştırma sonuçları nedensellik testi sonuçlarında iç borç stoku ve döviz kurundan enflasyona doğru tek yönlü nedensellik ilişkisinin varlığını ortaya koymuştur. Dış borç stoku ile enflasyon oranı arasında ise anlamlı bir nedensellik ilişkisi tespit edilmemiştir.

1.3. Bütçe Açığı ve Kamu Borcu İlişkisi

Literatürde bütçe açıklarının finansman kaynakları olarak borçlanma ve parasal finansman kaynakları belirtilmektedir. Para basımı ve vergi artışları parasal finansmanı, iç ve dış borçlanma ise borçlanma yoluyla finansmanı oluşturmaktadır. Bununla birlikte, literatürdeki tartışma, mali açıkların finansman kaynaklarının bir ekonomide makroekonomik etkileri olup olmadığı konusu da tartışılan temel konulardan biridir. Yazarların parasal finansman konusundaki görüşleri yakınsakken, borç finansmanı konusundaki

görüşleri farklılıklar göstermektedir (Folorunso ve Falade, 2013). Kamu kesimi mali açığının kamu borçlanması ile finansmanı çoğu ülkenin politik karar vericileri ve uygulayıcıları tarafından göze çarpan ve savurgan kamu harcamalarının bir göstergesi olabilir. Dolayısıyla, kredi kullanımı veya borçlanma yoluyla finansmanın varlığı gelecekte bütçe açığının daha da artmasında etkili olabilir. Ülkelerin *“süreklilik gösteren bütçe açıkları sonucunda artan kamu borç stoku, devamında yükselen kamu borçlanma faiz oranları, artan kamu borç servisi ödemeleri ve artan kamu kesimi bütçe açıkları”* kısır döngüsü kamu borçlarının sürdürülebilirliğinin sağlanmasında sorunlar yaratmakta ve kamu borçlarının miktar ve yapısının etkinlikten uzaklaşarak kamu borç yönetimini olumsuz etkilemektedir (Köstekçi ve Yıldız, 2021).

Bütçe açığın finansmanına ilişkin ampirik çalışmalar arasında Easterly ve Schmidt-Hebbel (1993), bütçe açığının para ve borçlanma ile finanse edilmesi üzerine yaptıkları çalışmada, bütçe açıklarının parayla finanse edilmesinin orta vadede daha yüksek enflasyona yol açtığına dair güçlü kanıtlar bulmuştur. Lal ve van Wijnbergen (1985) çalışmasında birçok üçüncü dünya ülkesinde kamu kesimi borç stokundaki artışın ana nedeninin, artan kamu harcamaları ve buna bağlı bütçe açığını finanse etme ihtiyacı olduğu belirtilmiştir. J. M. Keynes 1936 yılında yayımladığı *“İstihdam, Faiz ve Paranın Genel Teorisi”* isimli eserinde ekonomik faaliyetlerin daralma dönemlerinde telafi edici maliye politikasının benimsenmesi gerektiğini, kamu harcamalarının artırılmasını ve bunun istenilen etkiyi yaratabilmesi için vergilerden kaçınılması gerektiğini, borçlanma ile finanse edilen kamu harcamalarını veya bütçe açık finansmanını savunmuştur (Folorunso ve Falade, 2013; Keynes, 1969). Akdoğan (2017) kişi başına GSYİH, borç servisi, bütçe dengesi, iç krediler ve ticari açıklığın dış borç stoku üzerindeki etkisinin istatistiksel olarak anlamlı ve pozitif olduğu tespit etmiştir. Neaime (2015), Prohl ve Schneider (2006) bazı Avrupa Birliği ülkelerinde, Gül ve Ahmet (2006) Türkiye’de ve Demir ve Sever (2009) Kazakistan, Türkiye, Kırgızistan ve Azerbaycan’ı kapsayan çalışmalarında farklı dönemlerde bütçe açığı ve borçlanmanın sürdürülebilirliğini araştırdıkları çalışmalarında kamu açıkları ile kamu borçlanması arasında uzun dönemli bir ilişki olduğunu tespit etmişlerdir. Kolçak (1998) 1984-1996 döneminde Türkiye’de kamu açıklarının iç borç stokunu artırıcı yönde etkide bulunduğu sonucuna ulaşmıştır. Al-Qudah (2019) (1992-2017) dönemi için Ürdün’de uzun dönemde bütçe açığı, reel GSYİH büyümesi, işsizlik oranı, hükümetin cari harcamalarının ve kamu borcu arasında uzun dönemli bir ilişkinin olduğu, kısa dönemde ise bütçe açığı ve cari harcamaların kamu borcu üzerindeki etkisinin pozitif yönde olduğu sonucuna ulaşmıştır.

Bütçe açığı ile kamu borcu arasındaki ilişkiye yönelik literatürde tartışmalı sonuçlara ulaşılmıştır. Bazı araştırmalarda kamu borcu seviyesinin büyük ölçüde bütçe açığın büyüklüğüne bağlı olduğu sonucuna ulaşılmıştır. Bu araştırmalarda nedensellik yönünün bütçe açığından kamu borcuna doğru olduğu ima edilmektedir. Literatürde, özellikle gelişmekte olan ülkelerde borç düzeyinin mali açığın öncelikli nedeni olduğu gözlemlenirken, bazı yazarlar değişkenler arasında aslında kesin bir nedensellik ilişkisi olmadığını bulmuşlardır (Folorunso ve Falade, 2013). Kamu borçlanması (iç borç ve dış borç) ile bütçe açığı arasındaki kısır döngü şöyle ifade edilmektedir: İç borç, daha yüksek faiz oranları yoluyla kredi sıkışmasına yol açarak özel yatırım ve tüketimi dışlayabilir, bu da sonunda daha fazla bütçe açığına yol açabilir. Dış borç ayrıca cari işlemler açığına, reel döviz kurunun değer kazanmasına, ödemeler dengesi krizine ve daha yüksek dış borca yol açabilir ve bu da daha fazla bütçe açığına neden olabilir (Folorunso ve Falade, 2013). Özellikle ekonomik durgunluk dönemlerinde milli gelirin düşmesi, vergi gelirlerinin düşmesi kamu harcamalarının kamu gelirlerinden fazla olmasına ve kamu bütçe açığının artmasına dolayısıyla kamu borcunun artmasına neden olur. Karaş (2022), Türkiye’de 1974-2020 döneminde bütçe açıklarının kamu dış borç stokunu arttırıcı etkisi olduğu sonucunu elde etmiştir.

1.4. Cari İşlemler Dengesi ve Kamu Borcu İlişkisi

Ülkelerin dış ödemeler dengesizlikleri sonucu karşılaştıkları açıkların (cari açık) giderilmesi özellikle dış borçlanmayı gerektirmesi yönüyle cari açık ile dış borçlanma arasında pozitif yönlü bir ilişkinin olduğu yaygın görüştür. Cari işlemler dengesi açıklarının dış borçlanma yöntemi ile finansmanı özellikle gelişmekte olan ülkelerde başvurulan bir yöntemdir. Gelişmekte olan ülkelerde tasarruf yetersizliği (eksikliği) sorununun cari işlemler açığı sonrasında dış borçlanmayı zorunlu kıldığı gerekliliğini ortaya çıkarmaktadır (Üzümcü ve Kırpık, 2015). Ayrıca, önceki dönem dış borç yükleri sonucu yönetilen dış borç servis ödemelerinin (dış borç anapara ve dış borç faiz ödemeleri) yüksek olduğu dönemlerde de dış borçlanmanın cari açık üzerinde etkisi oluşmaktadır (Çeştepe vd., 2014).

Literatürde cari işlemler açığı ile kamu borcu arasındaki ilişki konusunda ampirik çalışmalarda ulaşılmış farklı sonuçlar vardır. Bu çalışmalardan bazıları; Üzümcü ve Kırpık (2015) Türkiye’de 2003-2015 döneminde zaman serileri analizi ile cari işlemler açığının toplam dış borçlar ve uzun vadeli dış borçlar üzerinde arttırıcı etkiye sahip olduğu ve cari işlemler açığı ile toplam dış borçlar ve uzun vadeli dış borçlar arasında tek yönlü nedensellik ilişkisinin olduğu sonucuna ulaşmışlardır. Mehta ve Kayumi (2014), Hindistan’da 1990, 1991, 2012, ve 2013 yıllarına ilişkin çalışmalarında cari

işlemler açığı ile kısa ve uzun vadeli dış borçlar arasındaki ilişkiyi pozitif yönde bulmuşlardır. Karagöz (2007), Türkiye ekonomisinde 1980-2004 döneminde dış ödemeler dengesi açığının dış borçlara ilişkin etkisini pozitif yönde tespit etmiştir. Jawaid ve Raza (2013), Pakistan'da 1976-2010 döneminde cari açık ile dış borçlar arasında çift yönlü nedensellik ilişkisi olduğu sonucuna ulaşmışlardır. Sağdıç ve Yıldız (2020) Orta Asya ve Kafkas ülkelerinde cari işlemler dengesi, ile dış borçlanma ilişkisinin negatif yönlü olduğu sonucuna ulaşılmıştır.

Bal (2017) Türkiye'de 1989-2015 döneminde ve Yıldız (2019) Türkiye'de 1998Q1:2017Q4 döneminde dış borçlanmanın cari açık finansmanında önemli bir finansman kaynağı olarak kullanıldığı yani cari işlemler açığının dış borçlar üzerinde pozitif etkide bulunduğu sonucuna ulaşmışlardır. Waheed (2017), 2004-2013 döneminde 12 petrol ve gaz ihraç eden ülke ve 12 petrol ve ithalatçı ülke için dış borcun makroekonomik belirleyicilerini araştırdığı çalışmada petrol ve gaz ihraç eden ülkeler için cari işlemler hesabının dış borcu artırıcı yönde etkide bulunduğunu tespit etmiştir. Sinha vd. (2011), orta ve yüksek gelirli ülkelerdeki 31 yüksek gelirli ülkeler için 1993-2008 ve orta gelirli ülkeler için 1980-2008 döneminde cari işlemler dengesinin hem yüksek gelirli hem de orta gelirli ülkeler için kamu borcu üzerinde pozitif yönde etkisi olduğunu bulmuşlardır. Pankaj vd. (2011), yüksek gelir grubu ülkeler için 1993-2008, orta gelir grubu ülkeler için 1980-2008 dönemini kapsayan kamu borcunun belirleyicileri üzerine yaptıkları çalışmalarında orta gelir grubu ülkelerde toplam kamu borcu GSYİH büyüme hızı ile negatif, cari işlemler dengesi ile ise pozitif yönlü ilişkili olduğu sonucunu elde etmişlerdir. Altıok ve Sürekli Yamaçlı (2021), Türkiye'de 2002-2019 döneminde kamu iç ve dış borçlanmasının nedenlerini araştırdığı çalışma sonuçlarına göre kısa ve uzun dönemde kamu borç stokunu etkileyen en önemli değişken cari dentedir.

1.5. Yolsuzluk ve Kamu Borcu İlişkisi

Uluslararası Şeffaflık Örgütü yolsuzluğu emanet edilen gücün kişisel çıkar için kötüye kullanılması olarak tanımlayarak, yolsuzluğun güveni aşındıran, demokrasiyi zayıflatan, ekonomik gelişmeyi engelleyen, eşitsizliği, sosyal bölünmeyi ve çevresel krizleri daha da kötüleştiren süreçler yarattığını belirtmektedir (<https://www.transparency.org>). Yolsuzluk sahip olunan kamu gücünün özel fayda ve kâr amacına yönelik olarak kötüye kullanılmasıdır (Aksu ve Başar, 2005). Yolsuzlukların kamu gelirlerini azaltması, kamu harcamaları üzerinde arttırıcı etkiler oluşturması, ekonomik büyümeyi olumsuz yönde etkilemesi, kayıt dışı ekonomiyi özendirici etkide bulunması sonucunda bütçe dengesini olumsuz etkileyerek kamu borç

yükü üzerinde artış yönlü etkide bulunması beklenir (Aksu ve Başar, 2005; Sönmez Özekicioğlu ve Yaraşır Tülümce, 2020). Bu yönüyle yolsuzluk ile kamu borcu arasında bir ilişkinin varlığından söz edilmektedir. Yolsuzluk düzeyinin fazla olduğu ülkelerde kamu borçluluk düzeyi ve kamu açıklarının yüksek olduğu, yolsuzluk düzeyindeki azalışların kamu borçluluk düzeyini düşürdüğü belirtilmektedir. Yolsuzluk kamu maliyesini farklı kanallar aracılığıyla kamu maliyesini etkilemektedir. Bu kanallar; Vergi gelirlerinde azalış, kamu harcamalarında artış, kamu sektörü borcun ve finansal sektör riskinde artış, kayıt dışı ekonomiyi etkileyerek mali denge üzerinde bozucu etki, üretkenliği, rekabet gücünü (ihracat dahil) ve ekonomik büyümeyi olumsuz yönde etkilemesidir (Kaufmann, 2010).

Şahbaz vd. (2013) 27 AB üyesi için 2001 yılını kapsayan çalışmalarında yolsuzluk düzeyinde oluşan azalışların kamu borç yükü üzerinde azalış yönlü etkide bulunduğunu belirlemişlerdir. Ghura (1998), Tanzi ve Davoodi (2000) yolsuzluk düzeyindeki artışların kamu gelirlerini (vergiler) azaltarak kamu borçlarını artırdığını, ayrıca tespit etmişlerdir. Cooray vd. (2017) 126 ülkede 1996-2012 dönemini kapsayan yolsuzluk, kayıt dışı ekonomi ve kamu borcu arasındaki ilişkiyi inceledikleri ampirik çalışmalarının sonuçları yolsuzluğun artması ve daha geniş bir kayıt dışı ekonominin kamu borcunda artışa yol açtığını doğrulamaktadır. González-Fernández ve González-Velasco (2014), İspanyol özerk topluluklarında yolsuzluğun kamu borcunun önemli bir belirleyicisi olduğunu buldu. Sönmez Özekicioğlu ve Yaraşır Tülümce (2020) Türkiye’de 1995-2019 döneminde yolsuzluk ve kamu borç stoku arasında çift yönlü nedensellik ilişkisi olduğunu, Ghura (1998), 1985-1996 döneminde Sahra Altı Afrika ülkeleri üzerine yaptığı çalışmada yolsuzluk seviyesindeki artışın vergi gelirleri/GSYİH oranını düşürdüğünü, Dimakou’nun (2015) çalışmasında, kesitsel büyük ülke örneğinde yolsuzluk ve borç birikimi arasında pozitif ve anlamlı bir ilişki olduğunu,

Benfratello vd. (2018), 164 yüksek gelirli ve düşük gelirli ülkede 1995-2015 dönemini kapsayan çalışmada, yolsuzluğun tüm ülke gruplarında kamu borcunu artırdığını ve dolayısıyla kamu borç stoku/GSYİH oranının artmasına neden olduğunu, Grechyna (2012), 30 OECD ülkesinde 1995-2010 döneminde yüksek düzeydeki yolsuzluğun merkezi hükümet kamu borcu üzerinde artış yönlü bir etkisi olduğunu belirtmiştir. Naz ve Yasmin (2021), 1990-2016 dönemi için seçili Asya ve Afrika gelişmekte olan ülkelerinde yolsuzluğun kamu borcu üzerindeki etkisini araştırdıkları çalışmada yolsuzluğun Asya ve Afrika ülkelerinde yüksek kamu borç birikimine yol açtığını, ancak bu ilişkinin yoğunluğunun Afrika bölgesinde Asya bölgesine göre daha keskin olduğunu göstermektedir. Henri (2018), 2000 – 2015 dönemi için 29 Sahra Altı Afrika ülkesinde yolsuzluğun

kamu borcu üzerinde olumlu bir etkiye sahip olduğunu politika açısından Sahra Altı Afrika ülkelerinin kamu harcamalarını daha verimli hale getirmeleri ve özellikle ülke borcunu azaltmak için yolsuzlukla mücadeleyi yoğunlaştırmaları gerektiği sonucuna ulaşmıştır. Topal ve Keyifli (2016), 34 OECD ülkesinde 1998-2014 döneminde kamu sektöründeki yolsuzluğun kamu borç yükünü arttırdığını, Rivi vd. (2020), 1996-2019 yılları arasında Nijerya'da yolsuzluğun borç sürdürülebilirliği ile negatif ilişkili olduğunu ve daha yüksek yolsuzluk olaylarının kamu sektörü borcunu sürdürülemez hale getirdiğini tespit etmiştir.

1.6. İşsizlik Oranı ve Kamu Borcu İlişkisi

Literatürde işsizlik oranı ile kamu borcu ilişkisi farklı açılardan incelenmiş ve çalışmalarda incelenen ülke, dönem ve yöntem kısıtlarına bağlı olarak farklı sonuçlar elde edilmiştir. Keynesyen bakış açısına sahip iktisatçılar kamu harcama artışları ve açık bütçe politikaları sonucunda kamu borcunda meydana gelecek artışın ekonomik büyümeyi arttırarak işsizlik oranları üzerinde azaltıcı etkide bulunabileceğini belirtmektedirler. Bir diğer görüş ise işsizlik oranlarının azaltılmasına yönelik kamu politikalarının uygulanması sonucunda kamu borçluluk düzeylerinde meydana gelecek artışlardır. Briceño ve Perote (2020) Covid-19 pandemisi sonrasında Euro Bölgesi ülkelerinde işsizlik oranındaki bir puanlık artışın kamu borç oranını %0,10 ile %0,12 arasında arttırdığını, bu nedenle, 2-3 aylık zorunlu karantinalar ve genelleştirilmiş hareketliliğin azalmasının işsizlik oranını yaklaşık %10 arttırarak özellikle en çok zarar gören ülkelerde (İspanya, İtalya ve Fransa) kamu borç oranındaki artışı da desteklediğini tespit etmişlerdir. Al-Qudah (2019) (1992-2017) dönemi için Ürdün'de kısa ve uzun dönemde bütçe açığı ve işsizlik oranının kamu borcu üzerindeki etkisinin pozitif yönde olduğu sonucuna ulaşmıştır. Kurečić ve Kokotović (2016), 15 AB ülkesinde kamu borcunun GSYİH'ya oranı ile işsizlik oranı arasında istatistiksel olarak anlamlı bir ilişki olduğu sonucuna ulaşmışlardır. Ayrıca doğrusal regresyon analizi sonuçları örnek 5 ülke için kamu borcunun GSYİH'ya oranı ile işsizlik oranı arasında güçlü bir nedensellik ilişkisi olduğunu kanıtlamaktadır. Kamu borcunun GSYİH'ya oranı 2012 veya 2013'teki gibi büyük ölçüde artarsa, doğrusal fonksiyonlar Portekiz, Yunanistan, İrlanda ve İtalya için işsizlik oranının artacağını öngörmektedir.

