



**M. Coşkun Cangöz<sup>1</sup>**

*Maliye ve Para Politikası Araştırmaları Merkezi Direktörü*

## DEVLETİN BORCU İÇİN DERTLENMELİ MİYİZ?

Yüksek enflasyon yaşadığımız 1990'larda iç borçlanmanın ortalama vadesi birkaç ay, faizler ise zaman zaman üç haneli seviyelerde olmak üzere yüksekti. Kamu açıkları ve borçlanma yapısının bir sonucu olarak 2001 yılında yaşanan kriz başta kamu bankaları olmak üzere ve çok sayıda bankanın likidite krizi yaşamasına neden olmuştu. Dolayısıyla her ne kadar kriz öncesi dönemde devlet borcunun GSYH'ye oranı görece düşük olsa kamu borcu krizin temel nedenlerinden birisiydi.

Krizden çıkışa yönelik olarak atılan adımlar kapsamında kamu bankalarının sermayelerinin güçlendirilmesi ve TMSF kapsamına alınan bankaların yükümlülüklerinin yerine getirilebilmesi için Hazine kamu bankalarına ve TMSF'ye döviz ve TL cinsinden Devlet İç Borç Senedi (DİBS) ihraç etmişti. Gerek ihraç edilen bu DİBS'ler gerekse yüksek bütçe açığının finansmanı nedeniyle devlet (konsolide bütçeli idareler) borcunun GSYH'ye oranı 2000 yılında yüzde 50,1 seviyesindeyken 2001 yılında yüzde 100,8'e yükselmişti. Krizle birlikte iki katına çıkan devlet borcu özellikle iç borçlanmanın ortalama vadesinin 4,8 ay ve ortalama faizin de yüzde 99,6 seviyesinde olması nedeniyle sürdürülemez bir yapıdaydı. Dolayısıyla krizden çıkış döneminin öncelikleri arasında kamu borç yönetimi reformu da vardı.

Nisan 2002'de borç yönetiminde reformun temel taşı olarak 4749 sayılı Kamu Finansmanı ve Borç Yönetimi Hakkında Kanun yasalaşmış ve risk analizine dayanan borç yönetimi modeline geçilmişti. Bu kapsamda Haziran 2002'de Hazine bünyesindeki borç idaresi yeniden organize edilmiş ve risk yönetimi birimi kurulmuştu. 2003 yılından başlayarak da Hazine borçlanması risk birimi tarafından geliştirilen orta vadeli

<sup>1</sup> [https://www.tepav.org.tr/tr/ekibimiz/s/1413/M.+Coskun+Cangoz\\_+Dr.](https://www.tepav.org.tr/tr/ekibimiz/s/1413/M.+Coskun+Cangoz_+Dr.)

Bu çalışmada ifade edilen bulgular, yorumlar, sonuçlar, öneriler ve görüşler tamamen yazarına aittir. TEPAV'ın resmi görüşü değildir. © TEPAV, aksi belirtilmedikçe her hakkı saklıdır.

## DEVLETİN BORCU İÇİN DERTLENMELİ MİYİZ?

borçlanma programı esas alınarak yürütülmeye başlanmıştı. Borç yönetiminde esas alınacak ilkeler ise aşağıdaki şekilde belirlenmişti<sup>2</sup>:

- a. Makroekonomik dengeleri gözeterek para ve maliye politikaları ile uyumlu, sürdürülebilir, saydam ve hesap verilebilir bir borçlanma politikası izlenmesi,
- b. Finansman ihtiyaçlarının, iç ve dış piyasa koşulları ve maliyet unsurları göz önüne alınarak belirlenen risk düzeyi çerçevesinde, orta ve uzun vadede mümkün olan en düşük maliyetle karşılanması.

Bu ilkeler kapsamında 2003 yılından bu yana Hazine ve Maliye Bakanlığı tarafından orta vadeli stratejik ölçütler ve göstergeler belirlenmektedir. Söz konusu göstergeler Bakanlık tarafından sayısal olarak belirlenmekle beraber aylık Kamu Borç Yönetimi Raporunda sayısal değerleri olmaksızın aşağıdaki şekilde yayımlanmaktadır:

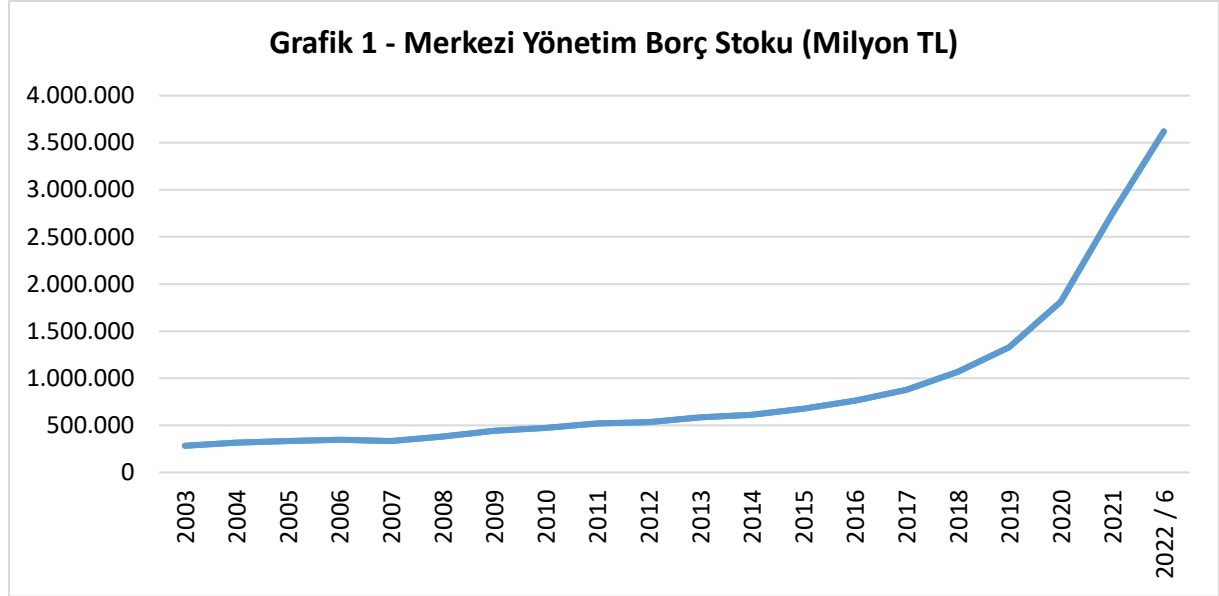
1. Borçlanmanın ağırlıklı olarak TL cinsinden yapılması,
2. Piyasa çeşitliliğinin sağlanması amacıyla uluslararası piyasalarda ABD dolarının yanında imkan olması durumunda diğer döviz cinslerinden de ihraç yapılması,
3. Faiz giderlerinin optimal şekilde yönetilmesini teminen uygun enstrüman ve vade bileşimi dikkate alınarak gelecek 12 ayda faizi yenilenecek senetler ile vadesine 12 aydan az kalmış senetlerin payının belirli bir seviyede tutulması,
4. Nakit ve borç yönetiminde oluşabilecek likidite riskinin azaltılması amacıyla nakit rezervinin güçlü tutulması.

