



M. Coşkun Cangöz¹

BORÇ YÖNETİMİNİN KURUMSAL YAPISI: NEREYE GİDİYORUZ?

1990'lı yıllar dünyada kamu borç yönetimindeki dönüşümün başlangıç yılları olarak kabul edilir. Bu dönüşümün arkasındaki temel neden önceki dönemlerde görülen yüksek faiz oranları ve düşük büyüme oranlarının bir sonucu olarak pek çok ülkede bütçe açıklarının ve buna bağlı olarak da kamu borçlarının artmış olmasıdır. Nitekim dünyada yaşanan borç krizlerinin etkisiyle kamu borcuna yüzde 60 sınırı getiren Maastricht anlaşması ve kamu borcunu düzenleyen Mali Sorumluluk Yasası ve benzeri yasal düzenlemeler bu dönemde hayata geçirilmiştir.

2001 yılında ise kamu borcunun etkin bir şekilde yönetilmesi ve yeni krizlere neden olmaması için uluslararası iyi uygulamalardan hareketle Dünya Bankası ve IMF tarafından Kamu Borç Yönetimi Rehberi yayınlanmıştır². Rehberde borç yönetiminin temel amaçları, makroekonomik politikalarla koordinasyonu, kurumsal yapı, borç yönetim stratejileri ve risk yönetimi konusunda temel ilkelere yer verilmiş ve yerel para cinsinden kamu borç piyasasının gelişimi için genel bir çerçeve oluşturulmuştur.

Kamu borç yönetimindeki dönüşümün iki temel ögesi bulunmaktadır. Bunların ilki borçlanma hedef ve stratejilerinin maliyet ve risk dengesini esas alacak şekilde belirlenmesi, ikincisi ise gerekli kurumsal yapının oluşturulmasıdır. Bu iki ögeyle uyumlu olarak borç yönetiminin temel amacı ise devletin finansman ihtiyacı ve ödeme yükümlülükleri orta ve uzun vadede mümkün olan en düşük maliyetle finanse edilirken risk seviyesinin de makul bir düzeyde tutulması olarak belirlenmiştir. Dolayısıyla etkin borç yönetimi sadece borçlanma maliyetinin düşük olmasını değil, aynı zamanda piyasa riski (faiz riski, kur riski, emtia fiyat riski vb.) borç çevirememesi riski, likidite riski, kredi riski ve operasyonel risk

¹ M. Coşkun Cangöz

² <https://www.imf.org/external/np/mae/pdebt/2000/eng/index.htm>

gibi borçlanma maliyetini artırabilecek ve geri ödeme koşulları olumsuz yönde etkileyebilecek faktörlerin kontrol altında tutulmasını gerektirmektedir.

Yukarıda sözü edilen maliyet ve risk dengesinin vergi mükelleflerine ilave ya da beklenmedik yük getirmeyecek şekilde oluşturulması bakımından borç yönetiminin kurumsal yapısının ne şekilde oluşturulduğu önem arz etmektedir. Kamu borcunun etkin yönetimini sağlayacak teknik ve idari kapasitenin bulunmadığı ya da bu kapasitenin borç yönetiminin bütün aşamalarını kapsayan, iç kontrolleri sağlıklı çalışan, şeffaflık ve hesap verilebilirlik ilkelerine göre organize edilmediği durumlarda sürdürülemez borç yapısı ortaya çıkmakta ve bu durumda da ekonominin finansal şoklara, dolayısıyla krizlere açık hale gelmesine yol açmaktadır.

Borç yönetiminde etkin kurumsal yapının ön şartlarından birisi kamu adına finansal yükümlülük yaratma yetkisinin yasal düzenleme net bir şekilde belirlenmiş ve tek bir çatı altında toplanmış olmasıdır. Yasa ile borç yönetiminden birime verilen bu yetkinin kullanılmasında genel kabul görmüş yapı yatırım bankalarındaki ön-orta-arka ofis uygulamasıdır. Görev ve sorumlulukların net şekilde tanımlandığı, birimler arasında çıkar çatışmasının olmadığı ve operasyonel kontrollerin güvence altına alındığı bu modelde görev ve sorumluluk ihlallerinin oluşması riski de minimize edilir.