Swamy (2015) 252 ülke örnekleminde nüfus artışı, doğrudan yabancı yatırımlar ve ekonomik büyüme oranının dış borç stoku üzerindeki etkisini negatif, nihai tüketim harcamaları, sabit sermaye yatırımları ve dışa açıklığın etkisini pozitif, işsizlik oranı ve faiz oranlarının ise etkisi olmadığı sonucuna ulaşmıştır. Altıok ve Sürekli Yamaçlı (2021), Türkiye'de 2002-2019

döneminde kamu iç ve dış borçlanmasının nedenlerini araştırdığı çalışma sonuçlarına göre kısa ve uzun dönemde kamu borç stokunu etkileyen en önemli değişken cari dengedir. Ayrıca, kamu iç borçlanması ile döviz kuru ve sabit sermaye yatırımları arasında pozitif, yurt içi faiz oranı ile negatif ilişki belirlenmiştir. Kamu dış borçlanması ile bütçe açığı ve döviz kuru arasındaki ilişki pozitif yönlüdür. Yurt dışı faiz oranı ve istihdam oranının ise kamu borçlanması üzerinde etkili olmadığı sonucuna ulaşılmıştır. Battaglini ve Coates (2011), işsizlik oranlarının azaltılmasında kamu harcamalarının ve vergi indirimlerinin etkili olduğunu ancak bu durumun uzun dönemde kamu borçlarında artış meydana getireceği görüşünü ifade etmiştir. Köstekçi ve Yıldız (2021) çalışmalarında kamu genel yönetim borç stoku, kamu borç faiz ödemeleri, kısa ve uzun vadeli faiz oranları ile işsizlik arasındaki nedensellik ilişkisini çift yönlü olarak belirlenmiştir. Veiga ve Veiga (2014), Portekiz’de yüksek işsizlik oranlarının kamu harcamaları ve kamu gelir yapısını olumsuz etkileyerek kamu borçlarında artışa neden olduğunu belirtmektedirler.

Swamy (2015), 252 örneklem ülke içeren çalışmasında işsizlik oranının dış borç stoku üzerinde etkisi olmadığını belirlemiştir. Coccia (2013) tarafından 1995-2009 dönemi için 27 AB üye ülkesinde gerçekleştirilen bir çalışma, kamu borcunun işgücü istihdamı üzerinde olumsuz bir etkisinin varlığını göstermektedir. Bu çalışma, eğitime yönelik kamu harcamaları ile Ar-Ge harcamalarının istihdam oranı üzerindeki önemli etkileşimini gösterirken, genel devlet konsolide brüt borcundaki artışın istihdam oranı için de negatif bir etkileşimi olduğunu göstermektedir. Marieta (2014) çalışmasında 2008-2012 döneminde Avrupa Birliği üye ülkelerinde (Hırvatistan hariç) kamu borcu ile kamu yatırımları arasında ters bir ilişki olduğu, kamu borcu ile işsizlik arasında anlamlı bir ilişki olmadığı, kamu borcu ile işsizlik oranı arasında düşük yoğunluklu ancak doğrudan bir ilişki olduğu tespit edilmiştir. Yıldız (2022), Türkiye’de 1960-2019 döneminde işsizlik oranı ile dış borç stoku arasındaki ilişkiyi çift yönlü olarak belirlemiştir. Türkiye’de kısa dönemde dış borç stoku ve işsizlik oranı arasındaki ilişkinin yönü negatif iken, uzun dönemde pozitifdir. Altıok ve Sürekli Yamaçlı (2021), Türkiye’de 2002-2019 döneminde kamu iç ve dış borçlanmasının nedenlerini araştırdığı çalışma sonuçlarına göre istihdam oranlarının kamu borçlanması üzerinde etkisi olmadığı belirlenmiştir.

1.7. Faiz Oranı ve Kamu Borcu İlişkisi

Yüksek bütçe açığı, toplam talebin artmasına, zorunlu faiz oranının dengeyi yeniden sağlamak için artmasına, yatırımların dışlanmasına, yüksek reel faiz oranı, düşük tasarruf, düşük ekonomik büyüme oranı, büyük cari açık

ve ekonominin performansının zayıflamasına neden olur. Kamu borcunun sürdürülebilirliği bir ülkedeki kamu borcu tam olarak karşılanamayacak kadar büyük hale geldiğinde, zaman içindeki gelişimini takip ederek, bunun doğru ölçüsü hakkındaki sorunun yanıtlanmasını amaçlamaktadır. Reel faiz oranı ekonominin büyüme oranını aştığında, borçluluk düzeyinin artması süreci özünde istikrarsızdır, bu da kamu borçlarının sürdürülebilirliğinin önemli bir makroekonomik mesele olmasının nedenidir. Bunu iki zorluk takip eder: Birincisi, reel faiz ve büyüme oranlarındaki görece küçük değişiklikler, borç yolunu istikrardan istikrarsızlığa çevirebilir. İkincisi, reel faiz ve ekonomik büyüme oranları birbirine yakın olduğunda, küçük şokların kamu borç patikası üzerinde önemli ölçüde güçlü etkileri olabilir (Briceño ve Perote, 2020). Kamu iç borç stokunun yüksek olması yurt içi faiz oranları üzerinde artış yönünde etkide bulunarak özel sektör yatırımlarını dışlayarak daraltıcı etkide bulunurken (crowding out), kamu dış borç stokunun artması da dış borç faiz ödemeleri ve ana para geri ödemeleri sonucunda milli gelir üzerinde azaltıcı etkide bulunur (Altıok ve Sürekli Yamaçlı, 2021).

Ekinci ve Eser (2023), Türkiye ekonomisinde 2011-2022 döneminde merkez bankası politika faizi olarak dikkate alınan faiz oranının iç borçlanma üzerinde istatistiksel olarak anlamlı bir etkiye sahip olmadığını; faiz değişkeni olarak mevduat faiz oranları dikkate alındığında faiz oranları ile iç borçlanma arasında pozitif yönlü bir etkileşimin olduğu belirlenmiştir. Briceño ve Perote (2020) Covid-19 pandemisi sonrasında Euro Bölgesi ülkelerinde (nominal) faiz oranının kamu borç oranına pozitif bir etkisi vardır, bu nedenle faiz oranının yüzde bir puan artması kamu borç oranı yaklaşık %0.020 - %0.024 artırdığı belirlenmiştir. Pirtea vd. (2013), Romanya'da 2000Q1 ve 2011Q1 dönemi için bütçe fazlasının, reel GSYİH büyümesinin ve DYY'nin kamu borcu üzerinde negatif bir etkiye sahip olduğunu döviz kurunun ise negatif bir etkiye sahip olduğunu, reel faiz oranı kamu borcu üzerinde pozitif ve anlamlı bir etkiye sahipken, ekonominin dışa açıklığının negatif ve anlamlı olmayan bir etkisinin olduğunu belirlemiştir. Karaş (2022), Türkiye'de 1974-2020 dönemi arasında faiz oranındaki artışların kamu dış borç stoku üzerinde aynı yönde etkide bulunduğunu tespit etmiştir. Swamy (2015), 252 örneklem ülke içeren çalışmasında faiz oranının dış borç stoku üzerinde etkisi olmadığını belirlemiştir.

Lau ve Lee (2016) Tayland ve Filipinler için yaptıkları çalışmada uzun dönemde GSYH, enflasyon oranı, reel faiz oranı, para arzı değişkenleri ile dış borçlanma arasında ilişki olduğu, kısa dönemde ise Tayland'da reel faiz oranı ve enflasyon oranının dış borçlanma ile ilişkisi tespit edilmiştir. Chiminya vd. (2018) 36 Sahraaltı Afrika ülkesinde faiz oranlarının dış borçlanma üzerindeki etkisini pozitif yönde belirlemiştir. Kamacı (2018) Türkiye'de

enflasyon, bütçe açığı ve KBDG'in dış borçlanma üzerindeki etkisini pozitif, faiz oranlarının dış borçlanma üzerinde etkisi olmadığını, Özata (2017) ise Türkiye'de faiz oranı, bütçe dengesi, iç tasarruf oranı ve döviz kurunun dış borçların belirleyicileri olduklarını tespit etmiştir. Altıok ve Sürekli Yamaçlı (2021), Türkiye'de 2002-2019 döneminde kamu iç ve dış borçlanmasının nedenlerini araştırdığı çalışma sonuçlarına göre yurtiçi faiz oranlarının kamu iç borç stoku üzerindeki etkisi negatif yönlüdür. Ayrıca yurt dışı faiz oranlarının kamu borçlanması üzerinde etkisi olmadığı belirlenmiştir.

1.8. Sabit Sermaye Yatırımları ve Kamu Borcu İlişkisi

Sabit sermaye oluşumu, belirli bir ülke için bir hesap dönemi boyunca net sermaye birikimini belirtir ve bir ekonomideki sabit sermaye unsurlarına sermaye mallarının (ekipman, aletler, ulaşım varlıkları ve elektrik vb.) eklenmesini ifade eder. Bir ekonomi için sermaye mallarının birikimi, yatırımların daha fazla mal ve hizmet üretimine dönüşerek, nüfusun gelirini artırması ve talebi canlandırması açısından çok yönlü olumlu ekonomik etki yaratması yönüyle önemlidir. Keynesçi ekonomik düşünce okulu, hükümetin ekonomiyi canlandırmak için gerekli olan harcamalarının bir yansıması olarak devlet borcunu haklı çıkarır. Devletin nihai tüketiminin büyüklüğü, devletin borçlanması üzerinde etkilidir. Buna göre, genel devlet nihai tüketim harcamaları, devletin borçlanma kararlarını önemli ölçüde etkilemekte ve bu da devletin borç düzeyini etkilemektedir. Hükümetler, kamu harcamalarıyla hem fiziksel altyapı hem de insan kaynakları açısından yatırımları desteklemek için borçlanmayı artırır. Hükümet, ekonominin daha hızlı büyümesini sağlamak için sabit sermaye oluşturma faaliyetleri üstlenerek ekonomiyi canlandırmaya çalışırken, brüt sabit sermaye oluşumunun büyümesinin boyutu devlet borcunun seviyesini etkilemektedir (Swamy, 2015).

Altıok ve Sürekli Yamaçlı (2021), Türkiye'de 2002-2019 döneminde kamu iç ve dış borçlanmasının nedenlerini araştırdığı çalışma sonuçlarında sabit sermaye yatırım harcamaları ile kamu iç borçlanması arasındaki ilişki pozitif yönlü belirlenmiştir. Swamy (2015), 1980-2009 dönemi için gelişmiş ekonomiler, yükselen ekonomiler, gelişmekte olan ekonomiler ve OECD ekonomileri için devlet borcu makroekonomik belirleyicilerini incelediği çalışmada, reel GSYİH büyümesinin, doğrudan yabancı yatırımın (DYY), enflasyonun, kamu harcamalarının, nüfus artışının devlet borcu üzerinde negatif, nihai tüketim harcamalarının, brüt sabit sermaye oluşumunun ve ticari açıklığın devlet borcu üzerinde pozitif bir etkiye sahip olduğunu göstermektedir. Swamy (2015) çalışmada sabit sermaye oluşumu ile kamu borcu arasında 1960-2009 döneminde örneklem içindeki tüm ülkeler için çift yönlü nedensellik ilişkisi bulunmuştur. Ayrıca, parlamenter demokrasilerin,

düşük seviyelerde reel GSYİH büyümesi sorunu yaşadıklarından, diğer ülke gruplarına kıyasla daha yüksek düzeyde devlet borcu yaşadıklarını, parlamenter demokrasilerde brüt sabit sermaye oluşumunun kamu borcu üzerinde olumsuz etkisi olduğu belirlenmiştir. Serin ve Demir (2023), 1975-2020 döneminde kamu iç borç stoku ve kamu dış borç servisinin özel sektör yatırımları üzerinde crowding-out (dışlama) etkisi, kamu dış borç stokunun özel sektör yatırımları üzerindeki etkisini ise crowding-in (çekme) etkisi oluşturduğunu belirlemiştir.

de Mendanço ve Brito 1996-2018 döneminde 24 yükselen piyasa ekonomisine ilişkin çalışmada, kamu borcu/GSYİH oranındaki bir artışın yatırımlar üzerinde önemli ölçüde zararlı bir etkiye sahip olduğunu, en yüksek olumsuz etkisinin de kamu yatırımları üzerinde olduğunu belirlemiştir. Waheed (2017), dış borcun makroekonomik belirleyicilerini 2004-2013 dönemi için 12 petrol ve gaz ihraç eden ülke ve 12 petrol ve ithalatçı ülke için araştırdığı çalışmada; petrol ve gaz ihraç eden ülkeler için ekonomik büyüme, döviz rezervleri, kamu gelirleri, petrol fiyatları ve sabit sermaye yatırımları dış borcun azaltılmasında önemli belirleyici olurken, cari işlemler hesabı, kamu harcamaları ve enflasyonun dış borcu artırıcı etkisi vardır. Creel vd. (2010), dört OECD ülkesi (ABD, Almanya, Fransa, Birleşik Krallık) için kamu borcu ve yatırımlar arasındaki ilişkiyi inceledikleri çalışmada Fransa ve Almanya'da kamu borcu yüksekse kamu ve özel yatırım arasındaki korelasyon daha düşük ve kamu ve özel yatırımlar birbirini dışlama eğiliminde olumsuz bir etkisi olduğunu; aksine ABD ve Birleşik Krallık için borç büyük olduğunda kamu borcunun birinci sektördeki brüt devlet yatırımı üzerinde önemli bir etkisi olmadığını ve ikincisinde (zayıf anlamlı) olumlu bir etkisi olduğunu göstermektedir.

2.Ampirik Analiz

2.1. Araştırmanın Problemi ve Hipotezleri

Araştırmanın Problemi: Ekonomik büyüme, enflasyon, sabit sermaye oluşumu, cari işlemler dengesi, yolsuzluk, bütçe açığı, işsizlik oranı ve faiz oranı kamu borç miktarını etkileyebilir mi? Ayrıca, bu göstergeler kamu borcunu nasıl etkiler?

Araştırmanın Hipotezleri: Araştırma kapsamında kullanılan değişkenlerin kamu borcu üzerinde etkisinin yokluğu ve varlığına ilişkin yokluk (sıfır) hipotezi ve alternatif (varlık) hipotezleri oluşturulmuştur.

Yokluk (sıfır) Hipotezi (H_0): Ekonomik büyüme, enflasyon, sabit sermaye oluşumu, cari işlemler dengesi, yolsuzluk, bütçe açığı, işsizlik oranı ve faiz oranı değişkenlerinin kamu borcu üzerinde etkisi yoktur.

Alternatif (varlık) Hipotezi (H₁): Ekonomik büyüme, enflasyon, sabit sermaye oluşumu, cari işlemler dengesi, yolsuzluk, bütçe açığı, işsizlik oranı ve faiz oranı değişkenlerinin kamu borcu üzerinde artış (pozitif) veya azalış (negatif) yönlü etkisi vardır.

2.2. Veri, Model, Yöntem ve Ampirik Bulgular

Bu çalışmada, Türkiye ve Avrupa Birliğine (AB) üye 27 ülke için 2010-2021 dönemi kamu borcunu belirleyen ekonomik, mali ve sosyal faktörler (ekonomik büyüme, enflasyon, sabit sermaye yatırımları, cari işlemler dengesi, bütçe açığı, işsizlik oranı, faiz oranı ve yolsuzluk) arasında istatistiksel olarak anlamlı bir ilişki olup olmadığı, ilişkinin yönü ve derecesini belirlemek amacıyla panel veri analizi yönteminden yararlanılmıştır. Araştırma kapsamındaki ülkeler Nisan 2023 tarihi itibarıyla AB Üyesi ülkeler Avusturya, Belçika, Bulgaristan, Hırvatistan, Kıbrıs, Çekya, Danimarka, Estonya, Finlandiya, Fransa, Almanya, Yunanistan, Macaristan, İrlanda, İtalya, Letonya, Litvanya, Lüksemburg, Malta, Hollanda, Polonya, Portekiz, Romanya, Slovakya, Slovenya, İspanya, İsveç (27 ülke); AB'ye aday ülke Türkiye'dir. Avrupa Birliğine (AB) üye ülkeler ve Türkiye 28 ülke için kamu borcunu belirleyen ekonomik, mali ve sosyal faktörlere ilişkin analizde kullanılan verilerden; yolsuzluk algılama endeksi verisi Transparency International (2023), cari işlemler dengesi verisi International Monetary Fund (IMF, 2023), genel yönetim açığı, genel yönetim borç stoku, genel yönetim sabit sermaye oluşumu, enflasyon oranı, uzun dönem faiz oranı, ekonomik büyüme oranı ve işsizlik oranı değişkenlerine ilişkin veriler ise Avrupa Komisyonu Eurostat veri tabanından (Eurostat, 2023) derlenmiştir. Analizde Eviews 10 ve Stata 12 programları kullanılmıştır ve araştırma kapsamındaki değişkenlere ilişkin kısaltmalar, açıklayıcı bilgiler, veri kaynakları aşağıda Tablo 17'de sunulmuştur.