Hazine ve Maliye Bakanlığı'nın 2022 ilk çeyrek verilerine göre Türkiye'de devlet (merkezi yönetime dahil idareler) borcunun GSYH'ye oranı yüzde 42,2 seviyesindedir. Her ne kadar bu oran görece yüksek olmayan bir borç seviyesine işaret etse de devlet borcunun 3,6 trilyon TL'yi aşmış olması ekonomide yüksek enflasyon ve kur artışları yaşanan bir dönemde devlet borcundan kaynaklanan risklerin dikkatle değerlendirilmesini zorunlu kılmaktadır (Grafik 1).

---

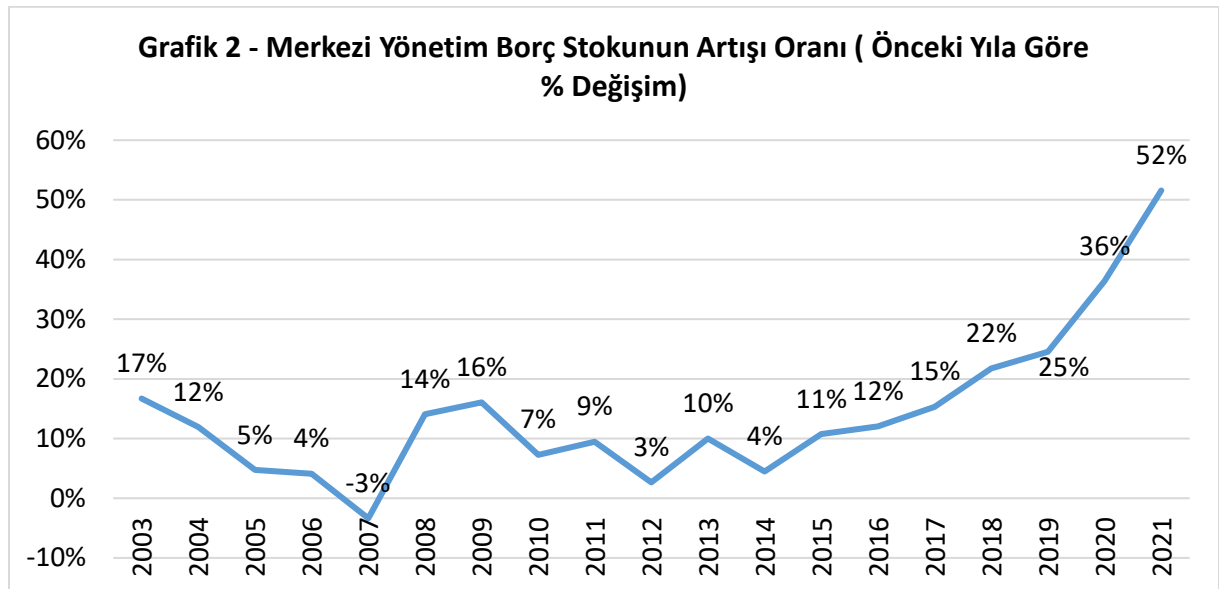
<sup>2</sup> 4749 sayılı Kanununun 16. maddesi gereğince hazırlanan 1/9/2002 tarihli ve 24863 sayılı Resmî Gazetede yayımlanan Borç ve Risk Yönetiminin Koordinasyonu ve Yürütülmesine İlişkin Esas ve Usuller Hakkında Yönetmelik. Söz konusu yönetmelikte 9/3/2019 tarihinde değişiklik yapılmışsa da borç yönetimi ilkelerinde revizyon yapılmamıştır.

## DEVLETİN BORCU İÇİN DERTLENMELİ MİYİZ?



Kaynak: Hazine ve Maliye Bakanlığı

Devlet borcu 2003 – 2006 döneminde giderek düşen bir artış eğilimindeyken 2007 yılında nominal olarak da azalmıştır. Küresel krizin etkilerinin görüldüğü 2008 ve 2009 yıllarında devlet borcu yıllık ortalama yüzde 15 civarında artmıştır. 2010-2014 döneminde ise nispeten düşük oranda ve dengeli bir artış göstermiştir. Ancak 2015 yılından itibaren başlayan artış eğilimi 2018 – 2021 döneminde güçlenerek sürmüştür. Devlet borcundaki artışta dış borç stokundaki değişim etkili olmuştur. Nitekim 2018 yılından başlayarak dış borç stoku önceki yıllarla karşılaştırılmayacak ölçüde artış göstermiştir. Bu bağlamda 2018 - 2022 Ç2 dönemindeki kümülatif artış ABD doları bazında yüzde 21, TL bazında ise yüzde 470 olmuştur (Grafik 2).



Kaynak: Hazine ve Maliye Bakanlığı verilerinden hesaplanmıştır.

