



M. Coşkun Cangöz¹

DÖVİZLE İÇ BORÇLANMANIN GÜNAHI

12 Eylül 2018 tarihinde Hazine bireysel yatırımcıya yönelik 364 gün vadeli 6 ayda bir kupon ödemeli Avro cinsi devlet iç borçlanma senedi (DİBS) için talep toplamaya başladı. İki günlük talep toplama süresinin sonunda Hazine %1,10 kupon oranı ile 837 milyon Avro tutarında tahvil ihraç etti. Hazine bu borçlanmadan önceki son döviz cinsi tahvil ihracını 19 Ocak 2010 tarihindeki ihale ile gerçekleştirmiş ve 1,9 milyar ABD doları borçlanmıştı. Daha sonra bu tahvili 18 Ocak 2012 tarihinde ödeyerek döviz cinsi iç borç stokunu sıfırlamıştı.

Aslında Eylül 2018’de gerçekleştirilen 837.000 Avro tutarındaki bu borçlanma sadece Hazine finansman programı kapsamında yapılan bir tahvil ihracı değil, Hazine borç ve risk yönetimindeki kırılmanın bir işaret fişeği olarak değerlendirilebilir. Nitekim Hazine sadece 2018 yılının son çeyreğinde 122,5 milyon Avro ve 98,5 milyon ABD doları tutarında döviz cinsinden borçlanma yapmakla kalmadı, döviz cinsi DİBS ve kira sertifikaları Hazine finansman programının bir parçası haline geldi. Bu kapsamda Hazine sadece Ocak – Ağustos 2020 döneminde yaptığı iç borçlanmanın yüzde 30’undan fazlasını ABD doları ve Avro ile gerçekleştirdi.

Döviz Cinsi İç Borçlanmanın Kısa Tarihi

Hazine 1996 yılı sonlarında yaptığı 2,2 milyar ABD doları tutarındaki borçlanmayla ilk defa döviz cinsinden DİBS ihracı gerçekleştirmişti. Daha sonra 2001 yılındaki iç borç takasına kadar Hazine halka arz da dahil olmak üzere farklı yöntemlerle ve düzenli olmayan bir şekilde döviz cinsi ve dövize endekli olarak Hazine iç borçlanmaya devam etmişti. Haziran 2001’deki iç borç takasında ise Hazine hem iç borç stokunun vadesini uzatmak, hem de bankaların döviz açık pozisyonlarını kapatmalarına katkıda bulunmak için 3 ve 5 yıl vadeli olarak 6,7 milyar ABD doları karşılığında (7,7 milyar TL) dövize endekli DİBS ihraç etmişti.

¹ https://www.tepav.org.tr/tr/ekibimiz/s/1413/M.+Coskun+Cangoz_+Dr.

Hazine'nin aktif risk yönetimine başladığı dönemden itibaren döviz cinsi borçlanma sadece daha önce ihraç edilmiş olan tahvillerin itfa dönemlerinde ve itfa tutarından daha düşük tutarlarda yapılmıştı. Hazine 2003-2010 yılları arasında 3,0 milyar Avro ve 34.0 milyar ABD doları tutarında iç borçlanma yapmıştı. Buna karşılık döviz cinsi iç borçlanmanın düzenli olarak yeniden ihraç edildiği Eylül 2018 – Ağustos 2020 döneminde ise Hazine 8,7 milyar Avro ve 14,2 milyar ABD doları tutarında DİBS ve kira sertifikası ihracı gerçekleştirdi.

Döviz Cinsi İç Borçlanma (Milyon Avro / ABD Doları)

	Avro	ABD Doları
2003	929	8.884
2004		8.680
2005	1.392	11.494
2006	738	649
2007		1.838
2008		564
2010		1.925
2018	688	99
2019	5.154	86
2020/08	2.904	13.969