Tablo 17. Değişkenler, Açıklamalar ve Veri Kaynakları

Değişken	Açıklama	Veri Kaynağı
BRC	Genel Yönetim Borç Stoku/ GSYİH	Eurostat (2023), General government gross debt [SDG_17_40]]
BDG	Genel Yönetim Bütçe Dengesi/GSYİH	Eurostat (2023), https://ec.europa.eu/eurostat , (General government deficit/surplus [TEC00127]
ENF	Enflasyon Oranı	Eurostat (2023), Harmonised index of consumer prices - [EI_CPHI_M__custom_4761476]
BYM	Ekonomik Büyüme Oranı	Eurostat (2023), Real GDP growth rate [TEC00115]
ISZ	İşsizlik Oranı	Eurostat (2023), Unemployment rate - [TIPSUN20
FAIZ	Uzun Dönem Faiz Oranı	Eurostat (2023), Long-term interest rates / EMU convergence criterion series - [IRT_LT_MCBY_A__custom_4764833]
CID	Cari İşlemler Dengesi/ GSYİH	IMF (2023), www.imf.org/.../.../BCA_NGDPD@WEO/FRA/GBR/DEU
YLSZ	Yolsuzluk Algılama Endeksi	Transparency International (2023), www.transparency.org/en/cpi
SSRM	Genel Yönetim Sabit Sermaye Oluşumu/GSYİH	Eurostat (2023), General government gross fixed capital formation - [TEINA210]

Türkiye ve Avrupa Birliğine (AB) üye 27 ülke için 2010-2021 dönemi kamu borcunu belirleyen ekonomik, mali ve sosyal faktörler (ekonomik büyüme, enflasyon, sabit sermaye yatırımları, cari işlemler dengesi, bütçe açığı, işsizlik oranı, faiz oranı ve yolsuzluk) arasındaki ilişkinin yönü ve büyüklüğü yukarıdaki hipotezler çerçevesinde literatürden yararlanılarak oluşturulan model çerçevesinde sınıanmıştır. Söz konusu model aşağıdaki gibidir:

$$BRC_{it} = \beta_0 + \beta_1 BDC_{it} + \beta_2 ENF_{it} + \beta_3 BYM_{it} + \beta_4 ISZ_{it} + \beta_5 FAIZ_{it} + \beta_6 CID_{it} + \beta_7 YLSZ_{it} + \beta_8 SSRM_{it} + e_{it}$$

Araştırma kapsamında kullanılan değişkenlere ilişkin tanımlayıcı istatistikler aşağıda Tablo 18'de sunulmuştur.

Tablo 18. Tanımlayıcı İstatistikler

	BRC	BDG	ENF	BYM	ISZ	FAIZ	CID	YLSZ	SSRM
Ortalama	67.693	-2.84830	2.06979	2.16966	9.05136	2.78726	0.78363	62.6458	3.63098
Medyan	59.900	-2.45000	1.60000	2.20000	7.90000	1.89500	0.60000	60.0000	3.60000
Maksimum	206.30	4.10000	19.6000	24.4000	27.8000	22.5000	14.2000	94.0000	6.60000
Minimum	6.2000	-32.1000	-2.50000	-11.3000	2.00000	-0.51000	-19.8000	33.0000	1.50000
Standart sapma	38.145	3.57747	2.62564	3.77622	4.61797	3.09188	4.25612	15.6309	1.04415
Çarpıklık	1.0199	-2.12822	2.56289	0.14546	1.51520	2.25986	-0.19623	0.2336	0.40251
Basıklık	4.0116	15.6422	13.6071	7.69041	5.62966	10.7345	4.41332	1.93955	2.73940
Jarque-Bera	72.584	2491.20	1943.00	309.184	225.378	1123.52	30.1210	28.7994	27.0239
Probability	0.0000	0.0000	0.00000	0.00000	0.00000	0.00000	0.00000	0.00000	0.00000
Gözlem	336	336	336	336	336	336	336	336	336

Tablo 18’de sunulan tanımlayıcı istatistikler değerlendirildiğinde; 2010-2021 döneminde AB üyesi ülkeler ve Türkiye’de genel yönetim kamu borç stoku/GSYİH oranı ortalaması %67.69, en yüksek değer %206.30 (Yunanistan, 2020 yılı), en düşük değer %6.20 (Estonya, 2011 yılı)’dır. 2010-2021 döneminde AB üyesi ülkeler ve Türkiye’de Genel Yönetim Bütçe Dengesi/GSYİH’ya oranı ortalaması %-2.85, en yüksek değer %4.10 (Danimarka, 2019 yılı), en düşük değer %-32.10 (İrlanda, 2010 yılı)’dır. 2010-2021 döneminde AB üyesi ülkeler ve Türkiye’de enflasyon oranı ortalaması %2.07, en yüksek değer %19.6 (Türkiye, 2021 yılı), en düşük değer %-2.5 (Yunanistan, 2020 yılı)’dır. 2010-2021 döneminde AB üyesi ülkeler ve Türkiye’de ekonomik büyüme oranı ortalaması %2.17, en yüksek değer %24.4 (İrlanda, 2015 yılı), en düşük değer %-11.3 (İspanya, 2020 yılı)’dır. 2010-2021 döneminde AB üyesi ülkeler ve Türkiye’de işsizlik oranı ortalaması %9.05, en yüksek değer %27.80 (Yunanistan, 2013 yılı), en düşük değer %2 (Çekya, 2019 yılı)’dır. 2010-2021 döneminde AB üyesi ülkeler ve Türkiye’de uzun dönem faiz oranı ortalaması %2.79, en yüksek değer %22.5 (Yunanistan, 2012 yılı), en düşük değer %-0.51 (Almanya, 2020 yılı)’dır. 2010-2021 döneminde AB üyesi ülkeler ve Türkiye’de cari işlemler dengesi/GSYİH oranı ortalaması %0.78, en yüksek değer %14.20 (İrlanda, 2021 yılı), en düşük değer %-19.80 (İrlanda, 2019 yılı)’dır. 2010-2021 döneminde AB üyesi ülkeler ve Türkiye’de yolsuzluk algılama endeksi skoru ortalaması 62.65, en yüksek değer 94 (Finlandiya, 2011), en düşük değer 33 (Bulgaristan, 2011 yılı)’dır. Yolsuzluk algılama endeksi skorunun yüksek olması yolsuzluk algısının yüksekliğine dolayısıyla ülkedeki

yolsuzluk düzeyinin düşük olmasına, aksine endeks skorunun düşük olması ise yolsuzluk algısının düşüklüğüne dolayısıyla ülkedeki yolsuzluk düzeyinin yüksek olmasına neden olmaktadır. 2010-2021 döneminde AB üyesi ülkeler ve Türkiye’de genel yönetim sabit sermaye oluşumu/GSYİH oranı ortalaması %3.63, en yüksek değer %6.60 (Bulgaristan, 2015 yılı), en düşük değer ise %1.50 (Portekiz, 2016 yılı)’dır. Araştırma kapsamında kullanılan değişkenler arasındaki korelasyon ilişkisini gösteren korelasyon matrisi aşağıda Tablo 19’da sunulmuştur.

Tablo 19. Korelasyon Matrisi

	BRC	BDG	ENF	BYM	ISZ	FAIZ	CID	YLSZ	SSRM
BRC	1								
BDG	-0.37	1							
ENF	-0.25	0.03	1						
BYM	-0.29	0.39	0.32	1					
ISZ	0.48	-0.42	-0.10	-0.24	1				
FAIZ	-0.17	-0.35	0.40	-0.12	0.54	1			
CID	-0.19	0.35	-0.19	0.04	-0.31	-0.42	1		
YLSZ	-0.14	0.23	-0.22	7.76	-0.35	-0.50	0.53	1	
SSRM	-0.47	-0.05	0.06	0.01	-0.13	-0.03	-0.10	-0.08	1

Korelasyon matrisi sonuçları incelendiğinde *kamu borç stoku değişkeni ile* bütçe dengesi, enflasyon oranı, ekonomik büyüme oranı, uzun dönem faiz oranı, cari işlemler dengesi, yolsuzluk algılama endeksi ve kamu sabit sermaye oluşumu değişkenleri arasındaki ilişki negatif, kamu borç stoku ile işsizlik oranı değişkeni arasındaki ilişki ise pozitif yönlü bir ilişkiye işaret etmektedir. *Bütçe dengesi değişkeni ile* enflasyon oranı, ekonomik büyüme oranı, cari işlemler dengesi ve yolsuzluk algılama endeksi değişkenleri arasındaki ilişki pozitif, bütçe dengesi değişkeni ile işsizlik oranı, uzun dönem faiz oranı ve kamu sabit sermaye oluşumu değişkenleri arasındaki ilişki negatif yönlü bir ilişkiye işaret etmektedir. *Enflasyon oranı değişkeni ile* ekonomik büyüme oranı, uzun dönem faiz oranı ve kamu sabit sermaye oluşumu değişkenleri arasındaki ilişki pozitif, işsizlik oranı, cari işlemler dengesi ve yolsuzluk algılama endeksi değişkenleri arasındaki ilişki negatif yönlü bir ilişkiye işaret etmektedir. *Ekonomik büyüme oranı değişkeni ile* işsizlik oranı ve uzun dönem faiz oranı değişkeni negatif, cari işlemler dengesi, yolsuzluk algılama endeksi ve kamu sabit sermaye oluşumu değişkenleri arasındaki ilişki pozitif yönlü bir ilişkiye işaret etmektedir. *İşsizlik oranı değişkeni ile* uzun dönem faiz oranı değişkeni pozitif, cari işlemler dengesi, yolsuzluk algılama

endeksi ve kamu sabit sermaye oluşumu değişkenleri arasındaki ilişki negatif yönlü bir ilişkiye işaret etmektedir. *Uzun dönem faiz oranı değişkeni ile cari işlemler dengesi*, yolsuzluk algılama endeksi ve kamu sabit sermaye oluşumu değişkenleri arasındaki ilişki negatif yönlü bir ilişkiye işaret etmektedir. *Cari işlemler dengesi değişkeni ile yolsuzluk algılama endeksi pozitif ve kamu sabit sermaye oluşumu değişkenleri arasındaki ilişki negatif yönlü bir ilişkiye işaret etmektedir.* *Yolsuzluk algılama endeksi değişkeni ile kamu sabit sermaye oluşumu değişkeni arasındaki ilişki negatif yönlü bir ilişkiye işaret etmektedir.*

Araştırma kapsamındaki yatay kesit birimlerin (ülkelerin) herhangi birinde oluşacak olan bir şoktan panel kapsamındaki yatay kesit birimlerinin aynı düzeyde etkilenmesini ve birimlerin karşılaştığı bir şokun diğer birimleri etkilemediği varsayımı yatay kesit bağımsızlığını ifade etmektedir (Koçbulut ve Altıntaş, 2016). Panel veri analizinde serilerin yatay kesit bağımlılığına sahip olması durumunda ikinci nesil birim kök testlerinin daha tutarlı sonuçlar verdiği, bu durumda birinci nesil birim kök testleri yerine ikinci nesil birim kök testlerinin uygulanması önerilmiştir. Yatay kesit geçerli olmadığı durumda ise birinci nesil birim kök testlerinin uygulanması önerilmektedir (Tatoğlu, 2013; Güloğlu ve İspir, 2011). Panel veri analizinde birim kök testleri öncesinde serilerin yatay kesit bağımlılığının belirlenmesi “Breusch ve Pagan (1980) CD_{LM1} , Pesaran (2004) CD_{LM2} , Pesaran (2004) CD_{LM} ve Pesaran, Ullah ve Yamagata (2008) CD_{LMadj} ” testleri ile araştırılmaktadır. Serilerin yatay kesit bağımlılığının belirlenmesine yönelik uygulanmış olan testlerin sonuçları aşağıda Tablo 20’de özetlenmiştir.

Tablo 20. Serilerin Yatay Kesit Bağımlılık Testi Sonuçları

	BRC	BDG	ENF	BYM	ISZ	FAIZ	CID	YLSZ	SSRM
CD_{LM1} (BP,1980)	1440.55 (0.00)***	1858.36 (0.00)***	2720.48 (0.00)***	2162.56 (0.00)***	2124.69 (0.00)***	3491.22 (0.00)***	847.040 (0.00)***	1339.88 (0.00)***	846.421 (0.00)***
CD_{LM2} (Pesaran, 2004)	37.6262 (0.00)***	52.8220 (0.00)***	84.1768 (0.00)***	63.8857 (0.00)***	62.5082 (0.00)***	112.208 (0.00)***	16.0404 (0.00)***	33.965 (0.00)***	16.0179 (0.00)***
CD_{LMadj} (PUY, 2008)	36.3535 (0.00)***	51.5493 (0.00)***	82.9040 (0.00)***	62.6130 (0.00)***	61.2354 (0.00)***	110.935 (0.00)***	14.7677 (0.00)***	32.6922 (0.00)***	14.7452 (0.00)***
CD_{LM} (Pesaran, 2004)	19.087 (0.00)***	38.817 (0.00)***	51.172 (0.00)***	43.604 (0.00)***	31.179 (0.00)***	53.021 (0.00)***	9.8458 (0.00)***	1.67744 (0.09)*	8.9855 (0.00)***

Not: Parantez olasılık değerlerini göstermektedir. *(%10), **(%5) ve ***(%1) anlam seviyelerini yokluk hipotezinin reddedildiğini göstermektedir.

Yatay kesit bağımlılığına ilişkin test sonuçlarına genel olarak bakıldığında sıfır hipotez (H_0 : Birimlerarası korelasyon (bağımlılık) yoktur.) reddedilerek, modelde tüm serilerde yatay kesit bağımlılığı olduğu sonucuna varılmıştır. Bu durumda panel kapsamındaki ülkelerde incelenen dönemde herhangi bir ülkede meydana gelebilecek bir şok diğer ülkeleri de etkileme potansiyeline sahiptir. Yatay kesit analizi sonuçları küreselleşme sürecinin ortaya çıkardığı etkilere uygunluk göstermektedir. Yatay kesit analizi sonuçlarına göre panel kapsamındaki ülkeler için ikinci nesil panel birim kök testlerinin uygulanması gerekmektedir.

İkinci nesil birim kök testi Pesaran (2007) tarafından geliştirilmiş olan CADF birim kök testi ile sınıanmıştır. CADF testi (Cross-Sectionally Augmented Dickey Fuller) her bir kesitin durağan sürece sahip olup olmadığını ayrı ayrı test ederek kesitler arası bağımlılığı dikkate alan ve standart ADF birim kök testinin bireysel serilerin birinci farkları ve gecikme seviyelerinin yatay kesit ortalamalarıyla genişletilmiş bir testtir (Pesaran, 2007; Sağdıç vd., 2019). Modeldeki değişkenlere ilişkin CADF birim kök testi sonuçları sabitli olarak Tablo 21’de özetlenmiştir.

Tablo 21. Pesaran (2007) İkinci Nesil CADF Panel Birim Kök Testi Sonuçları (Sabitli model)

		Düzyey (I0)	Birinci Fark (I1)
CADF	BRC	-1.833 (0.294)	-2.263 (0.005)***
	BDG	-2.557 (0.000)***	-2.471 (0.000)***
	ENF	-1.705 (0.530)	-2.543 (0.000)***
	BYM	-2.562 (0.000)***	-2.725 (0.000)***
	ISZ	-2.122 (0.027)**	-2.569 (0.000)***
	FAIZ	-3.806 (0.000)***	-4.121 (0.000)***
	CID	-2.158 (0.018)**	-2.862 (0.000)***
	YLSZ	-2.521 (0.000)***	-2.594 (0.000)***
	SSRM	-1.781 (0.384)	-2.514 (0.000)***

Not: Parantez olasılık değerlerini göstermektedir. *(%10), **(%5) ve ***(%1) anlam seviyelerini yokluk hipotezinin reddedildiğini göstermektedir.

Pesaran (2007) CADF birim kök testi sonuçlarına göre değişkenlerin birinci farklarında I(1) temel hipotez olan “serilerde birim kök yoktur” hipotezinin reddedildiği ve birim kökün varlığı tespit edilmiştir. Pesaran (2007) ikinci nesil cadf panel birim kök testi sonuçlarına göre Türkiye ve Avrupa Birliğine (AB) üye 27 ülke için modelde kullanılan değişkenler

birinci farklarında $I(1)$ seviyesinde durağan hale gelmişlerdir. Kamu borcunu belirleyen faktörleri açıklamak üzere tahmin edilen regresyon modelleri analiz sonuçları ülke etkilerinin varlığına bağlı olarak sabit, tesadüfi ve havuzlanmış etkiler modeli temelinde en küçük kareler yöntemine göre raporlanabilmektedir. Regresyon modellerinde havuzlanmış etkiler modeli veya tesadüfi (rassal) etkiler modelinin geçerli olup olmadığı Breusch ve Pagan Lagrange Çarpanı (Lagrange Multiplier LM) testi ile sınımlanabilmektedir (Sağdıç, 2019). Breusch-Pagan LM testinde boş hipotez hata terimlerinin varyansının sifira eşit olduğunu yani boş hipotezin reddedilmesi halinde havuzlanmış regresyon modelinin kullanılamayacağı göstermektedir (Sağdıç, 2019). Breusch-Pagan LM testi sıfır hipotezinin havuzlanmış en küçük kareler yönteminin uygun olduğu varsayımı altında yapılmaktadır ve Breusch-Pagan LM testinde H_0 hipotezi havuzlanmış etkiler modelinin, H_1 hipotezi ise rassal etkiler modelinin geçerli olacağına işaret etmektedir (Yıldız vd. 2014).