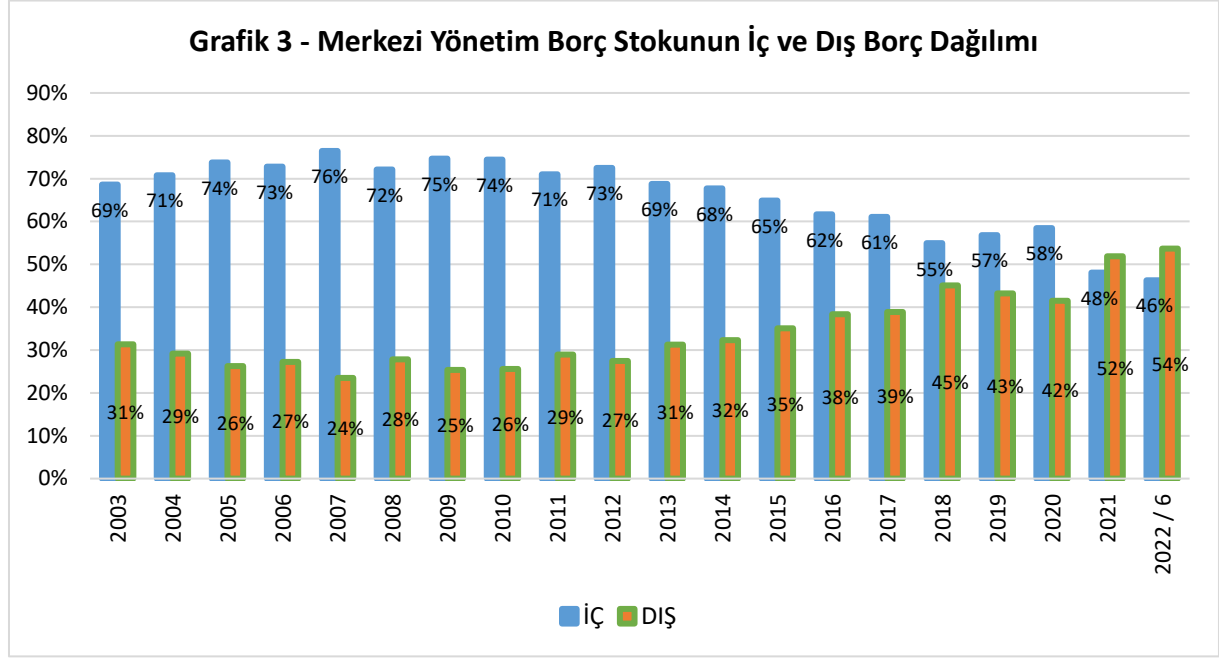
### Merkezi Yönetim Borç Stokunun İç ve Dış Borç Olarak Dağılımı

Geleneksel olarak borç istatistikleri yerleşiklik esasına göre sınıflandırılmaktadır. Bu bağlamda yurtiçinde yerleşik olanlardan alınan borçlar iç borç, yurtiçinde yerleşik olmayanlardan alınan borçlar ise dış borç olarak değerlendirilmektedir. Öte yandan, hukuki açıdan ele alındığında da

## DEVLETİN BORCU İÇİN DERTLENMELİ MİYİZ?

iç borçlar yerleşikliğinin olduğu ülkenin hukuk sistemine göre temin edilirken dış borçlar sözleşmede belirtilen ülkelerin hukuk sistemine tabidir.

2003 – 2022 Ç2 döneminde devlet borcunun temin edildiği yatırımcıların yapısı kayda değer bir şekilde değişmiştir. Bu dönemin ilk on yıllık kısmında borçlanma büyük oranda yerleşiklerden gerçekleştirilmişken 2012 sonrasında yerleşik olmayanların payı aşamalı olarak artmıştır (Grafik 3).



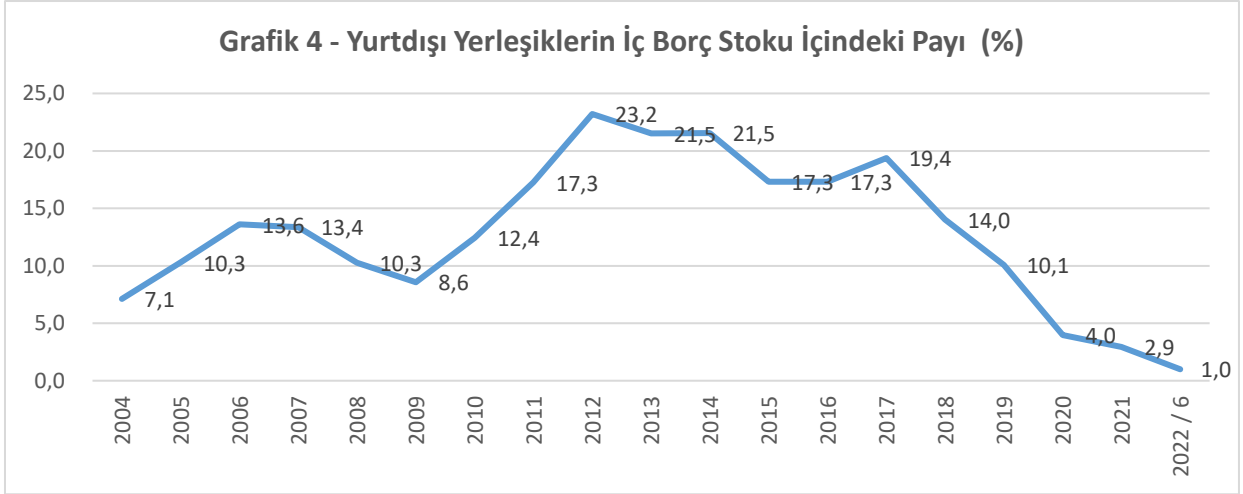
Kaynak: Hazine ve Maliye Bakanlığı verilerinden hesaplanmıştır.