Borç ofisini oluşturan alt ofisler bir organizmanın birbirini tamamlayan bileşenleri şeklinde hem birbirini denetleyen, hem de belirlenen bir hedefe doğru birlikte hareket eden birimlerdir. Dolayısıyla ön-orta ve arka ofislerin gündelik faaliyetlerini üst düzey iletişim ve tam bir koordinasyon içinde yürütmesi beklenir. Bu kapsamda ön ofis kendisine verilen risk limitlerine uygun olarak borçlanma ve operasyonu yürütür. Ayrıca orta ofise piyasa görünümüne ilişkin bilgi aktarmak suretiyle borçlanma stratejilerinin belirlenmesinde piyasa koşullarının gözetilmesine katkıda bulunur. Kurumsal yapının beyni olarak değerlendirilebilecek olan orta ofis borçlanma politika ve stratejilerini risk ve maliyet değiş tokuşunu dikkate alarak belirleyen ve ön ofisin bu limitler çerçevesinde faaliyet gösterip göstermediğini izleyen birimdir. Borç ofisi yapılanmasının kalbi ve dolaşım sistemini oluşturan arka ofis ise ödeme, muhasebe ve raporlama gibi görevleri yürütürken gerek ön gerekse orta ofise gerekli veri ve bilgi akışını sağlar.

Borç ofisi borcun hazırlıkla başlayıp geri ödenmesiyle sona eren ve borç yönetimi olarak tanımlanan süreci ön-orta ve arka ofis aracılığıyla yürütürken bu yapının çatısını genellikle Bakan, Bakan Yardımcısı veya Müsteşar düzeyinde oluşturulan bir üst düzey kurul oluşturur. Bu kurul borç yönetiminin diğer makroekonomik politikalarla koordinasyonunu sağlamanın yanı sıra borç ofisinin kendisine verilen yetki ve limitler kapsamında faaliyet gösterip göstermediğini de izler, yani borç ofisinin hesap verilebilirliğini sağlar.

Gerek borç ofisi yapısı, gerekse borçlanmayla ilgili çerçeve yasal düzenlemeler öncelikle İsveç, Yeni Zelanda, Avustralya, İngiltere, İrlanda gibi gelişmiş ekonomilerde hayata geçmiş, daha sonraki dönemlerde ise gelişmekte olan ekonomilere yayılmıştır.

2001 Krizi Sonrasında Borç Yönetiminin Yeniden Yapılandırılması

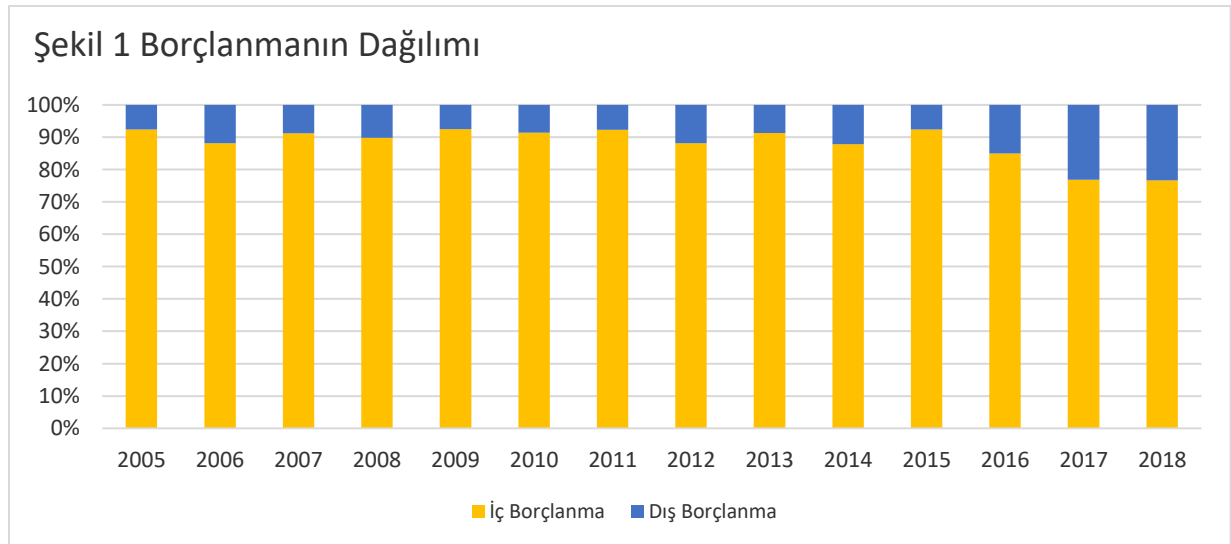
Dünyada borç yönetimini yeniden yapılandırma konusunda adımların atıldığı 1990'larda Türkiye kronik yüksek enflasyon, istikrarsız büyüme, zayıf finansal sektör ve yüksek kamu

açıkları gibi yapısal sorunlar karşısında yetersiz kurumsal yapılar nedeniyle gerekli politika tepkilerini verememiş ve birbiri ardına krizler yaşamıştır. Bu konjonktürün sonunda yaşanan 2000 Kasım ve 2001 Şubat krizlerinin ardından kamu borç yönetimi reformu gerçekleştirilmiş ve borç ofisi yapısına geçilmiştir.