Tablo 22. Breusch-Pagan LM Testi

$H_0 : \text{Var} (u) = 0$
Chi2 (01) = 926.13
Prob > chi2 = 0.0000

Tablo 22'deki sonuçlardan görüleceği üzere Breusch-Pagan LM Testine ait p değeri (0,0000) olarak tespit edilmiş ve sıfır hipotezi reddedilmiştir. Bu sonuca göre parametrelerin ülkelere göre değiştiği ve havuzlanmış etkiler modelinin daha az etkin olduğu anlaşılmaktadır. Dolayısıyla modelde havuzlanmış etkiler modeli temelinde tahminleme yapılamayacağı sonucuna ulaşılmıştır. Panel veri analizinde regresyon modellerinde sabit etkiler ve rassal (tesadüfi) etkiler modelinin seçiminde Hausman testinden yararlanılmaktadır. Hausman testinin sıfır hipotezi regresyon modelinde bağımsız değişkenler ile hata terimleri arasında ilişkinin olmadığını belirtmektedir (Sağdıç, 2019) ve sıfır hipotez " H_0 : Birim\Zaman etkisi ile bağımsız değişkenler arasında korelasyon yoktur. Tesadüfi (Rassal) etkiler geçerlidir." ve " H_1 : Birim\Zaman etkisi ile bağımsız değişkenler arasında korelasyon vardır. Sabit etkiler geçerlidir." hipotezlerini sınamaktadır (Saridoğan, 2019). Hausman testi sonucunda H_0 hipotezi reddedilirse sabit etkiler yöntemi, reddedilmemesi halinde ise rassal etkiler yönteminin kullanılması tercih edilmektedir (Saridoğan, 2019; Sağdıç, 2019).

Tablo 23. Hausman Model Spesifikasyon Testi Sonuçları

Değişkenler	Sabit etkiler	Tesadüfi (Rassal) Etkiler	Fark
BDG	-0.921158	-1.053932	0.000869
ENF	0.050575	-0.063220	0.001766
BYM	-0.284110	-0.256880	0.000421
ISZ	1.525144	1.687764	0.003116
FAIZ	-2.303472	-2.441005	0.003370
CID	0.439631	0.306288	0.001118
YLSZ	0.047925	-0.107447	0.007060
SSRM	-3.674800	-4.832671	0.032983
<p>“H_0: Katsayılar arasındaki fark sistematik değildir (Rassal Etkiler Tutarlıdır).” $\chi^2(8) = (b-B)'[(V_b - V_B)^{-1}](b-B) = 94.537568$ Prob>$\chi^2 = 0.0000$</p>			

Tablo 23'te p değeri (0,0000) olduğundan dolayı “ H_0 : Birim\Zaman etkisi ile bağımsız değişkenler arasında korelasyon yoktur. Tesadüfi (Rassal) etkiler geçerlidir.” şeklindeki sıfır hipotezi reddedilmektedir. Hausman testi sonuçlarına göre rassal etkilerin mevcut olduğu boş hipotez reddedilerek modelde sabit etkiler modellerinin tutarlı olduğu sonucuna ulaşılarak modelde regresyon analizinde sabit etkiler tahmincisine dayalı olarak regresyon analizinin devam ettirilmesinin daha doğru sonuçlar vereceği değerlendirilmiştir.

Panel veri analizinde tesadüfi (rassal) etkiler modeli ya da sabit etkiler modelinde tahminleme en küçük kareler yöntemi ile gerçekleştirildiği için modellerin en küçük kareler yönteminin temel varsayımlarını karşılaması gerekmektedir. Bu varsayımlar sabit varyanslılık, ardışık korelasyonun olmaması ve eşanlı korelasyonun olmamasıdır (Sağdıç, 2019). Standart hata bileşenleri modeli regresyonlardaki hata terimlerinin zaman ve kesitler boyunca sabit varyansa sahip olduklarını varsaymaktadır. Panel veri analizlerinde genellikle yatay kesit birimleri farklılaştığından dolayı regresyonlardaki hata terimlerinin zaman ve kesitler boyunca sabit varyansa sahip oldukları varsayımı sağlanamamakta ve bu durum hata terimlerinin farklı varyanslara sahip olmalarına sebep olmakta ve istatistiksel test sonuçlarında güvenilirliğin gerçekleşmemesine neden olmaktadır (Baltagi, 2005). Panel veri analizinde hata terimlerinin sabit varyansa sahip olmaları ya da değişen varyansa sahip olmaları Lagrange Multiplier (LM) testi ile sınımlanmaktadır. Bu testte H_0 hipotezi hata terimi matrisinin köşegeninde yer alan varyansların sabit olduğunu, H_1 hipotezi ise varyansların en az birinin

farklı olduğuna işaret etmektedir (Hotunluoğlu ve Özçağ, 2012). Benzer şekilde değişen varyans sorununun varlığını sabit etkili modeller için sınayan bir diğer test ise Wald testidir. Wald testinde H_0 hipotezi hata terimlerinin varyanslarının sabit olduğunu, H_1 hipotezi i varyansların en az birinin farklı olduğuna işaret etmektedir (Nargeleçekenler, 2011). Bu çalışmada modelin varyans sorununun belirlenmesinde değiştirilmiş Wald testi ve Lagrange Multiplier Testi (LM) kullanılmıştır.

Tablo 24. Değişen Varyans Testi Sonuçları

	Ki-Kare Değeri	p- Değeri
Wald Testi	1622.68	0.0000
LM Panel Heteroskedastisite Testi	292.98	0.0000

Tablo 24'te değiştirilmiş Wald testi ve Lagrange Multiplier Testi (LM) sonuçlarının p değerleri (0,0000) olduğundan dolayı sabit varyansın olmadığını gösteren temel hipotez % 1 önem düzeyinde reddedilerek modelde değişen varyans sorunu olduğu sonucuna ulaşılmıştır.

Panel veri analizinde hata terimlerinin birbirinden ilişkisiz değilse bu durum otokorelasyon (ardışık korelasyon) sorunu olarak isimlendirilmektedir. Panel veri analizinde sabit etkiler modelindeki diğer varsayımlardan birisi de her bir keste ait hata terimlerinin birbiriyle ilişkisiz olması gerektiridir (Hsiao, 2003). Ardışık korelasyon sorununun varlığı modellerde, standart hataların sapmalı olmasına, tahmin sonuçlarında tutarlılıkların azalmasına ve parametrelerde etkinlik kaybına neden olmaktadır. Bu nedenle ardışık korelasyonun varlığı panel veri modellerinde test edilmesi gerekmektedir (Nargeleçekenler, 2011).

Tablo 25. Ardışık Bağımlılık (Otokorelasyon) Testi Sonuçları

	F- Değeri	p- Değeri
Wooldridge Otokorelasyon Testi	34.521	0.0000
H_0 : Modelde Birinci Derece Otokorelasyon yoktur.		

Tablo 25'te sunulmuş olan Wooldridge otokorelasyon testi sonuçları, modelde standart hatalar arasında korelasyon olmadığını savunan "otokorelasyon yoktur" sıfır hipotezin reddedilerek hata terimleri arasında otokorelasyon (ardışık bağımlılık) olduğunu göstermektedir.

Panel veri analizinde regresyon modelleri tahminlenirken yatay kesit birimlerinin hata terimleri arasında korelasyonun olması tahmin sonuçlarının etkin olmamasına sebep olmaktadır. Bu açıdan modelde yatay kesit bağımlılığının test edilmesine ihtiyaç vardır. Modelde yatay kesit bağımlılığı Pesaran (2004), Friedman (1937) ve Frees (1995) yatay kesit bağımlılık testleriyle sınanmıştır (Sağdıç, 2019).

Tablo 26. Yatay Kesit Bağımlılığı (Eş anlı Korelasyon) Testi Sonuçları

	İstatistik	Olasılık
Pesaran CD Testi H_0 : Birimler arası korelasyon yoktur	5.648	0.0000
Frees R Testi H_0 : Birimler arası korelasyon yoktur	3.642	alpha = 0.10: 0.2136 alpha = 0.05: 0.2838 alpha = 0.01: 0.4252
Friedman Q Testi H_0 : Birimler arası korelasyon yoktur	30.599	0.0000

Tablo 26’da sunulmuş olan yatay kesit bağımlılığı (Eş anlı Korelasyon) testi sonuçlarında; Pesaran testi sonucunda sıfır hipotez reddedilerek modelde ülkeler arasında yatay kesit bağımlılığı olduğu sonucuna ulaşılmıştır. Yatay kesit bağımlılığı testlerinden Friedman Q testi sonucu olasılık değerine göre yatay kesitler arasında modelde yatay kesit bağımlılığının varlığı belirlenmiştir. Frees R testi sonuçlarına göre ise H_0 hipotezi reddedilmiş ve modeldeki ülkeler arasında eşanlı korelasyon olduğunu sonucuna ulaşılmıştır.

Model yatay kesit bağımlılığı, değişen varyans ve otokorelasyon problemlerinin üçünü de içerdiğinden bu sorunlara karşı dirençli olan ve bu sorunların modelden arındırılarak tahminlemelerin yapılmasını sağlayan, daha etkin ve tutarlı sonuçlar sunan Beck ve Katz (1995) tarafından geliştirilen panele göre standart hataları düzeltebilen PCSE (Panel-Corrected Standart Errors) tahminleme yapılacaktır. PCSE (Panel-Corrected Standart Errors) tahmin metodu panel veri analizinde yatay kesit bağımlılık, değişen varyans ve otokorelasyon problemlerini gidererek standart hataları düzelmesini sağlamaktadır (Nargeleçekenler, 2011). Tablo 27’de panel sabit etkiler modeli (FE), ve PCSE (Panel-Corrected Standart Errors) yaklaşımına göre model tahmin edilmiş ve sonuçlar özet olarak sunulmuştur. Ancak sonuçların değerlendirilmesinde sabit etkiler modeli sonuçları yerine PCSE yaklaşımı model tahmin sonuçları dikkate alınacaktır.

Tablo 27. Kamu Borcunu Belirleyen Faktörlerin Analiz Bulguları Sonuçları

Bağımlı Değişken: BRC		
Değişkenler	FE (Panel Sabit Etkili Model)	PCSE (Panel-Corrected Standart Errors)
BDG	-0.9211579 (-4.81)***	-0.9220574 (-4.97)***
ENF	0.505747 (0.18)	-0.4898891 (-1.90)*
BYM	-0.2841098 (-1.74)*	-0.2282577 (-1.76)*
ISZ	1.525144 (6.37)***	1.450515 (4.68)***
FAIZ	-2.303472 (7.51)***	-1.069782 (-3.17)***
CID	0.4396311 (2.30)**	-0.290781 (-1.74)*
YLSZ	0.0479247 (0.32)	0.0490292 (0.56)
SSRM	-3.6748 (-4.74)***	-0.82786 (-7.67)***
C	8.19398 (6.48)***	6.45851 (9.83)***
R ²	0.3155	0.7307
Düzeltilmiş R ²	0.2957	----
F-istatistiği (Olasılık)	123.10 (0.000)***	----
Wald Chi2 (Olasılık)	----	156.20 (0.000)***
Gözlem	336	336
Not: Parantez dışı değerler katsayıyı, parantez içi değerler ise t-istatistik değerlerini göstermektedir. ***, **, * sırasıyla %1, %5 ve %10 anlamlılık düzeyini ifade etmektedir.		

Tablo 27 ekonomik büyüme oranı (EB), enflasyon oranı (ENF), sabit sermaye oluşumu (SSRM), cari işlemler dengesi (CID), yolsuzluk (YLSZ), bütçe dengesi (BD), işsizlik oranı (ISZ) ve faiz oranı (FAIZ) ile kamu borç miktarı (BRC) arasında anlamlı ilişki olduğu şeklinde oluşturulan hipotezler temelinde kurulmuş olan ana modelin analiz bulgularını göstermektedir. Tablodaki ilk sütun en küçük kareler yönteminin temel varsayımlarını dikkate almayan temel sabit etkiler (FE) modeline ilişkin sonuçları göstermektedir.

Sabit etkiler modeli analiz sonuçlarında ekonomik büyüme oranı (EB) negatif (-), sabit sermaye oluşumu (SSRM) negatif (-), cari işlemler dengesi (CİD) pozitif (+), bütçe dengesi (BD) negatif (-), işsizlik oranı (ISZ) pozitif (+) ve faiz oranının (FAIZ) negatif (-) yönde kamu borç miktarı (BRC) üzerinde etkisinin istatistiksel olarak anlamlı olduğunu göstermektedir. Enflasyon oranı (ENF) ve yolsuzluk (YLSZ) değişkenlerinin kamu borç miktarı (BRC) üzerindeki etkisi ise istatistiksel olarak anlamlı düzeyde değildir.

Modelde değişen varyans, otokorelasyon ve yatay kesit bağımlılığı sorunu tespit edildiğinden tahminleme bu üç sorunu dikkate alarak oluşturulmuş olan PCSE yaklaşımı ile yapılmış ve PCSE tahmin sonuçları da Tablo 27'de sunulmuştur. Değişen varyans, otokorelasyon ve yatay kesit bağımlılığı sorunlarının giderilmesini sağladığından dolayı regresyon analizine ilişkin sonuçların değerlendirilmesinde sabit etkiler modeli sonuçları yerine PCSE yaklaşımı model tahmin sonuçları dikkate alınacaktır. PCSE modelde R^2 değerinin 0.7307 olarak gerçekleşmesi regresyon modelinde bağımsız değişkenlerin bağımlı değişkendeki değişimleri %73 düzeyinde açıklayabildiğini göstermektedir. PCSE tahmin sonuçlarında bütçe dengesi (BD) negatif (-), enflasyon oranı (ENF) negatif (-), ekonomik büyüme oranı (EB) negatif (-), işsizlik oranı (ISZ) pozitif (+), faiz oranının (FAIZ) negatif (-), cari işlemler dengesi (CİD) negatif (-) ve sabit sermaye oluşumunun (SSRM) negatif (-) yönde kamu borç miktarı (BRC) üzerinde etkisinin istatistiksel olarak anlamlı olduğunu göstermektedir. Yolsuzluk (YLSZ) değişkeninin kamu borç miktarı (BRC) üzerindeki etkisi ise pozitif yönde ancak istatistiksel olarak anlamlı düzeyde değildir. Araştırma sonuçları bütçe dengesindeki açık yönlü bozulmanın, enflasyon oranındaki düşüşün, ekonomik büyümedeki azalışın, işsizlik oranındaki artışın, faiz oranındaki düşüşlerin, cari işlemler dengesindeki açık yönlü değişimlerin ve sabit sermaye oluşumundaki azalışın kamu borç büyüklüğü üzerinde artış yönünde baskıya sebep olduğunu yani kamu borç büyüklüğü üzerinde artırıcı etkide bulunduğunu göstermiştir.

Bağımsız değişkenler ile bağımlı değişken arasındaki nedensellik ilişkisi araştırma kapsamındaki ülkeler arasında yatay kesit bağımlılığını ve hem de heterojenliği dikkate alan Dumitrescu & Hurlin (2012) nedensellik testi ile analiz edilmiş ve Granger Pairwise Dumitrescu & Hurlin panel nedensellik testi sonuçları aşağıda Tablo 28'de sunulmuştur.

Tablo 28. Pairwise Dumitrescu Hurlin Panel Nedensellik Testi Sonuçları

Nedensellik Yönü	Gecikme	W-Stat.	Zbar-Stat.	P- Değeri
BDG \rightarrow BRC	1	3.15391	3.86202	0.0001***
BRC \rightarrow BDG	1	3.06531	3.67408	0.0002***
BYM \rightarrow BRC	1	2.98667	3.50726	0.0005***
BRC \rightarrow BYM	1	5.35930	8.54037	0.0000***
CID \rightarrow BRC	1	2.89367	3.30998	0.0009***
BRC \rightarrow CID	1	5.64422	9.14476	0.0000***
ENF \rightarrow BRC	1	3.16993	3.89601	0.0001***
BRC \rightarrow ENF	1	3.07964	3.70448	0.0002***
FAIZ \rightarrow BRC	1	2.96091	3.45260	0.0006***
BRC \rightarrow FAIZ	1	2.77506	3.05836	0.0022***
ISZ \rightarrow BRC	1	2.53037	2.53930	0.0111**
BRC \rightarrow ISZ	1	2.25608	1.95744	0.0503*
SSRM \rightarrow BRC	1	2.15517	1.74337	0.0813*
BRC \rightarrow SSRM	1	1.53216	0.42178	0.6732
YLSZ \rightarrow BRC	1	1.45185	0.25142	0.8015
BRC \rightarrow YLSZ	1	1.35859	0.05358	0.9573

Not: ***, **, * sırasıyla %1, %5 ve %10 anlamlılık düzeyini ifade etmektedir.
 ***, **, * sırasıyla %1, %5 ve %10 anlamlılık düzeyini ifade etmektedir.