Devlet borcunun yerleşiklik bazında analizi son 10 yıllık dönemde iç borçtan dış borca sistematik olarak geçiş yapıldığını göstermektedir. Bu durum borçlanmanın Bakanlık tarafından belirlenmiş olan “borçlanmanın ağırlıklı olarak TL cinsinden yapılması” şeklindeki stratejik ölçütle uyumlu bir şekilde gerçekleştirilmediğine ve döviz kuru riskinin arttığına işaret etmektedir.

Toplam borcun içinde yurtdışı yerleşiklerden sağlanan dış borcun ağırlığı artarken iç borcun içindeki yerleşik olmayanların payı da bunun tam tersi bir şekilde azalmıştır. 2008 Krizinin etkisiyle bir miktar gerileme yaşanmış olsa da 2004 – 2012 döneminde yabancı yatırımcıların DİBS'lere talebi süreklilik göstermiştir. Bu dönemde Hazine ilk defa 5 ve 10 yıl vadeli sabit getirili ve TÜFE'ye endeksli DİBS ilk ihraçlarını yaparak vade uzatırken bir yandan da güçlü yabancı talebinin de etkisiyle borçlanma maliyetlerini düşürmüştür.

Kasım 2012'de Fitch, Mayıs 2013'te ise Moody's Türkiye'nin kredi notunu yatırım yapılabilir olarak belirlemiştir. Ancak buna rağmen yurtdışı yerleşiklerin payı tarihsel olarak en yüksek seviyeye ulaştığı 2012 yılından sonra 2017 yılına kadar bir miktar düşüş göstermiştir. 2017 yılında Türkiye yatırım yapılabilir ülke statüsünü kaybetmiştir ve 2018 sonrasında da uygulanan ekonomi politikaların etkisiyle yabancı yatırımcılar hızlı bir şekilde çıkış yapmıştır. Bu kapsamda 2020 yılında yüzde 4 seviyesine gerileyen yurtdışı yerleşiklerin payı, 2022 Ç2 itibarıyla yüzde 1'e inmiştir (Grafik 4).

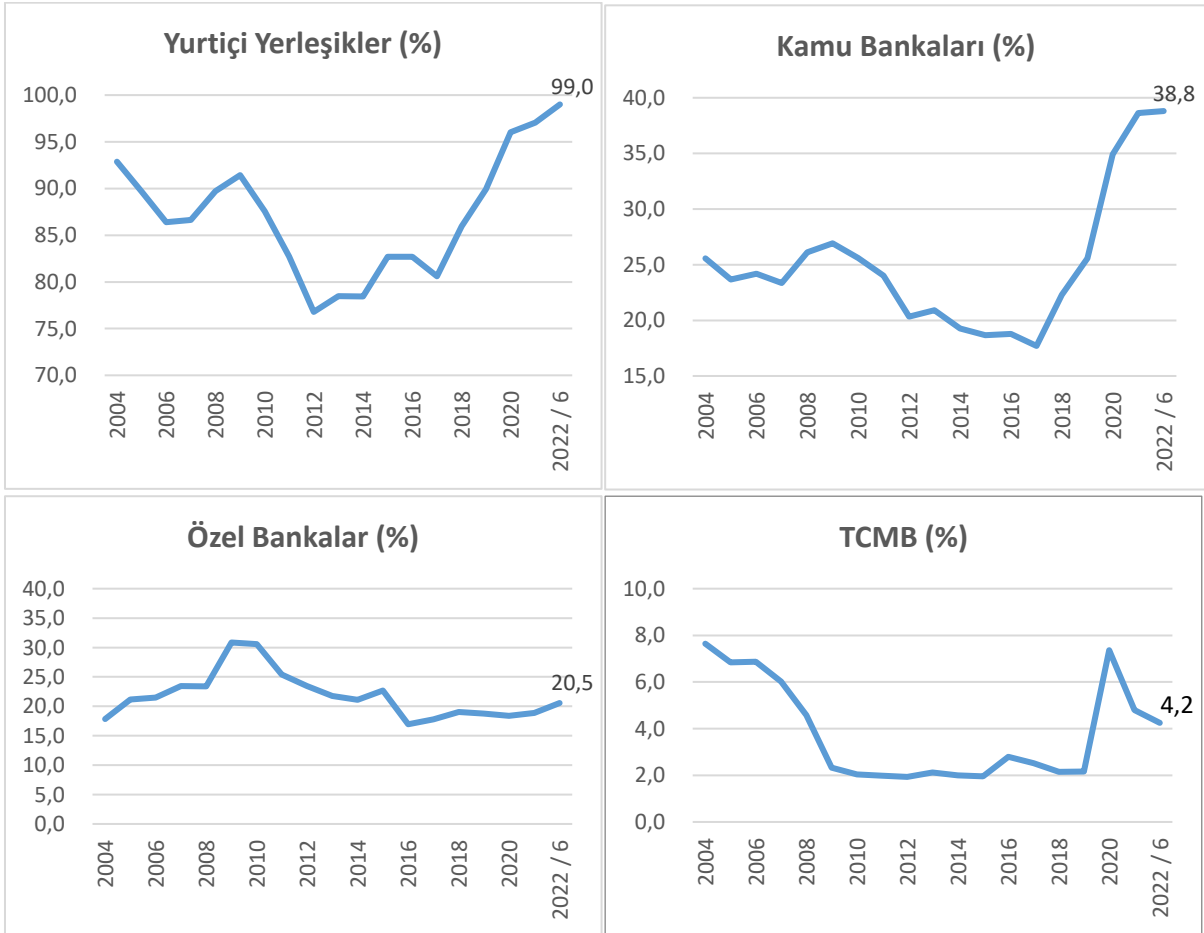
## DEVLETİN BORCU İÇİN DERTLENMELİ MİYİZ?



Kaynak: Hazine ve Maliye Bakanlığı.