Kaynak: Hazine ve Maliye Bakanlığı

İlk Günah

1997 Asya krizini takiben Barry Eichengreen ve Ricardo Hausmann (1999) ve daha sonra da Ugo Panizza (2003) ile birlikte yayınladıkları bir dizi çalışma ile sınırlı sayıda ülke dışındaki diğer ülkelerin kendi paralarıyla yurt dışından borç alamadıklarına, dahası pek çok ülkenin kendi yurtiçi piyasalarında bile milli paralarıyla uzun vadeli borçlanma imkânı bulamadıkları için yabancı para ile borçlandıklarına dikkat çekerek bu durumu ilk (orijinal) günah olarak tanımlamışlardı. Borçları yabancı para cinsinden fakat gelirleri milli para cinsinden olan ülkeler nakit akımları arasında uyumsuzluk nedeniyle finansal ve borç krizleri ile karşı karşıya kalmaktadır. Para birimi uyumsuzluğu yaşayan ülkelerde döviz kurlarındaki yükseliş borçluluk seviyesinde artışa neden olmakta, borçlunun ödeme gücünü yaşamasına ve finansal sistemde kırılanlıklara yol açmaktadır.

Eichengreen, Hausmann ve Panizza (2003) ilk günahı yurtiçi ve uluslararası ilk günah olmak üzere ikiye ayırmış ve ölçülmesine yönelik olarak çeşitli yöntemler geliştirmiştir. Bu kapsamda basitleştirilmiş haliyle yurtiçi ilk günah aşağıdaki şekilde ölçülmektedir:

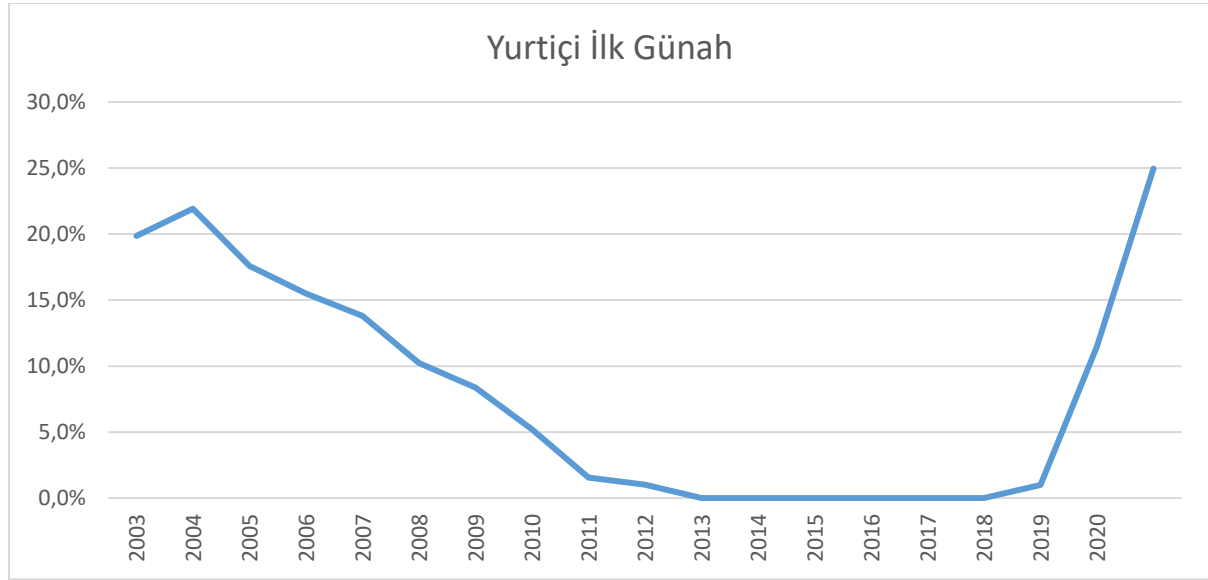
$$YİG = \frac{\text{yabancı para cinsi ve endeksli iç borç}}{\text{toplam iç borç}}$$

Son yıllarda özellikle gelişmiş ülke tahvillerinin getirisindeki düşüşlerin de etkisiyle yabancı yatırımcılar gelişen ve gelişmekte olan ülkelerin iç borçlanma senetlerine ilgi göstermektedir. Buna paralel olarak ülkeler de yurtiçi tahvil piyasasını geliştirme çabası içine girmekte ve finansman ihtiyacını giderek artan oranda iç borçlanma yoluyla karşılamaktadır. Bunun bir

sonucu olarak para birimi uyumsuzluğu azalmakta, hatta ortadan kalkmaktadır. Nitekim Eichengreen, Hausmann ve Panizza da yurtiçi tahvil piyasasının gelişmesiyle ilk günah kaynaklı sorunların azalacağını belirtmiştir.