Tablo 28'de AB ülkeleri ve Türkiye ekonomisi için 2010-2021 dönemine ilişkin ekonomik büyüme oranı (EB), enflasyon oranı (ENF), sabit sermaye oluşumu (SSRM), cari işlemler dengesi (CID), yolsuzluk (YLSZ), bütçe dengesi (BD), işsizlik oranı (ISZ) ve faiz oranı (FAIZ) ile kamu borç miktarı (BRC) değişkenleri arasındaki nedensellik analizi test sonuçları verilmiştir. Granger Pairwise Dumitrescu Hurlin panel nedensellik testi sonuçlarına göre, kamu borç miktarı (BRC) ile ekonomik büyüme oranı (EB), enflasyon oranı (ENF), cari işlemler dengesi (CID), bütçe dengesi (BD), işsizlik oranı (ISZ) ve faiz oranı (FAIZ) arasında çift yönlü yönlü; sabit sermaye oluşumu (SSRM) ile kamu borç miktarı (BRC) arasında tek yönlü (SSRM \rightarrow BRC) nedensellik ilişkisi bulunmuştur. Yolsuzluk (YLSZ) değişkeni ile kamu borç miktarı (BRC) arasında ise herhangi bir nedensellik ilişkisi tespit edilmemiştir. Nedensellik analizi sonuçları panel regresyon analizi PCSE yaklaşımı model tahmin sonuçları ile uyumlu ve bu sonuçları destekleyici niteliktedir.

Araştırmanın ampirik sonuçlarında ekonomik büyüme değişkeni ile kamu borcu arasında negatif yönde bir ilişkinin varlığı belirlenmiştir. Literatürde ekonomik büyümedeki durgunluğun yüksek kamu borcundan kaynaklandığını doğrulayan ampirik çalışmalar bulunmaktadır. Bu sonuç, kamu borcunun yüksek sermaye maliyeti yoluyla özel yatırımları dışlayarak (crowding out) ekonomik büyümeyi dışlama etkisine bağlı olarak olumsuz yönde etkilediği görüşünü desteklemektedir. Bu durum artan kamu borcunun özel sektör yatırımlarını caydırarak GSYİH büyüme oranlarını düşürmesi ile sonuçlanmaktadır. Barro (1990), kamu borcundaki bir artışın gelecek nesiller için tasarlanan ulusal tasarrufların bir kısmını kullanacağından tasarruflarda ortaya çıkan azalmanın yatırım teşviklerini azaltarak faiz oranını yükselteceğini ve bunun ekonomik büyümeyi aşağı çekeceği görüşünü belirtmiştir. Literatürdeki Kumar ve Woo, (2010), Huang vd. (2018), Saungweme ve Odhiambo, (2020), Kobayashi, (2015), Kobayashi ve Shirai, (2017), de Soyres vd., (2022) ve Kaur ve Mukherjee, (2012) çalışmaları bu görüşü destekler niteliktedir ve araştırma sonuçları ile uyumluluk göstermektedir. Ayrıca çalışmada nedensellik testi sonuçları kamu borcu ile ekonomik büyüme arasındaki nedenselliğin yönünün çift yönlü olduğunu ifade eden geri bildirim hipotezi olarak da adlandırılan (Hilton, 2021) ve literatürde Al-Quadah (2016), Butts vd., (2012), Jalles (2011), Ncanywa & Masoga (2018), Donayre ve Taivan (2017), Abbas ve Christensen (2007) ve Owusu-Nantwi ve Erickson (2016) çalışmalarının sonuçları ile de uyumluluk göstermektedir.

Araştırmada panel regresyon analizi PCSE yaklaşımı model tahmin sonuçlarında enflasyon oranı ile kamu borç miktarı arasındaki ilişki negatif yönde belirlenmiştir. Bu sonuç, literatürde Di Bartolomeo ve ark. (2018) tarafından öne sürülen borcun yönetilmesi veya azaltılmasında enflasyonun rolünün nasıl kullanılabileceği konusunda politika analistleri için enflasyonist koşulların bir temel oluşturabileceği, Akitoby ve ark. (2017), daha yüksek bir enflasyon oranının bir ülkenin borç/GSYİH oranının azaltılmasına katkıda bulunabileceğini ve enflasyon oynaklığının uzun vadede ülkeler için borç-GSYİH dengesini bulmada yardımcı olabileceği görüşlerini destekleyici niteliktedir. Akitoby ve ark. (2017) enflasyonun borçta görülen vade yapısına ve oluşan borcun cinsine bağlı olarak borcun gerçek değerini azaltabileceğini ve faiz oranlarının enflasyondan büyük ölçüde etkilendiği göz önüne alındığında, bu durumun sabit faiz oranlarını ve yerel para birimi cinsinden kamu borçlarını olumlu etkileyebileceğini belirtmişlerdir. Ayrıca araştırmanın hem regresyon analizi hem de nedensellik testi sonuçları literatürdeki Manalo ve ark. (2022), Sağdıç ve Yıldız (2020), Akduğan (2017), Erdem (2014), Swamy (2015), Köstekçi ve Yıldız (2021), Sinha

vd. (2011) ve Ekinci ve Eser (2023) çalışmalarında ulaşılan sonuçlara benzer niteliktedir.

Araştırmada panel regresyon analizi PCSE yaklaşımı model tahmin sonuçlarında sabit sermaye oluşumu ile kamu borç miktarı arasındaki ilişkinin negatif yönde olduğu belirlenmiştir. Bu sonuç, literatürde Swamy (2015), Waheed (2017), Filip (2019) ve Omrane Belguith ve Omrane (2017) çalışmalarında sabit sermaye oluşumunun kamu borcunu olumsuz etkilediğini tespit ettikleri çalışmaları ile benzerlik göstermektedir. Faiz oranı ve kamu borç miktarı arasındaki ilişki ise panel regresyon analizi PCSE yaklaşımı model tahmin sonuçlarında negatif yönde tespit edilmiş ve her iki değişken arasında çift yönlü nedenselliğin olduğu belirlenmiştir. Bu sonuç literatürdeki yurtiçi faiz oranlarının kamu iç borç stoku üzerindeki etkisinin negatif yönlü olduğu sonucuna ulaşmış olan Altıok ve Sürekli Yamaçlı (2021) çalışmasının sonuçları ile uyumludur. Araştırmada panel regresyon analizi PCSE yaklaşımı model tahmin sonuçlarında yolsuzluk değişkeni ile kamu borç miktarı arasındaki ilişkinin pozitif yönde ancak istatistiksel olarak anlamlı olmadığı tespit edilmiştir. Genel yaklaşım olarak yolsuzlukların kamu gelirlerini azaltması, kamu harcamaları üzerinde arttırıcı etkiler oluşturması, ekonomik büyümeyi olumsuz etkileyerek kayıt dışı ekonomiyi artırması ve bunun sonucunda bütçe dengesinde bozulmaya neden olup kamu borç yükünü artırması beklenir. Ancak bu araştırmada literatürdeki yaygın sonuçların aksine her iki değişken arasında regresyon analizinde ve nedensellik testi sonuçlarında anlamlı bir ilişkinin varlığı tespit edilmemiştir. Bu durum araştırma kapsamındaki ülkelerin gelişmişlik seviyeleri, kurumsal kapasiteleri, sosyal, siyasal ve kültürel dinamiklerinden kaynaklanabilir.

Araştırmada panel regresyon analizi PCSE yaklaşımı model tahmin sonuçlarında cari işlemler dengesi ile kamu borç miktarı arasındaki ilişkinin negatif yönde olduğu belirlenmiştir. Bu sonuç, literatürde Ansah (2017)'nin dış ticaret açığı arttıkça, hükümetin ticaret sektöründeki açıkları finanse etmeye yetecek borçlanma kaynaklarına başvurmadan başka seçeneğinin kalmayacağı yönündeki değerlendirmesini destekleyici niteliktedir. Ayrıca araştırmanın hem regresyon analizi hem de nedensellik testi sonuçları literatürdeki Mehta ve Kayumi (2014), Karagöz (2007), Jawaid ve Raza (2013), Sağdıç ve Yıldız (2020), Waheed (2017), Sinha vd. (2011) ve Altıok ve Sürekli Yamaçlı (2021) çalışmalarının sonuçları ile uyumluluk göstermektedir. Araştırmada panel regresyon analizi PCSE yaklaşımı model tahmin sonuçlarında işsizlik oranı ile kamu borç miktarı arasındaki ilişkinin pozitif yönde olduğu belirlenmiştir. İşsizlik oranlarının yüksek olduğu dönemlerde kamu harcama artışları ve açık bütçe politikaları sonucunda kamu borcunda meydana gelecek artışın ekonomik büyümeyi arttırarak

işsizlik oranlarını azaltıcı etkide bulunması beklenmektedir. Araştırmanın hem regresyon analizi hem de nedensellik testi sonuçları literatürde yüksek işsizlik oranlarının kamu harcamaları ve kamu gelir yapısını olumsuz etkileyerek kamu borçlarında artışa neden olduğu görüşünü destekleyen sonuçlara ulaşılmış olan Briceño ve Perote (2020), Kurečić ve Kokotović (2016), Battaglini ve Coates (2011), Köstekçi ve Yıldız (2021), Veiga ve Veiga (2014) ve Yıldız (2022) çalışmalarının sonuçları ile benzer niteliktedir.

Sonuç

Kamu borcundaki sürekli artışın taşma noktasına ulaşabileceği bir dönemde kamu kesimi borçlarının ekonomi üzerinde olumsuz bir etkiler meydana getirmesi muhtemeldir. Bu çalışmanın amacı, kamu borcunu belirleyen ekonomik, mali ve sosyal faktörleri (ekonomik büyüme, enflasyon oranı, sabit sermaye yatırımları, cari işlemler dengesi, bütçe açığı, işsizlik oranı, faiz oranı ve yolsuzluk) Türkiye ve Avrupa Birliğine (AB) üye 27 ülke için ampirik olarak ortaya çıkarmaktır. Araştırma sonuçlarının kamu borcunun temel belirleyicilerinin kamu borç birikimini nasıl etkilediğini tespit etmek ve kamu borcunun kademeli olarak azaltılması umuduyla hangi değişkenlerin politika yapıcı kurumlara önerilmesinin mümkün olabileceğine ilişkin seçenekler sunmaktır. Araştırma sonuçlarının ülke ekonomilerinde ekonomik, mali ve sosyal faktörlerin kamu borç seviyelerini ne yönde etkileyebileceği konusunda politika yapıcılar ve ekonomi/maliye politikası uygulayıcılarına yol gösterici yönde katkı sunması beklenmektedir. Ayrıca, araştırma sonuçları kamu kesimi borçluluk seviyesini hangi faktörlerin belirlediğini tespit ederek ilgili literatüre katkı sağlayacak ve her bir belirleyici faktörün kamu borcu üzerindeki muhtemel etkilerinin belirlenmesine ilişkin analizlerin yapılmasına yardımcı olacaktır.

Bu beklentiler doğrultusunda yapılan bu çalışmada Türkiye ve Avrupa Birliğine (AB) üye 27 ülke için 2010-2021 dönemi kamu borcunu belirleyen ekonomik, mali ve sosyal faktörler (ekonomik büyüme, enflasyon oranı, sabit sermaye yatırımları, cari işlemler dengesi, bütçe açığı, işsizlik oranı, faiz oranı ve yolsuzluk) arasındaki ilişkinin yönü ve derecesini belirlemek amacıyla panel veri analizi yönteminden yararlanılmıştır. Panel veri analizinde regresyon analizinde model yatay kesit bağımlılığı, değişen varyans ve otokorelasyon problemlerinin sorunlarına karşı dirençli olan ve bu sorunları arındırarak tahminlemelerin yapılmasını sağlayan daha etkin ve tutarlı sonuçlar sunan panele göre standart hataları düzeltebilen PCSE (Panel-Corrected Standart Errors) tahminleme yapılmıştır. Ayrıca değişkenler arasında nedensellik ilişkisinin belirlenmesi amacıyla Granger Pairwise Dumitrescu Hurlin panel nedensellik testi yöntemi kullanılmıştır.

Panel regresyon analizi PCSE tahmin sonuçlarında kamu borç miktarı üzerinde bütçe dengesi, enflasyon oranı, ekonomik büyüme oranı, faiz oranı, cari işlemler dengesi ve sabit sermaye oluşumunun negatif yönde ve istatistiksel olarak anlamlı; işsizlik oranının ise pozitif yönde ve istatistiksel olarak anlamlı etkisi olduğu tespit edilmiştir. Yolsuzluk değişkeninin ise kamu borç miktarı üzerindeki etkisi pozitif yöndedir, ancak istatistiksel olarak anlamlı değildir. Araştırma sonuçlarına göre bütçe açıklarındaki artış, enflasyon azalışı, ekonomik büyümedeki düşüş, işsizlik oranındaki artışın, faiz oranındaki düşüş, cari işlemler açığı ve sabit sermaye oluşumundaki azalış kamu borç büyüklüğünü artırıcı yönde etkide bulunmaktadır. Ayrıca Granger Pairwise Dumitrescu Hurlin panel nedensellik testi sonuçlarına göre, kamu borç miktarı ile ekonomik büyüme oranı, enflasyon oranı, cari işlemler dengesi, bütçe dengesi, işsizlik oranı ve faiz oranı arasında çift yönlü nedensellik ilişkisi; sabit sermaye oluşumu ile kamu borç miktarı arasında tek yönlü (SSRM \rightarrow BRC) nedensellik ilişkisi; yolsuzluk değişkeni ile kamu borç miktarı arasında ise nedensellik ilişkisi tespit edilmemiştir.

Araştırma sonucunda ulaşılan bulgulardan hareketle Türkiye ve AB üyesi ülkelerde kamu borç büyüklüğünün (kamu borç stoku) azaltılmasına yönelik ekonomik büyüme yönelimli işsizliği azaltıcı politikalar, bütçe denkliliğinin sağlanmasına yönelik mali politikalar sonucunda mali disiplin yönelimli politikalar, dış ticaret politikalarının olumsuz etkilerini azaltmaya yönelik cari işlemler dengesi hedeflenerek cari açık sorununun giderilmesine yönelik politikalar izlenmesi gerekliliği önerilebilir. Ülke ekonomilerinde bütçe açığı ve cari açığı azaltıcı politikalar uygulayarak kamu borçlarının azaltılması kamusal kaynakların daha verimli alanlarda kullanımı ile ekonomik büyümenin desteklenmesi yatırım ve istihdam alanlarının gelişmesini destekleyecek ve işsizliğin azalmasına katkı sunacaktır. Ayrıca politika yapıcılarının ekonomik istikrarın sağlanması hedefi doğrultusunda faiz oranı ve enflasyonla mücadeleye ilişkin politikalarda borçlanma politikaları ile para politikası ve maliye politikası uygulamalarını uyumlaştırmaları önem ifade etmektedir. Kamu borç stokunun azalması borç servisinin de (borç anapara ve faiz ödemeleri) azalmasını sağlayacağından uzun dönemde bu durumun bütçe dengesi, cari denge, ekonomik büyüme ve gelir dağılımı üzerinde de olumlu katkıda bulunması beklenir.

Kaynaklar

- Abbas, S. M. Ali ve Jakob E. Christensen (2007). The Role of Domestic Debt Markets in Economic Growth: An Empirical Investigation for Low-income Countries and Emerging Markets, IMF Working Papers IMF, 07/127, International Monetary Fund, Washington, DC.
- Açba, Sait (1991). Devlet Borçlanması, Afyon.
- Akdoğan, Abdurrahman (2003). Kamu Maliyesi, 9.Baskı, Gazi Kitabevi, Ankara.
- Akdoğan, Umut (2017). Türkiye’de Dış Borç Stokunun Belirleyicileri. Business and Economics Research Journal, 8(2): 183-202.
- Akiş, Elife, Semanur S. Kaya ve Ünal Çağlar (2011). Türkiye’de 2000 Sonrası Uygulanan Maliye Politikaları, 2000 Sonrası Türkiye İktisadının Değişimi, (Editörler: Y. Alpaydın ve H. Tunalı), İTO Yayınları, Yayın No: 2011-31, İstanbul.
- Akitoby, B., Binder, A. ve Komatsuzaki, T. (2017). Inflation and Public Debt Reversals in the G7 Countries. Journal of Banking and Financial Economics, 1(7): 28-50.
- Aksu, Hayati ve Selim Başar (2005). Yolsuzlukların Bütçe Açıkları Üzerindeki Etkisi, Marmara Üniversitesi İ.İ.B.F Dergisi, 20(1): 285-296.
- Aktan, Coşkun Can (1997). Ekonomik Anayasa, TİSK İnceleme Yayınları, Yayın No: 19.
- Alpay, Yalın ve Alkin, Emre (2020). Olaylarla Türkiye Ekonomisi: Yirminci Yüzyıl Türkiye Ekonomi Tarihi, Hümanist Yayınevi, İstanbul.
- Al-Qudah, Ali Mustafa (2016). Domestic Debt, External Debt and Economic Growth of Jordan. International Journal of Resarch in Commerce & Management, 7:11-16.
- Al-Qudah, Ali Mustafa (2019). Macroeconomic Factors and Public Debt: Empirical Evidence from Jordan, 10(5): 43-51. doi:10.30845/ijbss.v10n5p5.