Yurtdışı yerleşiklerin iç borç stoku içindeki payının büyüklüğüne bağlı olarak yurtiçi yerleşiklerin payı da değişmektedir. Nitekim 2022 Ç2 itibariyle bankacılık kesimi, bankacılık-dışı kesim (gerçek ve tüzel kişiler, menkul kıymet yatırım fonları) ve TCMB'den oluşan yurtiçi yerleşiklerin payı yüzde 99 olarak gerçekleşmiştir (Grafik 5).

### Grafik 5 – Merkezi Yönetim İç Borç Stokunun Alacaklılara Göre Dağılımı



Kaynak: Hazine ve Maliye Bakanlığı.

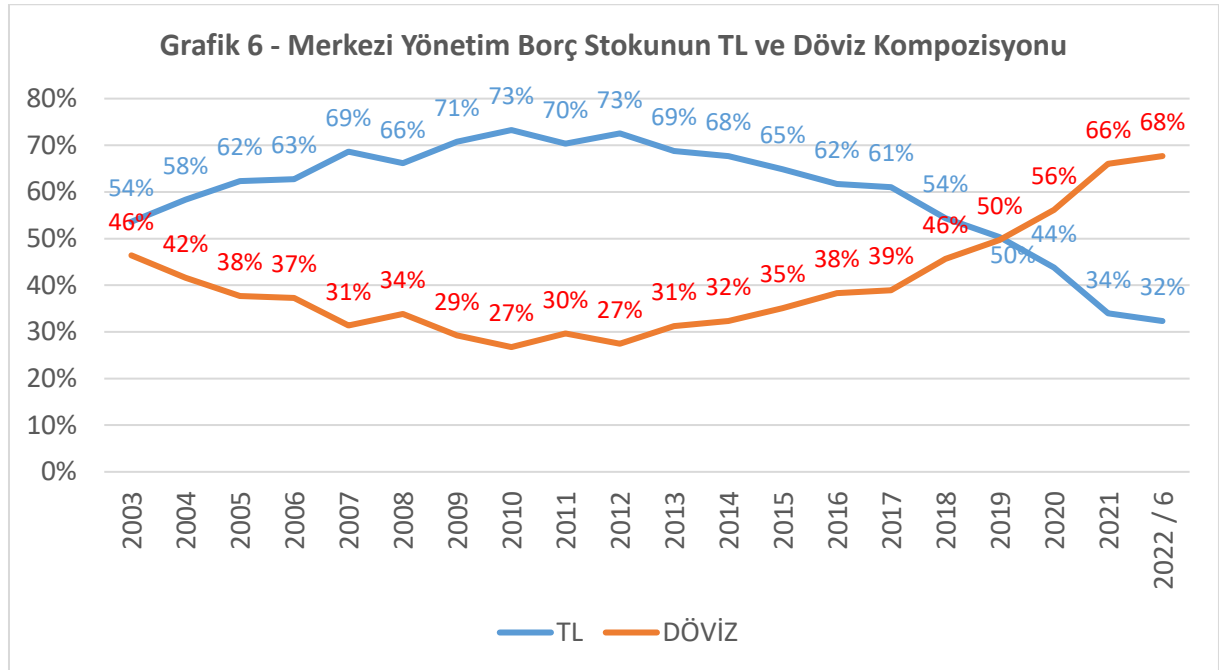
## DEVLETİN BORCU İÇİN DERTLENMELİ MİYİZ?

Yurtdışı yerleşikler 2018 yılından başlayarak DİBS varlıklarından çıkış yaparken kamu bankaları DİBS portföylerini büyütülmüştür. Bu kapsamda kamu bankalarının iç borç stoku içindeki payı 2017 yılında yüzde 17,7 iken yüzde 38,8'e kadar yükselmiştir. Aynı dönemde TCMB de bilançosundaki DİBS varlıkları artırmış ve 2018 yılında yüzde 2,1 olan iç borç stoku içindeki payını 2020 yılında yüzde 7,4'e kadar yükseltmiştir. Sonraki yıllarda bu oran kademeli bir şekilde azalarak 4,2'ye düşmüştür.

Kamu bankalarının ve TCMB'nin DİBS portföyü genişlerken özel bankaların iç borç stoku içindeki payı yatay seyretmiştir. Bu kapsamda özel bankaların 2018 yılında yüzde 19,1 olan payı 2022 Ç2 döneminde yüzde 20,5 olarak gerçekleşmiştir. Bununla beraber, TCMB tarafından Ağustos 2022'de yapılan zorunlu karşılıklarla ilgili düzenleme kapsamında bankaların olası ilave DİBS talebi dikkate alınarak 2022 Ç2 döneminde özel bankaların iç borç stoku içindeki payında artış olması öngörülmektedir.

### Merkezi Yönetim Borç Stokunun Döviz Riski

Risk analizine dayanan borç yönetimi yaklaşımının uygulandığı son 20 yıllık dönemde ilk defa 2021 yılında dış borçların payı iç borçları geçmiştir. Ancak döviz kuru riski borç stokunun yerli ve yabancı para yapısı üzerinden değerlendirilmektedir.