Hazine'nin İlk Günahla İmtihani

İlk olarak 1996 yılında yurtiçinde dövizle borçlanan Hazine, risk yönetimini esas alan borçlanma stratejilerinin uygulanması kapsamında 2003-2010 döneminde "ağırlıklı olarak TL borçlanmak" ölçütünü esas alırken, 2011-2017 yılları arasında "yurtiçi piyasalardan TL cinsinden borçlanmak" ilkesi doğrultusunda hareket etmiştir. Nitekim 2004 yılından itibaren yurtiçi ilk günah sürekli bir şekilde düşmüş ve 2012 yılı Ocak ayında ortadan kalkmıştı. Hazine'nin bu stratejisinin temel hedefi para birimi uyumsuzluğunu ortadan kaldırarak döviz kuru hareketlerine karşı dayanıklılığın artırılmasıydı.

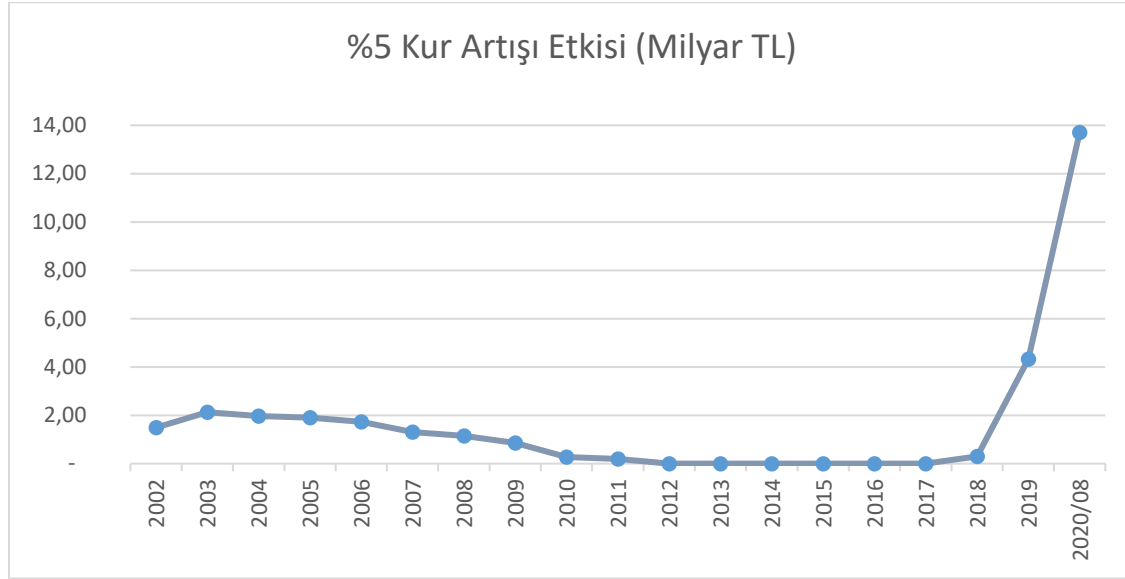


Kaynak: Hazine ve Maliye Bakanlığı verileri kullanılarak hesaplanmıştır.

Ancak, yurtiçinde artan faiz oranlarının da etkisiyle Hazine son iki yılda yoğun bir şekilde yurtiçinde yabancı para ile borçlanmış ve yurtiçi ilk günah da tarihsel olarak en yüksek seviyesine ulaşmıştır. Öte yandan, döviz cinsinden DİBS ve kira sertifikaları ile yapılan bu borçlanma kısa dönemde maliyet avantajı sağlıyormuş gibi görünse de literatürde çokça vurgulandığı ve 2012 öncesi dönemde bizzat tecrübe edildiği gibi varlık ve yükümlülükler arasındaki uyumsuzluklar nedeniyle olası döviz kuru şoklarına karşı ekonominin kırılganlığını artırmakta, mali ve finansal krizlere açık hale getirmektedir.