- Altıok, Şeyma Buket ve Dilek Sürekçi Yamaçlı (2021). Türkiye’de Kamu Borçlanması: 2002-2019 Dönemi İçin Dinamik Bir Analiz, *Erciyes Akademi*, 35(3): 1269-1285, DOI:10.48070/erciyesakademi.964039
- Altunöz, Utku (2013). Kamu Kesimi İç Borçlanmasının Özel Yatırım Harcamaları Üzerindeki Etkisi: Türkiye Örneği, *Uludağ Üniversitesi İktisadi ve İdari Bilimler Fakültesi Dergisi*, 32(2): 25-53.
- Ansah, J. P. (2017). Causal Analyses of Public Debt and Structural Adjustment. *International Journal of System Dynamics Applications (IJSDA)*, 6(1): 21-37.
- Aydın, Ayşe Berfu (2005). Piyasa Yapıcılığı Sistemi, Seçilmiş Ülke Örnekleri ve Türkiye Uygulaması, TCMB Uzmanlık Yeterlilik Tezi, Ankara.
- Aydın, M. Faruk (2002). Türkiye’de Kamu Kesimi İç Borçlanmasının Bankacılık Sektörü Bilançolarına ve Risklerine Olan Etkileri, TCMB Araştırma Genel Müdürlüğü Çalışma Tebliği No: 13, Kasım 2002, Ankara, <http://www.tcmb.gov.tr/research/work/wp7.pdf> (Erişim: 02.07.2013).
- Bal, Oğuz (2017). Kalkınmakta Olan Ülkelerin Dış Borç, Cari Açık Sorunu: Türkiye Örneği, *Uluslararası Hakemli Ekonomi Yönetimi Araştırmaları Dergisi*, 14: 1-22.
- Balibek, Emre ve Volkan Taşkın (2012). Kamu Borç Yönetimi Açısından Sistemik Risk, Hazine İşlemleri ve Çağdaş Hazine Yönetimi (Editörler: M.C. Cangöz ve E. Balibek), Seçkin Yayınları, Ankara.
- Balibek, Emre, H. Alper Memiş ve Talha Yurtsever (2012). Piyasa Risk Yönetimi: Stratejik Ölçütler, Hazine İşlemleri ve Çağdaş Hazine Yönetimi (Editörler: M.C. Cangöz ve E. Balibek), Seçkin Yayınları, Ankara.
- Baltagi, Badi H. (2005). *Econometric Analysis of Panel Data*. Chichester, John Wiley & Sons Ltd., England.
- Barro, R. J. (1990). Government Spending in a Simple Model of Endogenous Growth. *Journal of political economy*, 98(5): 103-125.
- Bassetto, Marco (2008). Fiscal Theory of the Price Level, Federal Reserve Bank of Chicago, University of Minnesota and NBER, <https://users.nber.org/~bassetto/research/palgrave/fttheorypost.pdf>, (Erişim Tarihi: 16.02.2023).
- Battaglini, Marco ve Stephen Coate (2011). Fiscal Policy and Unemployment, NBER Working Papers No.17562, National Bureau of Economics Research https://www.nber.org/system/files/working_papers/w17562/w17562.pdf, (Erişim: 26.03.2023).
- Benfratello, Luigi, Alfredo Del Monte ve Luca Pennacchio (2018). Corruption and public debt: a cross-country analysis, *Applied Economics Letters*, 25(5): 340-344, DOI: 10.1080/13504851.2017.1321831.
- Bildirici, Melike, Özgür Ömer Ersin ve Elçin Aykaç Alp (2008). An Empirical Analysis of Debt Policies, External Dependence, Inflation and Crisis in The

- Otoman Empire and Turkey: 1830-2005 Period. *Applied Econometrics and International Development*, 8(2), 79-103.
- Bilge, Semih (2012). Devlet Borçlarının Sınıflandırılması, Devlet Borçları (Editörler: F. Tekin ve Ş. Tosunoğlu), Anadolu Üniversitesi AÖF Yayınları, Yayın No: 1541, Eskişehir.
- Bittencourt, M. (2013). Determinants of Government and External Debt: Evidence from the Young Democracies of South America. ERSA Working Paper No. 341, Economic Research Southern Africa.
- Briceño, Hernán Ricardo ve Javier Perote (2020). Determinants of the Public Debt in the Eurozone and Its Sustainability Amid the Covid-19 Pandemic, *Sustainability* 2020, 12(6456): 1-29, doi:10.3390/su12166456.
- Butts, H.C., Mitchell, I., Berkoh, A. (2012). Economic Growth Dynamics and Short-Term External Debt in Thailand. *Journal of Developing Areas*, (46)1: 91-11.
- Cangöz, M.Coşkun ve Emre Balıbek (2012). Kamu Borç Yönetiminin Genel Çerçevesi: Yeni Eğilimler ve Türkiye Yansımaları, Hazine İşlemleri ve Çağdaş Hazine Yönetimi (Editörler: M.C. Cangöz ve E. Balıbek), Seçkin Yayınları, Ankara.
- Chiminya, A., Dunne, J. P. ve Nikolaidou, E. (2018). The Determinants of External Debt in Sub-Saharan Africa, School of Economics Macroeconomic Discussion Paper Series, No.2018-02.
- Coccia, Mario (2013). Innovation, Employment and Public Debt Across European Countries, *African Journal of Business Management* Vol. 7(5): 318-330, <http://www.academicjournals.org/AJBM>, DOI: 10.5897/AJBM12.627.
- Colombo, E. ve Longoni, E. (2009). The Politics of External Debt in Developing Countries. Department of Economics, University of Milan Working Paper Series No. 176: 1-22.
- Cooray, Arusha, Ratbek Dzhumashev ve Friedrich Schneider (2017). How Does Corruption Affect Public Debt? An Empirical Analysis. *World Development*, 90: 115-127, <https://doi.org/10.1016/j.worlddev.2016.08.020>.
- Creel J., Hubert P., Saraceno F. (2010). An Empirical Analysis of the Link Between Public and Private Investment in Four OECD Countries, 17th Banca d' Italia Workshop, Perugia. https://www.bancaditalia.it/publicazioni/altri-atti-convegna/2015-beyond-austerity/Creel_Hubert_Saraceno.pdf, (Erişim Tarihi: 28.03.2023).
- Çalcalı, Önder (2013). Kamu Maliyesi Perspektifinden Adam Smith, *International Journal of Economic and Administrative Studies*, 6(11): 89-107.

- Çeştepe, Hamza, Uğur Ursavaş, ve Erdem Güdenoğlu (2014). Türkiye’de Cari Açık ve Dış Borç Arasındaki Nedensellik İlişkisinin Analizi, 1. Karadeniz ve Balkan Ekonomik ve Politik Araştırmalar Sempozyumu, Bildiriler Kitabı, Ankara: Buluş Matbaacılık, 100-109, https://www.researchgate.net/publication/320254259_Turkiye'de_Cari_Acik_ve_Dis_Borc_Arasindaki_Nedensellik_Iliskisinin_Analizi, (Erişim Tarihi: 18.02.2023).
- Çoban, Orhan, Nihat Doğanalp ve Doğan Uysal (2008). Türkiye’de Kamu İç Borçlanmasının Makroekonomik Etkileri, Selçuk Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü Dergisi, 20: 245-255.
- de Mendonça, Helder Ferreira ve Ytallo Brito (2021). The Link Between Public Debt and Investment: An Empirical Assessment from Emerging Markets, *Applied Economics*, 53(50): 5864-5876, DOI: 10.1080/00036846.2021.1931008.
- de Soyres, Constance, Reina Kawai ve Mengxue Wang (2022). Public Debt and Real GDP: Revisiting the Impact. IMF Working Paper No. 2022/076.
- Dedeoğlu, Emin (1995). Devlet Borç Yönetimi, *İktisat-İşletme ve Finans Dergisi*, 111: 25-30.
- Demir, Murat ve Erşan Sever (2009). Kamu Açıkları ve Borçlanma İlişkisi: Türkiye, Azerbaycan, Kazakistan ve Kırgızistan Üzerine Bir İnceleme, *SosyoEkonomi Dergisi*, 4: 7-26.
- Di Bartolomeo, G., Tirelli, P. Ve Acocella, N. (2018). The Comeback of Inflation as an Optimal Public Finance Tool. 38th issue (January 2015) of the *International Journal of Central Banking*.
- Dilekli, Selin ve Kadriye Yeşilkaya (2002). Maastricht Kriterleri, Devlet Planlama Teşkilatı Avrupa Birliği Genel Müdürlüğü Yayınları, https://sbb.gov.tr/wp-content/uploads/2018/11/Maastricht_Kriterleri.pdf, (Erişim Tarihi: 02.04.2023).
- Dimakou, O. (2015), Bureaucratic Corruption and the Dynamic Interaction between Monetary and Fiscal Policy, *European Journal of Political Economy*, 40: 57-78.
- Donayre, L. ve Taivan, A. (2017). Causality between public debt and real growth in the OECD: a country-by country analysis, *Economic Papers: A Journal of Applied Economics and Policy*, 36(2): 156-170.
- Easterly, William ve Klaus Schmidt-Hebbel (1993). Fiscal Deficits and Macroeconomic Performance in Developing Countries. *The World Bank Research Observer*, 8(2): 211-237.
- Edizdoğan, Nihat, Özhan Çetinkaya ve Erhan Gümüş (2019). Kamu Maliyesi, Ekin Kitabevi, Bursa.
- Egeli, Haluk (2002). Mali Açıkların Ölçümüne Yönelik Bazı Gözlemler ve Bu Konuda Geliştirilmiş Alternatif Açık Ölçüleri, *DEÜ Sosyal Bilimler Enstitüsü Dergisi*, 4(2): 29-41.

- Egeli, Haluk (2017). Devlet Borçları [Sunu], <http://kisi.deu.edu.tr/userweb/haluk.egeli/>, (Erişim Tarihi: 02.10.2017).
- Eğilmez, Mahfi (2012). Hazine, Remzi Kitabevi, İstanbul.
- Eğilmez, Mahfi (2014). Küresel Finans Krizi, Remzi Kitabevi, İstanbul
- Eğilmez, Mahfi (2016). Kamu Maliyesi, Remzi Kitabevi, İstanbul.
- Eğilmez, Mahfi (2018). Değişim Sürecinde Türkiye (Osmanlı'dan Cumhuriyet'e Bir Değerlendirme), Remzi Kitabevi, İstanbul.
- Eker, Aytaç (2007). Kamu Maliyesi, Birleşik Matbaacılık, İzmir.
- Eker, Aytaç ve Metin Meriç (2005). Devlet Borçları (Kamu Kredisi), Dördüncü Baskı, İzmir.
- Ekinci, İlknur ve Levent Yahya Eser (2023). İÇ Borçlanmanın Makroekonomik Etkileri: Türkiye Örneği. Uluslararası Ekonomi ve Yenilik Dergisi, 9(1): 1-18. DOI: 10.20979/ueyd.1175144.
- Emil, Ferhat (2003). 1950'lerden Günümüze Türkiye'de Kamu Borçlanmasına Yol Açan Nedenlerin Bazı Tarihsel Veriler Işığında İncelenmesi, XVII. Türkiye Maliye Sempozyumu, Marmara Üniversitesi Maliye Araştırma ve Uygulama Merkezi Yay. No: 16: 35-55.
- Erdem, Metin (2012). Devlet Borçları, Ekin Basım Yayın, Bursa.
- Erdem, Metin, Doğan Şenyüz ve İsmail Tatlıoğlu (2012). Kamu Maliyesi, Ekin Basım Yayın, Bursa.
- Erkan, Çisil, Erdinç Tutar, Filiz Tutar ve Mehmet Vahit Eren (2012). Türkiye'nin Dış Borçlarının Analizi, International Conference On Eurasian Economies 2012, <http://www.eecon.info/papers/483.pdf> (Erişim:10.12.2022).
- Eurostat (2023). <https://ec.europa.eu/eurostat>, (General government deficit/surplus [TEC00127], General government gross debt [SDG_17_40], General government gross fixed capital formation - [TEINA210], Harmonised index of consumer prices - [EI_CPHI_M_custom_4761476], Long-term interest rates / EMU convergence criterion series - [IRT_LT_MCBY_A_custom_4764833], Real GDP growth rate [TEC00115], Unemployment rate - [TIPSUN20]).
- Ewaida, H.Y.M. (2017). The Impact of Sovereign Debt on Growth: An Empirical Study on GIIPS Versus JUUSD Countries, European Research Studies Journal, 20(2A): 607-633.
- Falay, Nihat (1989). Maliye Tarihi, Filiz Kitabevi, İstanbul.
- Filip, B. F. (2019). Determinants of Public Debt. The Case of the European Union countries. Theoretical & Applied Economics, Special Issue, 61-70. https://store.ectap.ro/suplimente/International_Finance_and_Banking_Conference_FIBA_2019_XVII.pdf#page=61, (Erişim Tarihi: 04.07.2023).

- Folorunso, Benjamin Ayodele ve Olanipekun Emmanuel Falade (2013). Relationship between Fiscal Deficit and Public Debt in Nigeria: an Error Correction Approach, *Journal of Economics and Behavioral Studies*, AMH International, 5(6): 346-355.
- Forslund, K., Lima, L., Panizza, U. (2011). The determinants of the composition of public debt in developing and emerging market countries. *Review of Development Finance*, 1: 207-222.
- Ghura, D. (1998). Tax Revenue in Sub-Saharan Africa: Effects of Economic Policies and Corruption, International Monetary Fund, Working Paper No. 98/135.
- González-Fernández, Marcos ve Carmen González-Velasco (2014). Shadow Economy, Corruption and Public Debt in Spain. *Journal of Policy Modeling* 36(6): 1101–1117. doi: 10.1016/j.jpolmod.2014.10.001.
- Grechyna, Daryna (2012). Public Corruption and Public Debt: Some Empirical Evidence (March 1, 2012). <http://dx.doi.org/10.2139/ssrn.2052974>, (Erişim Tarihi: 01.03.2023).
- Gül, Ekrem ve Ahmet Ünlü (2006). Türkiye’de Bütçe Açıkları ile Borçlanmalar Arasındaki Nedensellik İlişkileri, *Eskişehir Osmangazi Üniversitesi Sosyal Bilimler Dergisi*, 7(2): 1-22.
- Güloğlu, Bülent ve M. Serdar İspir (2011). Doğal İşsizlik Oranı mı? İşsizlik Histerisi mi? Türkiye İçin Sektörel Panel Birim Kök Sınaması Analizi. *Ege Akademik Bakış*, 11(2): 205-215.
- Günaydın, İhsan ve Levent Yahya Eser (2009). Maliye Politikasında Yeni Trend: Mali Kurallar, *Maliye Dergisi*, 156: 51-65.
- Güran, Nevzat ve İsmail Aktürk (1992). Uluslararası İktisadi Kuruluşlar, İzmir.
- Güzel, A. (2021). Türk Bankacılık Sektöründe Uluslararası Fonlama Kaynağı Olarak Sendikasyon Kredileri: Yapısı, Süreci, Belirleyicileri, *Yönetim Bilimleri Dergisi*, Uluslararası Sosyal Bilimler Konferansı Özel Sayısı, 211-239. DOI: 10.35408/comuybd.973354.
- Henri, Njangang Ndieupa (2018). Impact of Corruption on Public Debt: Evidence from Sub-Saharan African Countries, *American Journal of Economics* 2018, 8(1): 14-17, DOI: 10.5923/j.economics.20180801.03.
- Hilton, Sam Kris (2021). Public Debt and Economic Growth: Contemporary Evidence from A Developing Economy, *Asian Journal of Economics and Banking*, 5(2): 173-193.
- Hotunluoğlu, Hakan ve Özçağ, Mustafa (2012). İnternet Kullanımının Vergi Gelirlerine Etkisi: OECD Üyesi Ülkeler İçin Ampirik Bir Analiz. *Maliye Dergisi*, 163: 354-366.
- Hsiao, Cheng (2003). *Analysis of Panel Data*. Cambridge, Cambridge University Press, United Kingdom.

- Huang, Y., Panizza, U. ve Varghese, R. (2018). Does public debt crowd out corporate investment? International evidence, (IHEID Working Papers 08-2018), Economics Section, The Graduate Institute of International Studies. <https://www.econstor.eu/bitstream/10419/201691/1/HEIDWP201808.pdf>, (Erişim Tarihi: 06.03.2023)
- International Monetary Fund IMF (2023). https://www.imf.org/external/datamapper/BCA_NGDPD@WEO/FRA/GBR/DEU, (Erişim Tarihi: 08.01.2023).
- Işık, A. Kadir, Ekrem Karayılmazlar, İbrahim Organ ve Hayriye Işık (2005). Devlet Borçları, Ekin Yayınevi, Bursa.
- İnce, Macit (2001). Devlet Borçları ve Türkiye, Gazi Kitabevi, Ankara.
- Jalles, J. T. (2011). The Impact of Democracy and Corruption on The Debt-Growth Relationship in Developing Countries, *Journal of Economic Development*, 36(4): 41-72.
- Jawaid, S. T. ve Ali Raza, S. (2013). Dynamics of Current Account Deficit: A Lesson from Pakistan, *Transition Studies Review*, 19(3): 357-366.
- Kadiroğlu, Ahmet (2023). Türkiye’de Dış Borcu Etkileyen Ekonomik Faktörler: ARDL Sınır Testi Yaklaşımı (1994-2020). Ömer Halisdemir Üniversitesi İktisadi ve İdari Bilimler Fakültesi Dergisi, 16(3): 786-799.
- Kamacı, A. (2018). Determinants of The External Debt: The Case of Turkey, (Ed.) E. Wirth, O. Şimşek ve Ş. Apaydın, *Economic & Management Issues in Retrospect & Prospect içinde* (s.145-156). London: IJOPEC Publication.
- Karagöl, Erdal Tanas (2010). Geçmişten Günümüze Türkiye’de Dış Borçlar, *Seta Analiz*, Ağustos 2010, Sayı: 26, <https://file.setav.org/Files/Pdf/gecmisten-gunumuz-turkiyede-dis-borclar.pdf>, (Erişim Tarihi: 18.12.2022).
- Karagöz, Kadir (2007). Türkiye’de Dış Borçlanmanın Nedenleri Ekonometrik Bir Değerlendirme, *Sayıştay Dergisi*, 66-67: 99-110.
- Karaş, Göksel (2022). Türkiye’de Kamu Dış Borç Yüküne Etki Eden Faktörlerin Belirlenmesi (1974-2020), *Gümrük Ticaret Dergisi*, 9(29): 42-57.
- Karataş, Muhammed ve Nursen Vatansever (2001). Uluslararası Ekonomik ve Mali Kuruluşlar, *Muğla Üniversitesi SBE Dergisi*, Bahar 2001, 3: 35-60.
- Kaufmann, D. (2010). Can Corruption Adversely Affect Public Finances in Industrialized Countries, <https://www.brookings.edu/opinions/can-corruption-adversely-affect-public-finances-in-industrialized-countries/>, (Erişim Tarihi: 18.03.2023).
- Kaur, B. ve Mukherjee, A. (2012). Threshold level of debt and public debt sustainability: The Indian experience. *Reserve Bank of India Occasional Papers*, 33(1&2): 1-37.