Kamu borç yönetimi reformu kapsamında eşanlı olarak iki önemli yasal düzenleme yapılmıştır. Bunların ilkinde 4059 sayılı Hazine Müsteşarlığı teşkilat kanununda değişiklik yapılarak risk yönetimi fonksiyonu (orta ofis) Kamu Finansmanı Genel Müdürlüğüne verilmiştir. İkincisinde ise borçlanma yetkisini tek bir elde toplayan ve borç yönetiminin çerçevesini belirleyen 4749 sayılı Kamu Finansmanı ve Borç Yönetimi Hakkında Kanun hayata geçirilmiştir.

Hazine Teşkilat Kanununda yapılan değişikliğin sonucu olarak iç borçlanma, risk yönetimi, muhasebe, izleme ve raporlama gibi bir borç ofisinin üstlendiği görevlerin dış borçlanma hariç tamamı Kamu Finansmanı Genel Müdürlüğüne verilmiştir. Bu görevlere ilaveten Kamu Finansmanı Genel Müdürlüğünün nakit yönetimi, hazine garantilerinin izlenmesi, alacak yönetimi gibi borç idaresinin etkinliğini artıran ancak uluslararası uygulamada pek çok borç ofisinde bulunmayan ilave görevleri bulunmaktaydı.

Borç yönetimi reformu ile Kamu Finansmanı Genel Müdürlüğünde iç borcun ön ofisi, devlet borcunu bir bütün olarak kapsayan orta ofis ve arka ofisi içeren güçlü bir yapı oluşturulmuştur. Dış borcun ön ofisi fonksiyonu ise Dış Ekonomik İlişkiler Genel Müdürlüğünce yürütölmeye devam etmiştir. Ancak dış borç kullanımının toplam borçlanma içindeki payının yüzde 7-10 seviyelerinde bulunduğu dikkate alındığında ikili ön ofis yapısı borç ofisi faaliyetleri açısından pratikte bir olumsuzluk oluşturmamıştır (Şekil 1).

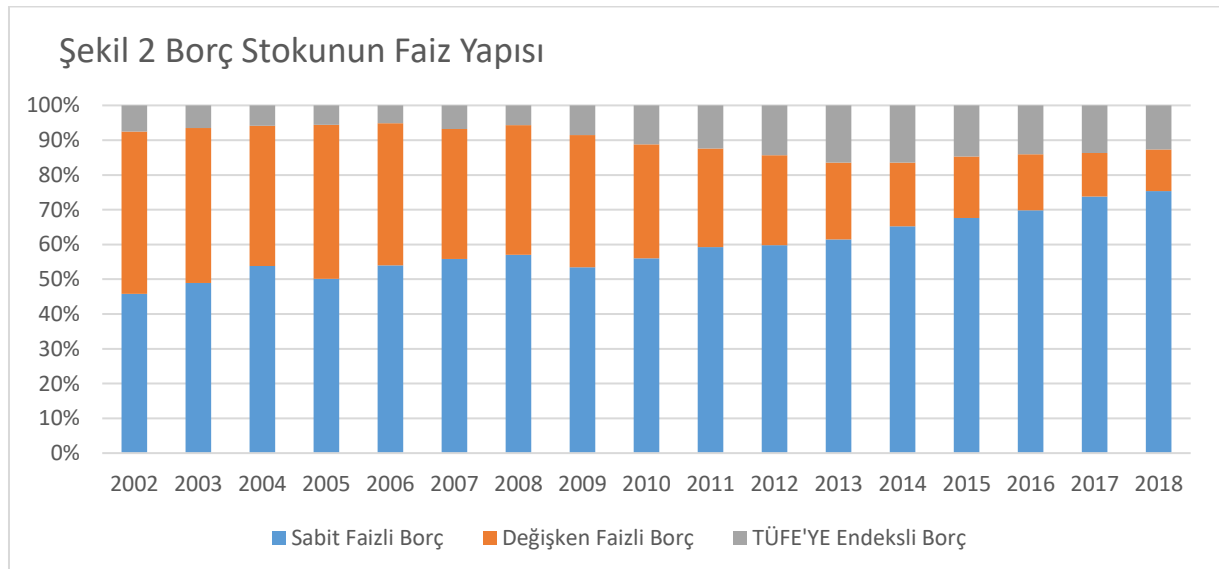


Kaynak: Hazine ve Maliye Bakanlığı

2002 yılında yapılan yasal düzenlemeler kapsamında çıkartılan yönetmelikle orta ofisin görevleri tanımlanmış ve uluslararası iyi uygulamalara paralel olarak Kamu Borç ve Risk Yönetimi Komitesi kurulmuştur. Komitenin orta vadeli strateji ve risk göstergelerinin belirlendiği toplantılarına Hazineden sorumlu Bakanın, diğerlerine ise Hazine Müsteşarının başkanlık etmesi düzenlenmiştir.