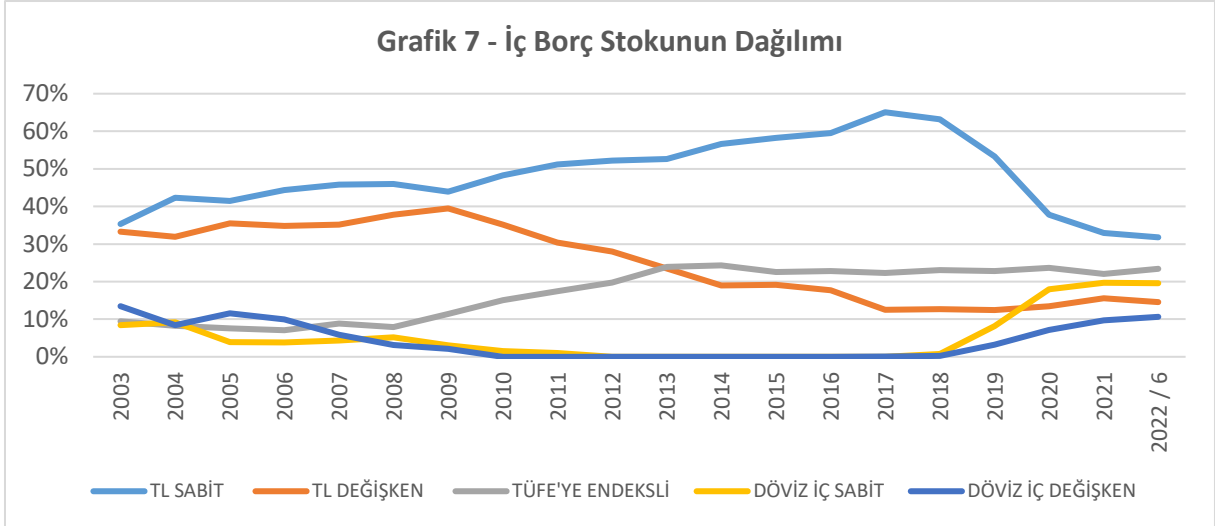


Kaynak: Hazine ve Maliye Bakanlığı verilerinden hesaplanmıştır.

Merkezi Yönetim Bütçesi borç stokunun yerli ve yabancı para dağılımı iç ve dış borçtan iki yıl önce, 2019 yılında, eşitlenmiştir. 2020 yılından sonra ise yabancı paranın payı hızlı bir artış göstermiştir (Grafik 6). Bu durum 2010 yılında sonlandırılan döviz cinsi DİBS'lerin 2018 yılı ve sonrasında yeniden ihraç edilmesine bağlı olarak ortaya çıkmıştır. Döviz cinsi iç borçlanmanın sakıncaları Ekim 2020 tarihinde TEPAV tarafından yayınlanan "Dövizle İç Borçlanmanın Günahı" başlıklı Değerlendirme Notunda<sup>3</sup> ayrıntılı olarak tartışılmıştır.

<sup>3</sup> Cangöz, C., Dövizle İç Borçlanmanın Günahı, 2020, <https://www.tepav.org.tr/tr/haberler/s/10192>

## DEVLETİN BORCU İÇİN DERTLENMELİ MİYİZ?



Kaynak: Hazine ve Maliye Bakanlığı verilerinden hesaplanmıştır.

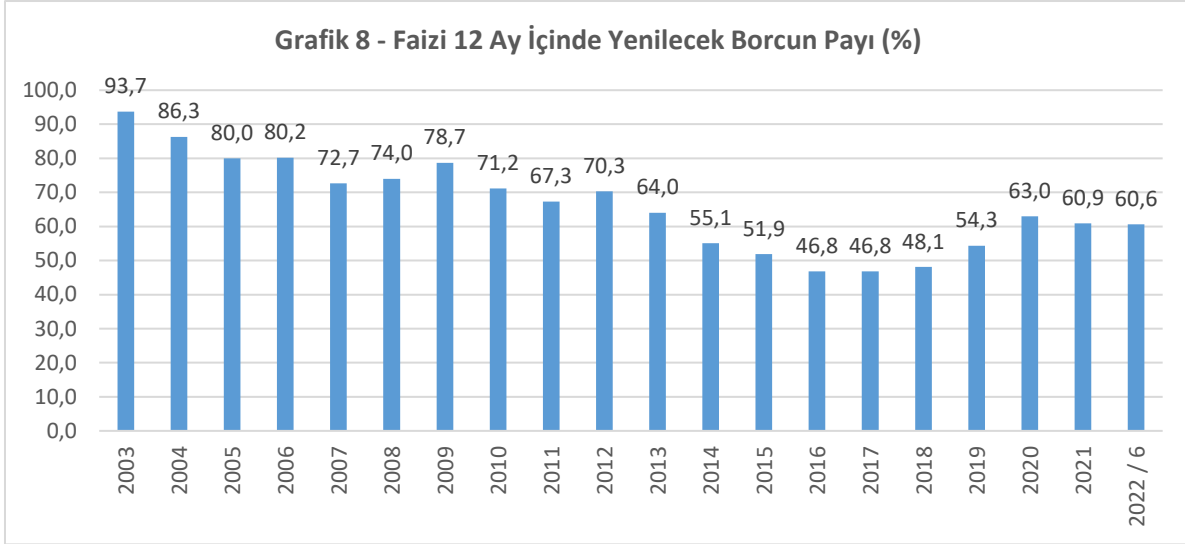
İç borç stokunun döviz kurundaki hareketlere duyarlılığının azaltılması kapsamında 2003 yılından sonra döviz cinsinden iç borçlanma kontrollü bir şekilde kısılarak 2010 yılında sıfırlanmıştır. Buna paralel olarak TL cinsi DİBS ihracı da piyasa dengelerini bozmayacak şekilde düzenli olarak artırılmıştır. 2003 – 2010 yılları arasında izlenen bu risk yönetimi stratejisinin sonucu olarak Hazine iç borç stoku döviz kurundaki değişimlerden etkilenmeyecek şekilde yapılandırılmıştır (Grafik 7).

2018 yılında Maliye ve Hazine Bakanlığı tarafından yeniden ihracına başlanan döviz cinsi DİBS'ler iç borç stokunu TL'nin yabancı paralar karşısındaki dalgalanmasından önemli oranda etkilenir hale getirmiştir. Bakanlıkça ilan edilen ağırlıklı TL borçlanma stratejisinin tersi yönde uygulanan borçlanma politikası ile toplam stok içinde TL cinsi borçların payı en düşük seviyelere inmiştir.