- Keynes, J. M. (1969). İstihdam, Faiz ve Para Genel Teorisi. Çev.: A. Baltacıgil, Fakülteler Matbaası, İstanbul.
- Kırcı Çevik, Nüket ve Mehmet Cural (2013). İç Borçlanma, Dış Borçlanma ve Ekonomik Büyüme Arasında Nedensellik İlişkisi: 1989-2012 Dönemi Türkiye Örneği, Maliye Dergisi, 165: 115-139.
- Kobayashi, K. (2015). Public debt overhang and economic growth, policy research institute, ministry of finance, Japan. Public Policy Review, 11(2): 247-276.
- Kobayashi, K. ve Shirai, D. (2017). Debt-ridden borrowers and economic slowdown, (CIGS Working Paper 17-002E), The Canon Institute for Global Studies.
- Koş, Fatoş (2012). Varlık ve Yükümlülük Yönetimi Yaklaşımı, Hazine İşlemleri ve Çağdaş Hazine Yönetimi (Editörler: M.C. Cangöz ve E. Balıbek), Seçkin Yayınları, Ankara.
- Koçak, Aysun (2009). Küresel Dönemde Türkiye'nin Borç Yapısındaki Dönüşüm, Maliye Dergisi, Temmuz-Aralık 2009, 157: 65-84.
- Koçbulut, Özgür ve Halil Altıntaş (2016). İkiz Açıklar ve Feldstein-Horioka Hipotezi: OECD Ülkeleri Üzerine Yatay Kesit Bağımlılığı Altında Yapısal Kırımlı Panel Eşbütünlüşme Analizi. Erciyes Üniversitesi İktisadi ve İdari Bilimler Fakültesi Dergisi, 48: 145-174.
- Koçkar, Erdoğan (1998). Kamu Kesimi Borçlanma Gereği ve Finansman Yöntemlerinin Ekonomiye Etkileri, (Yayınlanmamış Yüksek Lisans Tezi), Gazi Üniversitesi SBE, Ankara.
- Kolçak, Menşure (1998). Türkiye'de Kamu Açıkları ve İç Borç İlişkisi, Atatürk Üniversitesi İktisadi ve İdari Bilimler Fakültesi Dergisi, 12(1): 5-30.
- Kopits George ve Steven A. Symansky (1998), Fiscal Policy Rules, IMF Occasional Paper (162), Washington DC.
- Köstekçi, Ahmet ve Fazlı Yıldız (2019). Kamu Borç Yönetimi Türkiye ve OECD Ülke Uygulamaları. Ekin Yayınevi, Bursa.
- Köstekçi, Ahmet ve Fazlı Yıldız (2021). Kamu Borç Yönetiminde Etkinliğin Ülkelerin Makroekonomik Performansına Etkisi: OECD Ülkeleri Örneği. Manas Sosyal Araştırmalar Dergisi, 10(1): 445-462.
- Kumar, Manmohan S. ve Jaejoon Woo (2010). Public Debt and Growth. IMF Working Papers 10/174 International Monetary Fund.
- Kurečić, Petar ve Filip Kokotović (2016). Relevance of Public Debt-To-GDP Ratio Correlation With Significant Macroeconomic Indicators. Macedonian Journal of Political Science, E- Proceeding of Papers 3(7): 38-56.
- Kwon, G., McFarlane, L. Ve Robinson, W. (2006). Public Debt, Money Supply, and Inflation: A Cross-Country Study and Its Application to Jamaica. IMF Working Paper No. 06/121.

- Lal, Deepak ve Sweder van Wijnbergen (1985). Government deficits, the real interest rate and LDC debt: On global crowding out, *European Economic Review*, 29(2): 157-191.
- Lau, E. ve Lee, A. S. Y. (2016). Determinants of External Debt in Thailand and The Philippines, *International Journal of Economics and Financial Issues*, 6(4): 1973-1980.
- Lopes da Veiga, J. A., Ferreira-Lopes, A. ve Sequeira, T. N. (2016). Public Debt, Economic Growth and Inflation in African Economies. *South African Journal of Economics*, 84(2): 294-322.
- Manalo, John Louie, Mark Villamiel ve Eloisa Dela Cruz (2022). Macroeconomic Determinants of Public Debt in the Philippines, *Journal of Economics, Finance and Accounting Studies*, 4(1): 530-551. Doi: 10.32996/jefas.2022.4.1.40.
- Marieta, Mihaiu Diana (2014). Analysis of Public Debt in The European Union - Issues Related to Its Sustainability, *Journal of International Studies*, 7(2): 25-32. DOI: 10.14254/2071-8330.2014/7-2/2.
- Mehta, B. M. ve Kayumi, H. F. (2014). Effects of India's Current Account Deficits on External Debts and Foreign Exchange Rates, *IOSR Journal Of Economics and Finance*, 1(7): 54-65.
- Memiş, Deniz Arınsoy, Vesile Gülnur Karadağ ve Hakan Bingöl (2012). Kredi Risk Yönetimi, Hazine İşlemleri ve Çağdaş Hazine Yönetimi (Editörler: M.C. Cangöz ve E. Balıbek), Seçkin Yayınları, Ankara.
- Musgrave, Richard A. (1949). Debt Management and Inflation. *The Review of Economics and Statistics*, 31 (1), 25-29. <https://www.jstor.org/stable/1927190>, (Erişim Tarihi: 16.02.2023).
- Mutluer, M. Kamil, Erdoğan Öner ve Ahmet Kesik (2010). Teoride ve Uygulamada Kamu Maliyesi, İstanbul Bilgi Üniversitesi Yayınları: 185, İstanbul.
- Müftüoğlu, Güneş (1998). İç Borç Maratonu, Maliye Bakanlığı Yayınları, Ankara.
- MÜSİAD (1994). Devletin Borç Krizi – İflas 1999, Müsiad Araştırma Raporları-6: Ekim 1994, İstanbul.
- Nakiboğlu, Aslıhan, Zübeyir Turan ve Ayberk Nuri Berkman (2017). Türk İktisat Tarihinde Dış Borç Sorunu ve Uygulanan İktisat Politikaları, *International Journal of Academic Value Studies*, 3(9): 183-208.
- Nargeleçekenler, Mehmet (2011). Hisse Senedi Fiyatları ve Fiyat/Kazanç Oranı İlişkisi: Panel Verilerle Sektörel Bir Analiz. *Business and Economics Research Journal*, 2(2): 165-184.
- Nastansky, Andreas, Mehnert, Alexander ve Strohe, Hans Gerhard (2014). A Vector Error Correction Model for the Relationship between Public Debt and Inflation in Germany. *Statistische Diskussionsbeiträge Nr. 51*,

Universität Potsdam Wirtschafts- und Sozialwissenschaftliche Fakultät, <https://publishup.uni-potsdam.de/opus4-ubp/frontdoor/deliver/index/docId/6692/file/statdisk51.pdf>, Erişim Tarihi: 22.10.2022, (Erişim Tarihi: 16.02.2023).

- Naz, Marium ve Bushra Yasmin (2021). Corruption and Public Debt in Developing Countries: Role of Institutional Quality, *Journal of Economic Cooperation and Development*, 42(3): 59-90.
- Ncanywa, T., & Masoga, M. M. (2018), Can Public Debt Stimulate Public Investment and Economic Growth in South Africa?. *Cogent Economics & Finance*, 6(1): 1-13.
- Neaime, Simon (2015). Sustainability of Budget Deficits and Public Debts In Selected European Union Countries, *The Journal of Economic Asymmetries*, 12: 1-21.
- Nguena Christian-Lambert (2014). External debt origin, capital flight and poverty reduction in the Franc Zone: Does the economic consequences of Sino-African relationship matter?, *African Governance and Development Institute, AGDI Working Paper WP/16/04*.
- OECD (2010). *Development Co-operation Report 2010*, Paris: OECD Publishing.
- OECD (2017). *OECDstat.*, <http://stats.oecd.org/>, (Erişim Tarihi: 26.09.2017)
- Ogawa, K., Sterken, E. ve Tokutsu, I. (2016). Public Debt, Economic Growth and The Real Interest Rate: A Panel Var Approach to EU and OECD Countries. *The Institute of Social and Economic Research Discussion Paper*, 955: 1-29.
- Ogunmuyiwa, Michael S. (2011). Does Fiscal Deficit Determine The Size Of External Debt in Nigeria?. *Journal of Economics and International Finance*, 3(10): 580-585.
- Omrane Belguith, S. ve Omrane, H. (2017). Macroeconomic Determinants of Public Debt Growth: A Case Study for Tunisia. *Theoretical & Applied Economics*, 24(4/613): 161-168.
- Owusu-Nantwi, V. ve Erickson, C. (2016). Public debt and economic growth in Ghana, *African Development Review*, 28(1): 116-126.
- Öğretir, Arda Hakan (2016). *Maliye (Konu Anlatımı)*, Editör: Yüksel Bilgili, 4T Yayınevi, İstanbul.
- Öğürücü, İclal ve Orhan Çoban (2011). Dış Borç Ekonomik Büyüme İlişkisi: Türkiye Örneği (1980-2009), *KMÜ Sosyal ve Ekonomik Araştırmalar Dergisi*, 13 (21): 133-149.
- Özata, E. (2017). Determinants of External Debt Accumulation in Turkey: Evidence From An ARDL Bound Test Approach, *Journal of Business & Economic Policy*, 4(4): 134-143.

- Özdemir, Biltekin (2009). 1854-1914 Borçlanmaları Galata Bankerleri ve Osmanlı Bankası Türkiye Cumhuriyeti'nin Kabul Ettiği Osmanlı Devlet Borçları, Ankara Ticaret Odası Yayınları, Ankara.
- Pamuk, Şevket (2019). Türkiye'nin 200 Yıllık İktisadi Tarihi, Türkiye İş Bankası Kültür Yayınları, İstanbul.
- Panizza, U. ve Presbitero, A. F. (2014). Public debt and economic growth: is there a causal effect?, *Journal of Macroeconomics*, 41: 21-41.
- Pankaj, Sinha, Arora Varun ve Bansal Vishakha (2011). Determinants of Public Debt for middle income and high income group countries using Panel Data regression. MPRA Paper No: 32079, <https://mpra.ub.uni-muenchen.de/32079/>, (Erişim Tarihi: 26.02.2023).
- Pattilo, Catherine, Helene Poirson ve Luca A. Ricci (2011). External Debt and Growth, *Review Economics and Institutions*, 2(3): 1-30.
- Pehlivan, Osman (2022). Kamu Maliyesi, Celepler Matbaacılık Basım Yayın ve Dağıtım, Trabzon.
- Pesaran, M. Hashem (2007). A Simple Panel Unit Root Test in the Presence of Cross Section Dependence . *Journal of Applied Econometrics* , 22: 265-312.
- Pirtea, M. G, Nicolescu, A. C. ve Mota, P. R. (2013). An Empirical Study On Public Debt's Determinants: Evidence From Romania, *Transylvanian Review of Administrative Sciences*, No. 38 E/2013, 144-157.
- Prohl, Silika ve Friedrich G. Schneider (2006). Sustainability of Public Debt and Budget Deficit: Panel cointegration analysis for the European Union Member countries, Department of Economics johannes Kepler University of Linz, <https://www.econstor.eu/bitstream/10419/73195/1/wp0610.pdf> , (Erişim Tarihi: 11.03.2023).
- Reinhart, C.M. ve Rogoff, K.S. (2010). Growth in a time of debt, NBER Working Paper No. 15639. https://www.nber.org/system/files/working_papers/w15639/w15639.pdf, (Erişim Tarihi: 16.01.2023).
- Rivi, Matthew Terry, Ishmael Ogboru ve Dooshima Jennifer Rivi (2020). An Analysis of the Long-Run Relationship Between Corruption and Debt Sustainability in Nigeria, *RAIS Journal for Social Sciences*, 4(2): 71-88.
- Rosen, Harvey S. ve Ted Gayer (2022). Açık Finansman, M. Sakal ve M. Karadeniz (Çev. Ed.) ve R. Tekeli (Çev.), *Kamu Maliyesi* (10. Baskı, s. 557-576) içinde, Eğitim Yayınevi, (2014, 10. Baskı).
- Sachs, Jeffrey D. (2002). Resolving the Debt Crisis of Low-income Countries, *Brookings Papers on Economic Activity*, 33(1): 257-286.
- Sağdıç, Ersin Nail (2019). Vergi Gelirlerini Belirleyen Faktörlerin Bölgesel Analizi: Türkiye Örneği. *Dumlupınar Üniversitesi Sosyal Bilimler Dergisi*, 60: 155-178.

- Sağdıç, Ersin Nail ve Fazlı Yıldız (2020). Factors Affecting External Debt in Transition Economies: The Case Of Central Asia and The Caucasus, *Uluslararası Yönetim İktisat ve İşletme Dergisi*, 16(4): 891-909.
- Sağdıç, Ersin Nail ve Fazlı Yıldız (2023). Türkiye’de 2006-2020 Döneminde Kamu Borçlanması ve Enflasyon İlişkisinin Ampirik Analizi, *Demokrat Bir Bilim ve Siyaset İnsanı Memduh Yaşa’ya Armağan* (Editörler: N. Falay, P. Feyzioğlu Akkoyunlu, Botan Berker, Fahri Aral) içinde (s.235-257), Bilgi Üniversitesi Yayınları, Yayın No: 706, İstanbul.
- Sağdıç, Ersin Nail, Ahmet Tekin ve Fazlı Yıldız (2019). Savunma Harcamalarının Ekonomik Büyüme Üzerindeki Etkisi: Seçilmiş AB Ülkeleri Üzerine Eşbütünleşme ve Nedensellik Analizi. *Eurasian Academy of Sciences Social Sciences Journal*. 27: 104-124.
- Saraç, T. B. ve Yücel, M. S. (2017). Dış Borç ve Ekonomik Büyüme İlişkisi: Türkiye Örneği, *TURAN-SAM Uluslararası Bilimsel Hakemli Dergisi*, 9 (35): 15-20.
- Sargent, Tjomas J., Wallace, Neil (1981). Some Unpleasant Monetary Arithmetic. *Quarterly Review*, 5(3), 1–17. <https://ideas.repec.org/a/fip/fedmqr/y1981fallnv.5no.3.html>, (Erişim Tarihi: 16.02.2023).
- Sarıdoğan, Hasan Önder (2019). Araştırma Geliştirme Harcamalarının Ekonomik Büyüme Üzerindeki Etkileri Üzerine Bir İnceleme: AB28 Örneği. *Journal of Management and Economics Research* , 17(4): 17-34 .
- Saungweme, T. ve Odhiambo, N. M. (2020). The impact of domestic and foreign public debt on economic growth: Empirical evidence from Zimbabwe. *International Economics*, 73(1): 77-106.
- Saungweme, T. ve Odhiambo, N.M. (2019). Government debt, government debt service and economic growth nexus in Zambia: a multivariate analysis, *Cogent Economics and Finance*, 7(1): 1-17.
- Savaş, Vural F. (1993). *Anayasal İktisat*, İzmir.
- Saygılıoğlu, Nevzat (2012). Türkiye’de Borç Yönetiminde Kurumsal Düzen, Devlet Borçları, Editörler: Fazıl Tekin, Şebnem Tosunoğlu, Anadolu Üniversitesi AÖF Yay., Yayın No: 1541, Eskişehir.
- Serin, Şeref Can ve Murat Demir (2023). Does Public Debt and Investments Create Crowding-out Effect in Turkey? Evidence from ARDL Approach. *Sosyoekonomi*, 31(55): 151-172. DOI:10.17233/sosyoekonomi.2023.01.08
- Seyidoğlu, Halil (2009). *Uluslararası İktisat Teori ve Politika ve Uygulama*, Geliştirilmiş 17. Baskı, Güzem Yayınları.
- Singh, Charan (1999). Monetized Debt, Monetary Aggregates and Price Level in India, *Prajnan*, 27(4): 1998-99.