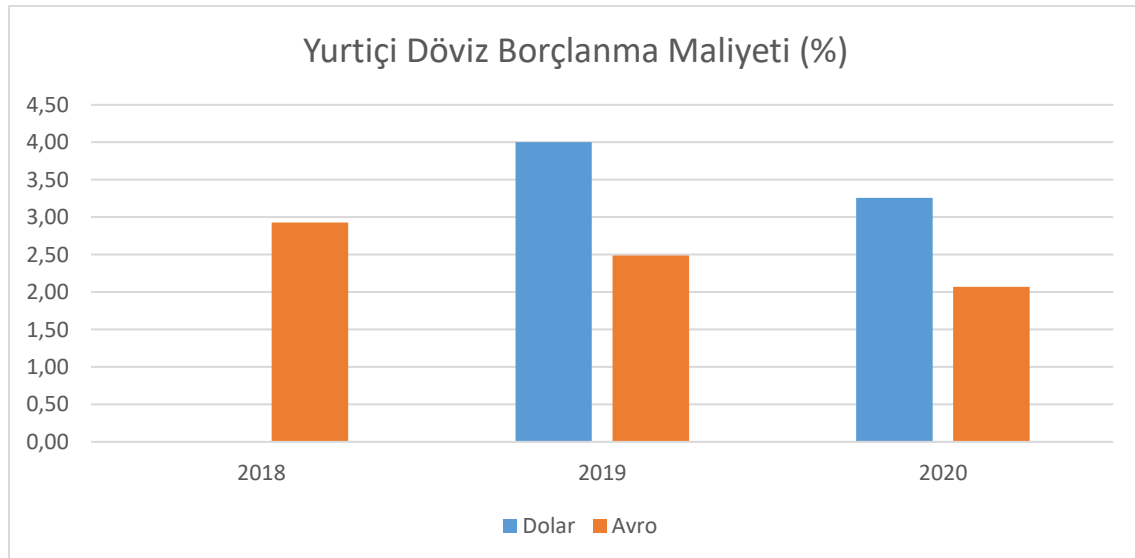
Yurtiçi ilk günahın büyüklüğü ile Hazine'nin döviz kurundaki artışlara karşı duyarlılığı ters yönde hareket etmektedir. Bu kapsamda döviz kurunda yüzde 5'lik bir artış 2002 yılında döviz cinsi ve endeksli iç borcu yaklaşık 1,5 milyar TL artırırken, Hazine risk yönetimi kapsamında azalan döviz cinsi borçlar nedeniyle küresel krizin yaşandığı 2009 yılında sadece 880 milyon TL artırmaktaydı. Takip eden yıllarda döviz cinsi iç borçların azalmasına paralel olarak kur artışının iç borç stoku üzerindeki etkisi önce azalmış ve 2012 yılında da sıfıra inmişti. Ancak 2018 yılından itibaren Hazinesinin yeniden döviz cinsinden iç borçlanmaya başlamasıyla beraber, iç borç stokunun döviz kuru hareketlerine duyarlılığı da artış

göstermiştir. Bu kapsamda 2018 yılında 290 milyon TL olan kurdaki yüzde 5'lik değişimin iç borç stoku üzerindeki etkisi 2019 yılında 4,3 milyar TL'ye yükselmiş, Ağustos 2020 itibariyle de 13,7 milyar TL ile tarihsel olarak en yüksek seviyeye ulaşmıştır.



Kaynak: Hazine ve Maliye Bakanlığı verileri kullanılarak hesaplanmıştır.