### Merkezi Yönetim Borç Stokunun Faiz Riski

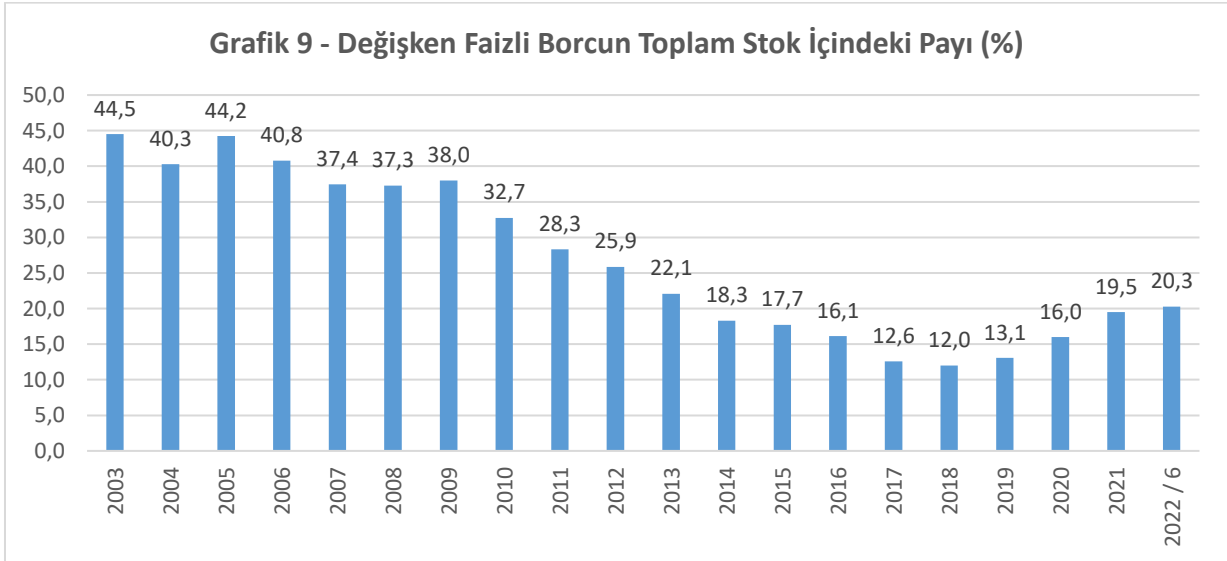
Hazine ve Maliye Bakanlığı faiz riskine ilişkin stratejik ölçütü "gelecek 12 ayda faizi yenilenecek senetlerin payının belirli bir seviyede tutulması" olarak belirlemiştir. 2017 yılında yüzde 46,8'e kadar gerileyen oran gelecek 12 ay içindeki faiz değişikliklerine karşı duyarlı borç miktarının önemli ölçüde azaldığına işaret etmektedir. Ancak 2018 sonrasında stratejik ölçütte "belirli bir seviyede tutulması" öngörülen oran artarak yüzde 60'ın üzerine çıkmıştır (Grafik 8).

## DEVLETİN BORCU İÇİN DERTLENMELİ MİYİZ?



Kaynak: Hazine ve Maliye Bakanlığı.

Faiz oranlarındaki değişimin borç stokuna etkisini ölçen göstergelerinden bir diğeri değişken faizli borcun toplam stok içindeki payıdır. 2001 krizini takiben ihraç edilen DİBS'lerin büyük bir kısmının değişken faizli olmasının da etkisiyle 2003 yılında borç stokunun yüzde 44'ü değişken faizli borçlardan oluşmuştur. Ağırlıklı olarak döviz kuru riskinin kontrol altına alınması çabalarının ön plana çıktığı 2003-2010 dönemi sonrasında faiz riskinin azaltılmasına yönelik borçlanma stratejileri izlenmiş ve 2017 yılında değişken faizli borcun oranı yüzde 12'ye kadar gerilemiştir. (Grafik 9).



Kaynak: Hazine ve Maliye Bakanlığı verilerinden hesaplanmıştır.

2018 yılından başlayarak Hazine ve Maliye Bakanlığı değişken faizli borçlanmaya ağırlık vermiştir. Ayrıca bu döneme kadar geleneksel olarak yüzde 90 oranında sabit faizli olan dış borç stokunda değişken faizli dış borçların payında kayda değer bir artış gözlenmiştir. Ancak değişken faizli iç borçlardaki artış daha da dikkat çekicidir. Nitekim TL cinsinden sabit faizli borçların iç borç stoku içindeki payı yüzde 65'ten yüzde 32'ye kadar gerilerken döviz riskinin artması pahasına sabit faizli döviz cinsinden DİBS'lerle faiz riskindeki artış bir nebze dengelenmeye çalışılmıştır (Grafik 7).



Hazine değişken faizli borçların yanı sıra TÜFE'ye endeksli DİBS ihraç etmektedir ve bu senetler de dolaylı da olsa faiz riskine maruz kalmaktadır. Dolayısıyla iç borç stoku içindeki payı yüzde 23 olan TÜFE'ye endeksli borçlar da dahil edildiğinde iç stokunun yüzde 50,8'i, Merkezi Yönetim toplam borcunun ise yüzde 42'si faize duyarlı hale gelmiştir.