- Sinha, Pankaj, Varun Arora ve Vishakha Bansal (2011). Determinants of Public Debt for middle income and high income group countries using Panel Data regression, Faculty of Management Studies University of Delhi, India, MPRA Paper No. 32079.
- Sönmez Özekicioğlu, Seda ve Sevinç Yaraşır Tülümce (2020). The Impacts Of Corruption on Budget Balance and Public Debt in Turkey: An Empirical Analysis. Journal of Management and Economics Research , 18 (3): 46-60 . DOI: 10.11611/yead.775529.
- Sugözü, İbrahim H., Mehmet Yiyit (2010). Borçlanmanın Enflasyona Etkisi Üzerine Teorik Yaklaşımların Temel Özellikleri, Maliye Dergisi, 158: 365-373.
- Swamy, Vighneswara (2015). Government Debt and its Macroeconomic Determinants – An Empirical Investigation, MPRA Paper No. 64106. <https://mpra.ub.uni-muenchen.de/64106/>, (Erişim Tarihi: 10.03.2023).
- Şahbaz, Ahmet, Aylin Koç ve A. Yılmaz Ata (2013). Yolsuzluk ve Kamu Borcu İlişkisi: AB Ülkeleri Üzerine Ampirik Bir İnceleme, Akdeniz İ.İ.B.F. Dergisi, 26: 205-219.
- Şeker, Murat (2006). Dış Borçlanmaya Teorik Bir Bakış ve Dış Borçların Ekonomik Etkileri, Sosyoekonomi Dergisi, 1: 73-92.
- Şen, Hüseyin, Mahmut Yardımcıoğlu ve Muhsin Kar (2007). Türkiye’de İç Borçların Gelişimi ve Yönetimi, Türkiye Ekonomisi: Makroekonomik Sorunlar ve Çözüm Önerileri (Editör: Ahmet Ay), Çizgi Yayınları, Konya.
- Şimşek, Hayal Ayça (2009). Teoride ve Uygulamada Kamu Borçlanması, Gazi Kitabevi, Ankara.
- T.C. Başbakanlık Hazine Müsteşarlığı (2011). Kamu Borç Yönetimi Raporu 2011, Ankara.
- T.C. Başbakanlık Hazine Müsteşarlığı (2016), Kamu Borç Yönetimi Raporu 2015, Ankara.
- T.C. Başbakanlık Hazine Müsteşarlığı (2017a). Türkiye Ekonomisi (Ekonomi Sunumu), Ekim 2017, <https://www.hazine.gov.tr/tr-TR/Sayfalar/Anasayfa-Ekonomi-Sunumu>, (Erişim Tarihi: 10.10.2017)
- T.C. Başbakanlık Hazine Müsteşarlığı (2017b). G-20 ve IMF Sıkça Sorulan Sorular, <http://m.hazine.gov.tr/tr-TR/Sik-Sorular-Listesi?mid=1003&nm=1003>, (Erişim Tarihi: 16.10.2017)
- T.C. Başbakanlık Hazine Müsteşarlığı (2017c). Kamu Borç Yönetimi Raporu Eylül 2017, No:146, Ankara.
- T.C. Başbakanlık Hazine Müsteşarlığı (2017d). Kamu Borç Yönetimi Raporu 2016, Ankara.

- T.C. Hazine ve Maliye Bakanlığı (2018). Hazine ve Maliye Bakanlığı Kamu Borç Yönetimi Raporu Kasım 2018, <https://www.hazine.gov.tr/kamu-finansmani-raporlari>, (Erişim Tarihi: 25.12.2018).
- T.C. Hazine ve Maliye Bakanlığı (2022). Kamu Borç Yönetimi Raporu 2022, Ankara.
- T.C. Hazine ve Maliye Bakanlığı (2023a). Türkiye Ekonomisi (Ekonomi Sunumu), Nisan 2023, https://ms.hmb.gov.tr/uploads/2023/04/Ekonomi_Sunumu-1.pdf, (Erişim Tarihi: 05.04.2023).
- T.C. Hazine ve Maliye Bakanlığı (2023b). Hazine ve Maliye Bakanlığı Kamu Borç Yönetimi Raporu Şubat 2023, <https://www.hmb.gov.tr/kamu-finansmani-raporlari>, (Erişim Tarihi: 05.03.2023).
- T.C. Hazine ve Maliye Bakanlığı (2023c). Kira Sertifikası Yatırımcı Kılavuzu, <https://www.hmb.gov.tr/yatirimci-klavuzu-kira-sertifikasi>, (Erişim Tarihi: 08.03.2023).
- T.C. Hazine ve Maliye Bakanlığı (2023d). Sıkça Sorulan Sorular, <https://www.hmb.gov.tr/kamu-finansmani-sikca-sorulan-sorular>, (Erişim Tarihi: 08.03.2023).
- T.C. Hazine ve Maliye Bakanlığı (2023e). Ekonomik Göstergeler, Kamu Maliyesi (MY Borç Stoku), <https://www.hmb.gov.tr/ekonomik-gostergeler>, (Erişim Tarihi: 08.04.2023).
- T.C. Hazine ve Maliye Bakanlığı (2023f). Borç Göstergeleri (Borç Göstergeleri Sunumu), Mart 2023, https://ms.hmb.gov.tr/uploads/2023/03/BORC-GOSTERGELERI_31.03.2023.pdf, (Erişim Tarihi: 05.04.2023).
- T.C. Hazine ve Maliye Bakanlığı (2023g). Hazine ve Maliye Bakanlığı Kamu Borç Yönetimi Raporu Ekim 2023, <https://www.hmb.gov.tr/kamu-finansmani-raporlari>, (Erişim Tarihi: 05.09.2023).
- T.C. Hazine ve Maliye Bakanlığı (2024a). Türkiye Ekonomisi (Ekonomi Sunumu), Şubat 2024, https://ms.hmb.gov.tr/uploads/2024/02/Ekonomi_Sunumu.pdf, (Erişim Tarihi: 06.02.2024).
- T.C. Hazine ve Maliye Bakanlığı (2024b). Kamu Borç Yönetimi Raporu Ocak 2024 No:222, Ankara.
- T.C. Hazine ve Maliye Bakanlığı (2024c). Ekonomik Göstergeler, Kamu Maliyesi (MY Borç Stoku), <https://www.hmb.gov.tr/ekonomik-gostergeler>, (Erişim Tarihi: 06.02.2024).
- T.C. Hazine ve Maliye Bakanlığı (2024d). Piyasa Yapıcısı Bankalar. <https://ms.hmb.gov.tr/uploads/2023/12/2024-Donemi-Piyasa-Yapiciligi-Banka-Duyurusu-2.pdf>.
- T.C. Hazine ve Maliye Bakanlığı (2024e). Piyasa Yapıcılığı Kriterleri. <https://ms.hmb.gov.tr/uploads/2023/12/2024-PiyasaYapiciligiKriterleriDuyurusu.pdf>.

- T.C. Hazine ve Maliye Bakanlığı (2024f). Piyasa Yapıcılığı Sözleşmesi. <https://ms.hmb.gov.tr/uploads/2023/12/2024-Yili-Piyasa-Yapiciligi-Sozlesmesi.pdf>.
- T.C. Sermaye Piyasası Kurulu (2022). Sermaye Piyasası Kurulu İstatistikler -Kasım 2022-, <https://spk.gov.tr/istatistikler/aylik-istatistik-bultenleri/2022-yili-istatistik-bultenleri>, (Erişim Tarihi: 26.12.2022).
- Tandırıcıoğlu, Haluk (2000). Türkiye'nin Dış Borç Sorunu, Dış Borçların Sürdürülebilirliği ve Dış Borçların Sınırlandırılması, Dokuz Eylül Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü Dergisi, 2(2): 260-284.
- Tanzi, Vito ve Hamid R. Davoodi (2000). Corruption, Growth, and Public Finances, IMF Working Paper, WP/00/182: 1-27.
- Tatoğlu, Ferda Y. (2013). İleri Panel Veri Analizi: Stata Uygulamalı. Beta Yayıncılık, İstanbul.
- Tekir, Sabri (1987), Düyun-u Umumiye İdaresi ve Bu İdareye Bırakılan Gelirler, İzmir.
- The World Bank (2021). International Debt Statistics 2021, <https://openknowledge.worldbank.org/server/api/core/bitstreams/d461ae45-4c9d-51a1-90b7-525cd635a0be/content>, (Erişim Tarihi: 10.03.2023)
- Togo, Eriko (2007). Coordinating Public Debt Management with Fiscal and Monetary Policies: An Analytical Framework, The World Bank Policy Research Working Paper 4369.
- Tokaç, Hakan, Sevgi Bakırcı ve Abdullah Kantarcı (2012). Hazine İşlemlerinde Operasyonel Risk Yönetimi, Hazine İşlemleri ve Çağdaş Hazine Yönetimi (Editörler: M.C. Cangöz ve E. Balıbek), Seçkin Yayınları, Ankara.
- Topal, Mehmet Hanefi ve Nazlı Keyifli (2016). Yolsuzluk ve Kamu Borçları: OECD Ülkeleri İçin Ampirik Bir Kanıt, 2. Uluslararası Osmaneli Sosyal Bilimler Kongresi, 12-14 Ekim, Bilecik-Türkiye. https://www.researchgate.net/publication/308622813_Yolsuzluk_ve_Kamu_Borclari_OECD_Ulkeleri_Icin_Ampirik_Bir_Kanıt?channel=doi&linkId=5803cb2308ae310e0d9f4f3e&showFulltext=true, (Erişim Tarihi: 10.03.2023).
- Tosunoğlu, Şebnem (2012). Devlet Borçlanmasının Genel Özellikleri, Devlet Borçları (Editörler: F. Tekin ve Ş. Tosunoğlu), Anadolu Üniversitesi AÖF Yayınları, Yayın No: 1541, Eskişehir.
- Tosunoğlu, Şebnem (2013). Uluslararası Kamu Malı Örnekleri, Uluslararası Kamu Maliyesi (Editörler: F. Tekin ve O. Arslan), Anadolu Üniversitesi AÖF Yayınları, Yayın No: 1876, Eskişehir.
- Tosunoğlu, Şebnem (2019). Kamu Borç Yönetimi, Kamu Mali Yönetimi (Editörler: Ş. Tosunoğlu ve C. Dülger), Anadolu Üniversitesi AÖF Yayınları, Yayın No: 2459, Eskişehir.

- Transparency International (2023). <https://www.transparency.org/en/cpi>, (Erişim Tarihi: 08.01.2023).
- Türk, İsmail (2002). Kamu Maliyesi, Dördüncü Baskı, Turhan Kitabevi, Ankara.
- Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası (2017). Terimler Sözlüğü, <http://www.tcmb.gov.tr/>, (Erişim Tarihi: 04.10.2017).
- Ugwuegbe Sebastine Ugochukwu, I.G Okafor ve Christian Azino Akarogbe (2016). Effect Of External Borrowing and Foreign Aid on Economic Growth in Nigeria, *International Journal of Academic Research in Business and Social Sciences*, 6(4): 155-175.
- Uluatam, Özhan (2009). Kamu Maliyesi, 10.Baskı, İmaj Yayınevi, Ankara.
- Ulusoy, Ahmet (2004). Devlet Borçlanması, Üçyol Kitabevi, Trabzon.
- Ulusoy, Ahmet (2012a). Türkiye’de Dış Borçlanma, Devlet Borçları (Editörler: E Tekin ve Ş. Tosunoğlu), Anadolu Üniversitesi AÖF Yayınları, Yayın No: 1541, Eskişehir.
- Ulusoy, Ahmet (2012b). Türkiye’de İç Borçlanma, Devlet Borçları, Editörler: E Tekin ve Ş. Tosunoğlu, Anadolu Üniversitesi AÖF Yay., Yayın No: 1541, Eskişehir.
- Ulusoy, Ahmet ve Erdem, Havvanur Feyza (2014). İç Borçlanma ve Enflasyon Etkileşimi: Türkiye Örneği. *Journal of Management and Economics Research*, 12(22): 122-135.
- Üzümcü, Adem ve Nurcihan Kırpık (2015). Türkiye Ekonomisinde 1980-2014 Döneminde Cari İşlemler Bilançosu Açıkları ve Dış Borçlanma İlişkisinin Analiz, 1. Uluslararası Kafkasya-Orta Asya Dış Ticaret ve Lojistik Kongresi, (1th. International Caucasus-Central Asia Foreign Trade and Logistics Congress) Bildiriler Kitabı (Editörler: Adem Karakaş v.d): 597-618, <http://ademuzumcu.org/PDF/B1.pdf>, (Erişim Tarihi: 03.11.2017)
- Veiga, L. G. ve Veiga, F. J. (2014). Determinants of Portuguese Local Governments’ Indebtedness, NIPE WP: 16/2014.
- Waheed, Abdul (2017). Determinants of external Debt: a panel data analysis for oil and gas exporting and importing countries, *International Journal of Economics and Financial Issues*, 7(1): 234-240.
- Woodford, Michael (2001). Fiscal Requirements for Price Stability. *Journal of Money, Credit and Banking*, 33(3): 669-728.
- Yardımcıoğlu, Mahmut (2007). Geçiş Ekonomilerinde Kamu Borçlarının Finansal Piyasalar Üzerindeki Etkileri: Türkiye Örneği, *Sosyoekonomi*, 2007-2: 147-167.
- Yaşa, Memduh (1978). Devlet Borçları, Devlet Borçları, Ankara Üniversitesi Hukuk Fak. Yay. No: 421.

- Yavuz, Ali (2009). Başlangıcından Bugüne Türkiye'nin Borçlanma Sertüveni: Durum ve Beklentiler, SDÜ Fen Edebiyat Fakültesi Sosyal Bilimler Dergisi, 20: 203-226.
- Yavuz, Ali, Ceyda Şataf ve Serap Gül Kır (2013). Avrupa'da Borç Krizi ve Çözüm Arayışları, Afyon Kocatepe Üniversitesi, İİBF Dergisi, 15 (2):131-154.
- Yıldız, Abdunnur ve Ahmet Köstekçi (2017). Mali Kural Uygulamaları ve Türkiye'nin Mali Kural Performansı (2000-2015), Güncel Gelişmeler Perspektifinden Kamu Maliyesinde Seçme Konular (Editörler: Yıldız, F. ve Tuncer, G.), Savaş Yayınları, Ankara.
- Yıldız, Berk, Rasim İlker Gökbulut ve Turhan Korkmaz (2014). Firmalarda Temettü Politikalarını Etkileyen Unsurlar: BİST Sanayi İşletmeleri Üzerine Bir Panel Veri Uygulaması, Ekonomik ve Sosyal Araştırmalar Dergisi, 10(1): 185-206.
- Yıldız, Fazlı (2014). Türkiye'de 1990-2012 Döneminde Kamu Borç Yönetimi ve Kamu Borç Yapısındaki Değişim Üzerine Bir İnceleme, Sakarya İktisat Dergisi, 4: 67-104.
- Yıldız, Fazlı (2017). Türkiye'de 2002-2016 Döneminde Bütçe Açıkları ve Kamu Borçlarının Seyri, Güncel Gelişmeler Perspektifinden Kamu Maliyesinde Seçme Konular (Editörler: Yıldız, F. ve Tuncer, G.), Savaş Yayınları, Ankara.
- Yıldız, Fazlı (2019). Türkiye Ekonomisinde Dış Borç, Ekonomik Büyüme ve Cari İşlemler Dengesi İlişkisinin Analizi, Manas Sosyal Araştırmalar Dergisi, 8(4): 3416-3438.
- Yıldız, Fazlı ve Ersin Nail Sağdıç (2021). Dış Borç ve Ekonomik Büyüme İlişkisi: Kamu ve Özel Sektör Dış Borçları Açısından BRICS-T Ülkeleri Analizi, Alanya Akademik Bakış Dergisi, 5(2): 839-863.
- Yıldız, Fazlı ve Güner Tuncer (2021). Avrupa Birliği Üyesi Ülkelerde Kamu Borcu ve Ekonomik Büyümenin Mekânsal Analizi, Dumlupınar Üniversitesi Sosyal Bilimler Dergisi, 69: 232-251. DOI:10.51290/dpusbe.885968.
- Yıldız, Furkan (2022). Dış Borç İstihdamı Artırır mı? Türkiye'den Ampirik Bir Kanıt, Yönetim ve Ekonomi Araştırmaları Dergisi, 20(1): 214-226, <http://dx.doi.org/10.11611/yead.1035558>.
- Yılmaz, Binhan Elif, (2002). Osmanlı İmparatorluğu'nu Dış Borçlanmaya İten Nedenler ve İlk Dış Borç, Akdeniz Üniversitesi İ.İ.B.F. Dergisi (4): 186-198.
- Yılmaz, Binhan Elif (2005). Kamu Borç Yönetiminde Piyasa Yapıcılığı Sistemi, Prof.Dr. Türkan Öncel'e Armağan, İstanbul Üniversitesi İktisat Fakültesi Maliye Araştırma Merkezi Konferansları, 47. Seri: 58-85.
- Yılmaz, Binhan Elif (2021). Devlet Borçları ve Türkiye'de Borç Çıkmazı. Der Yayınları, İstanbul.

Yücesan, Mesut (2011). Türkiye'nin Dış Borçlarının Analizi ve Ekonomik Büyüme Üzerine Etkileri, Celal Bayar Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü, Yayınlanmamış Yüksek Lisans Tezi.

1211 Sayılı Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası Kanunu, <http://www.tcmb.gov.tr/>, (Erişim Tarihi: 02/12/2022).

4749 Sayılı Kamu Finansmanı ve Borç Yönetiminin Düzenlenmesi Hakkında Kanun, <http://www.mevzuat.gov.tr/>, (Erişim Tarihi: 24/12/2022).

7319 sayılı Sigortacılık ile Diğer Bazı Alanlara İlişkin Kanunlarda ve Bir Kanun Hükmünde Kararnamede Değişiklik Yapılmasına Dair Kanun, <http://www.mevzuat.gov.tr/>, (Erişim Tarihi: 24/08/2023).

930 Sayılı Tasarruf Bonoları İhracı Hakkındaki Kanun, <https://www.tbmm.gov.tr/>, (Erişim Tarihi: 18/09/2022).

<http://www.mahfiyegilmez.com/p/ekonomi-sozlugu.html>, (Erişim Tarihi: 30/10/2022).

<https://www.isbank.com.tr/eurobond>, (Erişim Tarihi: 02/12/2022).

<https://www.transparency.org/en/what-is-corruption>, (Erişim Tarihi: 29/03/2023).

https://tr.wikipedia.org/wiki/Marshall_Plan%C4%B1, (Erişim Tarihi: 24.04.2023).

Kamu Borçlarının Belirleyicileri

Türkiye ve Avrupa Birliği Ülkeleri Analizi

Prof. Dr. Fazlı YILDIZ

 ÖZGÜR
YAYINLARI

ISBN 978-975-447-876-1

9 789754 478761