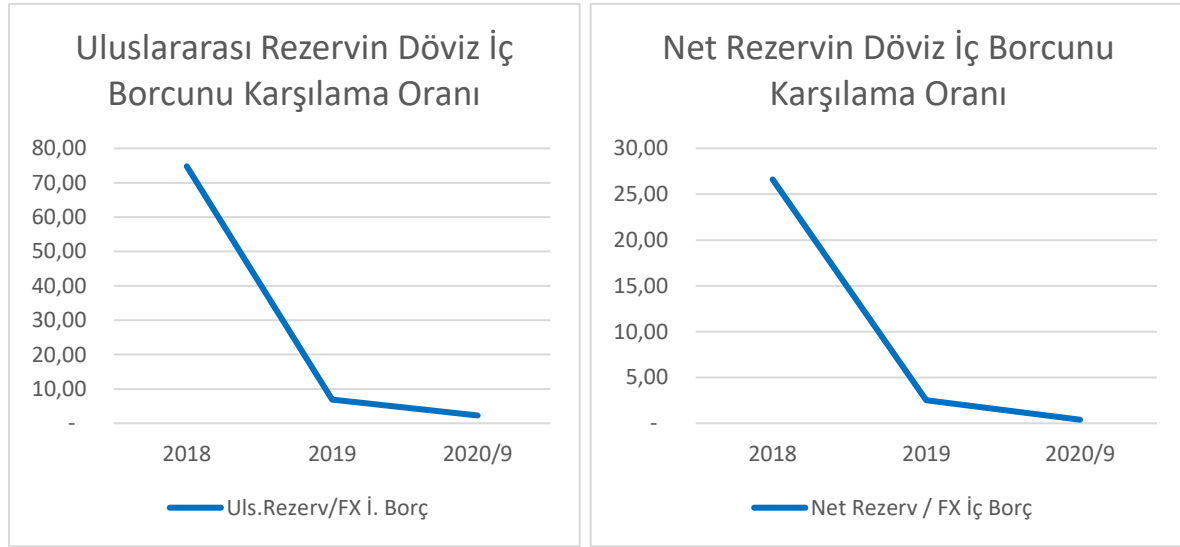
Kamu borç yönetiminin temel amacı orta ve uzun vadede mümkün olan en düşük maliyet ve makul risk seviyesinde borçlanmaktır. Bu kapsamda ilk günah nedeniyle bozulan risk pozisyonuna karşılık Hazine'nin döviz cinsi borçlanarak bir maliyet avantajı sağlayıp sağlamadığına bakıldığında ABD doları cinsinden yıllık olarak ortalama yüzde 3,5 - 4,0 seviyesinde bir faiz ödenirken, Avro cinsi borçlanmalarda ise yıllık faiz oranının yüzde 2,0 - 3,0 bandında gerçekleştiği dikkat çekmektedir.



Kaynak: Hazine ve Maliye Bakanlığı verileri kullanılarak hesaplanmıştır.

Hazine yurtiçinde döviz cinsi borçlanmayı büyük ölçüde 1-2 yıllık vadelerle yapmaktadır. ABD doları ve Avro olarak kendi yurtiçi piyasalarında borçlanan ülkelerin aynı vadeli tahvillerinin faizi oldukça düşüktür. Nitekim 1-2 yıllık ABD tahvilleri yüzde 0,12 - 0,14, Almanya ve

Fransa'nın Avro tahvil faizi de negatif olmak üzere yüzde 0,65 – 0,75 bandındadır. Avro bölgesinin yüksek borçlu ülkelerinden İtalya'nın tahvil faizi ise negatif yüzde 0,35 -0,55'dir. Avro bölgesinde Türkiye'nin B2 olan kredi notuna B1 ile en yakın ülke olan Yunanistan'ın 6 aylık tahvillerinin getirisi negatif olarak yüzde 0,2 iken 5 yıllık tahvillerinin getirisi yüzde 0,15 seviyesindedir. Dolayısıyla, Hazine yurtdışında döviz cinsi borçlanırken bir yandan yatırımcılara ödediği risk primi nedeniyle ilave maliyet üstlenmek durumunda kalırken diğer yandan da döviz kuru riskini üstlenmektedir. Bu kapsamda ilk günahın ortaya çıkmasıyla neticelenen süreçte Hazine'nin yurtdışında dövizle borçlanma stratejisi düşük maliyet – makul risk dengesinin sağlanması şeklindeki borç yönetiminin temel prensibini karşılamaktan uzak görünmektedir.



Kaynak: Hazine ve Maliye Bakanlığı ile TCMB verileri kullanılarak hesaplanmıştır.

Öte yandan dış borç duyarlılığının önemli bir göstergesi olan uluslararası rezervlerin kısa vadeli dış borçları karşılama oranı, vade yapısı da dikkate alınarak döviz cinsi iç borçlara uygulandığında 2018 yılında 74,78 seviyesindeki oranın 2019 yılında 6,94'e düştüğü, Eylül 2020 itibarıyla ise 2,28'e kadar gerilediği görülmektedir. Aynı değerlendirme net döviz rezervi üzerinden yapıldığında 2018 yılında 26,62 olan oran 2019 yılında 2,52'ye, Eylül 2020'de ise 0,39'a düşmektedir. Dolayısıyla hızlı bir şekilde artan döviz cinsi iç borçlar para birimi uyuşmazlığı nedeniyle döviz pozisyonunu olumsuz yönde etkilemenin yanı sıra mevcut rezervlerin döviz cinsi yükümlükleri karşılama yeterliliğini azaltıcı yönde de etki yaratmaktadır.