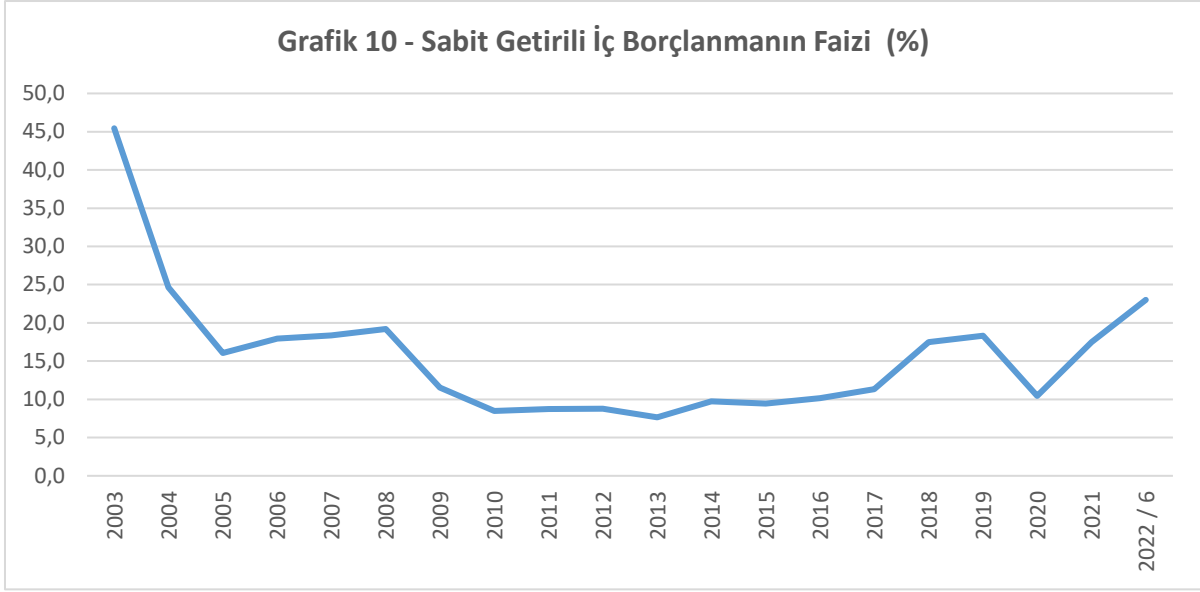
### Sonuç

Hazine'nin devlet borcunun yönetiminde risk analizine dayanan stratejiler uygulamaya başladığı 2002 yılından bu yana geçen 20 yıllık dönemi ilk 15 yıl ve son 5 yıl olarak iki ana başlıkta değerlendirmek yerinde olacaktır:

- **2002 – 2017 dönemi:** Bu dönemin ilk beş yılında uygulanan sıkı maliye politikasıyla Hazine'nin borç yükü kayda değer bir şekilde azalarak yüzde 67'den yüzde 37'ye düşmüştür. 2008 kriziyle birlikte bir miktar artış görülse de borç stokunun GSYH'ye oranı 2009 yılındaki yüzde 43,9 seviyesinden 2017 yılında yüzde 28'e inmiştir. Öte yandan 2002-2017 dönemi piyasa riskinin yönetimi bakımından da ikiye ayrılmaktadır. 2002-2010 döneminde ağırlıklı olarak borç çevirememeye (roll-over) riskinin ve döviz kuru riskinin ortadan kaldırılmasına ilişkin bir strateji uygulanmıştır. 2010-2017 döneminde ise faiz riskinin kontrolü ve vade uzatımı öncelikli olmuştur.
- **2018 ve sonrasında dönem:** Borçlanma miktarının arttığı, döviz cinsinden iç borçlanmanın yeniden başladığı, değişken faizli borçların toplam stok içindeki payının yükseldiği bir dönem olmuştur. Genel olarak kamu borcunun yönetiminden risk yönetiminden uzaklaşıldığı ve devlet borcunun piyasa risklerine duyarlılığı önemli ölçüde artmıştır. Bu bağlamda döviz kuru riskinde 2003 öncesi döneme göre kıyaslandığında daha riskli bir pozisyon oluşmuştur. Faiz riskinde ise 2010-2017 döneminde elde edilen kazanımlar büyük ölçüde kaybedilmiştir.

Borç yönetimi literatüründe genel kabul gördüğü üzere tercih edilen borç portföyünün yapısı hükümetin borç yönetimi konusundaki hedefleriyle uyumlu olacak şekilde maliyet ve risk arasındaki değiş tokuşa dayalı bir dengeyi yansıtmalıdır. Bu bağlamda portföyün risk seviyesi arttığında borçlanma maliyetinin düşmesi ya da risk azaldığında maliyetin artması beklenir. Ancak 2018 sonrası dönemde uygulanan borç yönetimi stratejisi ile bir yandan borç portföyünün risklilik seviyesi yükselirken diğer yandan da borçlanma maliyeti (faiz oranı) artmıştır (Grafik 10).

## DEVLETİN BORCU İÇİN DERTLENMELİ MİYİZ?



Kaynak: Hazine ve Maliye Bakanlığı verilerinden hesaplanmıştır.

Borçlanma maliyetindeki artış ve borcun yapısının risklere daha duyarlı olmasının yanı sıra [Kamu Özel İşbirliği](#) sözleşmeleri, Kur Korumalı Mevduat, Kredi Garanti Fonuna verilen Hazine garantileri gibi bütçe dışı riskler borç stokunun hızlı bir artış göstermesine neden olabilecek faktörlerdir. Ayrıca Türkiye'nin uluslararası kredi değerliliğinin çok yüksek risk seviyesinin sadece bir kademe üzerinde olması ve kredi temerrüt takas oranlarının 800 baz puan seviyesinde seyretmesi finansmana erişim imkanlarını da olumsuz etkileyen faktörlerdir. 2002 - 2017 döneminde Merkezi Yönetim Borç Stokunun GSYH'ye oranı yüzde 28 seviyesine gerilerken kur ve faiz şoklarına karşı direnci de arttığı için gerek bütçe dışı risklere gerekse makroekonomik krizlere karşı bir mali alan sağlamaktaydı. Ancak, 2018 sonrasında uygulanan ekonomi politikaları, yaşanan Covid19 pandemisi ve risk yönetiminden uzaklaşan borç idaresinin bir sonucu olarak devlet borcu artık mali alan sağlamadığı gibi hızlıca büyüyen bütçe ve ekonomi üzerinde ilave baskı yaratma olasılığı bulunmaktadır.

Devlet borcunun son 20 yıllık dönemdeki seyri bu alanda atılan reform adımlarıyla elde edilen kazanımların önemli ölçüde aşınmaya uğradığını göstermektedir. Bu bağlamda TEPAV tarafından 2019 yılında Hazine ve Maliye Bakanlığı bünyesinde yapılan borç idaresine ilişkin düzenlemeyi takiben yayınlanan "[Borç Yönetiminin Kurumsal Yapısı: Nereye Gidiyoruz?](#)" başlıklı Değerlendirme Notunda ifade edilen endişelerin yerinde olduğu değerlendirilmektedir.