Sonuç

Osmanlı Devleti ilk defa iç borçlanmaya 1683 yılında İkinci Viyana Kuşatmasının ardından gitmiş ve "İmdadı Seferiye" adı altında 327,5 milyon akçe tutarında borç almıştı. Cumhuriyet döneminde ise ilk iç borçlanma 12 milyon Türk liralık "Ergani İstikrazı"dır. Bu borçlanma Fevzi Paşa – Diyarbakır demiryolunun finansmanı amacıyla yapılmıştı. Daha sonra ilk defa devlet iç borçlanma senedi (DİBS) ihalesinin yapıldığı 1985 yılına kadar Hazine finansman açığını karşılamak için ağırlıklı olarak Merkez Bankasından kısa vadeli avans kullanmıştır. Bu dönemde Hazine, tasarruf bonusu, KİT'lerin ödenemeyen borçları için çıkartılan iç konsolidasyon tahvilleri, kalkınma istikrazı tahvili, savunma borçları tahvili gibi adlarla dönem dönem iç borçlanmış olsa da ilk defa döviz cinsi iç borçlanma 1996 yılında yapılmıştır. Takip

eden yıllarda yurtiçinde döviz cinsi veya endeksli olarak borçlanan Hazine, döviz kuru riskinin minimize edilmesi stratejisi kapsamında, 2010 yılında bu enstrümanın ihracına son vermiştir. Ancak Hazine 2018 yılında önce halka arz daha sonra da kurumsal yatırımcılara DİBS ve kira sertifikası ihracıyla yurtiçinde döviz cinsi borçlanmaya yeniden başlamıştır.

Literatürde yurtiçi ilk günah olarak adlandırılan yurtiçi piyasada döviz cinsi borçlanmaya diğer ülkeler gibi Türkiye de esas olarak ABD doları ve Avro cinsi finansman maliyetlerinin Türk lirasına göre düşük olması nedeniyle yönelmiştir. Ancak borçları yabancı para cinsinden fakat gelirleri milli para cinsinden olan ülkeler nakit akımları arasında uyumsuzluk nedeniyle finansal ve borç krizleri ile karşı karşıya kalmaktadır. Nitekim artan döviz cinsi iç borçlanmaya paralel olarak Hazinesinin döviz kurundaki değişikliklere karşı duyarlılığı artmış, döviz rezervinin döviz yükümlülüklerini karşılama oranı düşmüştür. Öte yandan, Hazine'nin 2002 yılından bu yana sürdürdüğü "borçlanmanın ağırlıklı olarak TL cinsinden yapılması" stratejisine ek olarak 2011-2017 yılları arasında uyguladığı gibi "iç borçlanmanın TL cinsinden yapılması" durumunda döviz cinsinden iç borçların vadesi görece kısa olduğu için Hazine döviz pozisyonu hızlı bir şekilde iyileşecek ve gerek Hazinesinin gerekse finansal sistemin döviz kuru şoklarına karşı direncini artacaktır.

KAYNAKLAR

Balıbek, E. (2011) 2011 İç Borç Takası: Nedenler, Yöntem ve Sonuçlar, Maliye Dergisi Sayı 160 sf. 369-391

Eichengreen, B. ve R. Hausmann (1999) Exchange Rates and Financial Fragility, National Bureau of Economic Research, Working Paper 7418

Eichengreen, B., R. Hausmann ve U. Panizza (2003) Currency Mismatches, Debt Intolerance and Original Sin: Why They Are not the Same and Why It Matters, National Bureau of Economic Research, Working Paper 10036

Hazine ve Maliye Bakanlığı Kamu Borç Yönetimi Raporu <https://hmb.gov.tr/kamu-finansmani-raporlari>

Hazine ve Maliye Bakanlığı Kamu Finansmanı İstatistikleri <https://hmb.gov.tr/kamu-finansmani-istatistikleri>