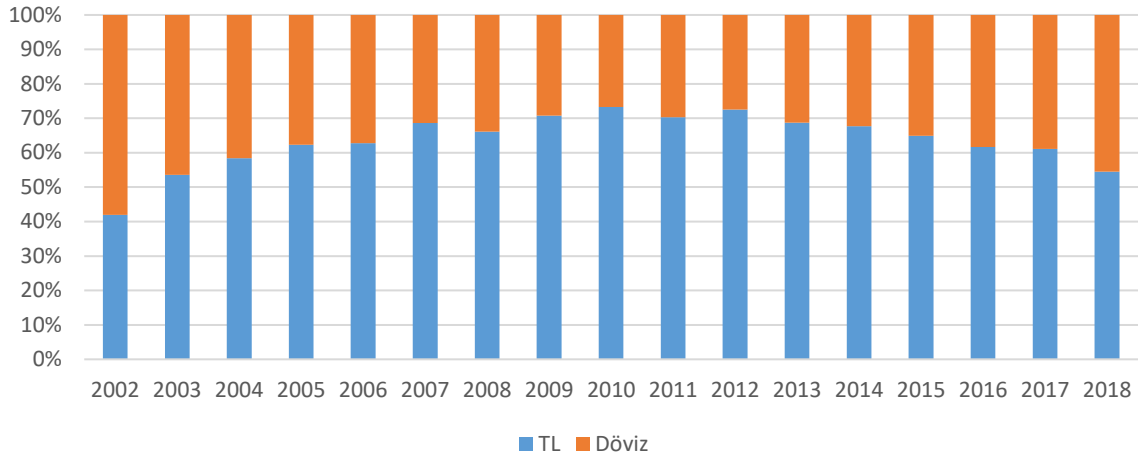
Oluşturulan yeni kurumsal yapı ile risk yönetimine dayanan, şeffaf ve hesap verilebilir bir borç yönetimi modeli oluşturulmuş ve aşağıda bir kısmı sayılan adımlar atılmıştır:

- Borç sürdürülebilirliğinin sağlanması amacıyla borçlanma limiti, garanti limiti, ikraz limiti düzenlemelerinin getirilmesi
- Kur ve faiz riski ile borçlanma maliyetini birlikte ele alan gelişmiş modellerin oluşturulması
- Garantilerden bütçeye gelebilecek ilave ödeme yükümlülüklerini ölçmek ve yönetmek amacıyla kredi riski modelleri oluşturulması
- Mali risklerin oluşumunu önlemeye yönelik olarak garanti ücreti, ikraz ücreti, risk hesabı, dış borç ödeme hesabının hayata geçirilmesi
- Borç çevirememe riskini azaltılmasını teminen borçlanma vadelerinin uzatılması kapsamında
 - Ölçüt borçlanma senetleri ihracı ve getiri eğrisi oluşturulması
 - İlk defa 5 yıllık ve 10 yıllık sabit faizli tahvil ihracı yapılması
 - İlk defa enflasyona endeksli senet ihracı ve getiri eğrisi oluşturulması
 - Borç geri alım programının hayata geçirilmesi
- Likidite riskinin azaltılması amacıyla borç itfasıyla orantılı nakit rezervi oluşturulması
- Yıllık finansman programının belirlenen risk parametlerine göre oluşturulması ve düzenli olarak yayınlanması
- Döviz riskinin minimize edilmesi için döviz cinsi iç borçların tamamen itfası ve döviz cinsi iç borçlanmaya son verilmesi
- Üç aylık finansman programı ve ihale takvimi yayınlanması
- Aylık ve yıllık Kamu Borç Yönetimi Raporu yayınlanması
- Operasyonel risk ve iş devamlılığı modellerinin Dünyadaki diğer borç ofislerine öncülük yaparak oluşturulması
- Nakit ve borç yönetiminin entegrasyonu ve nakit varlıkların nemalandırılması



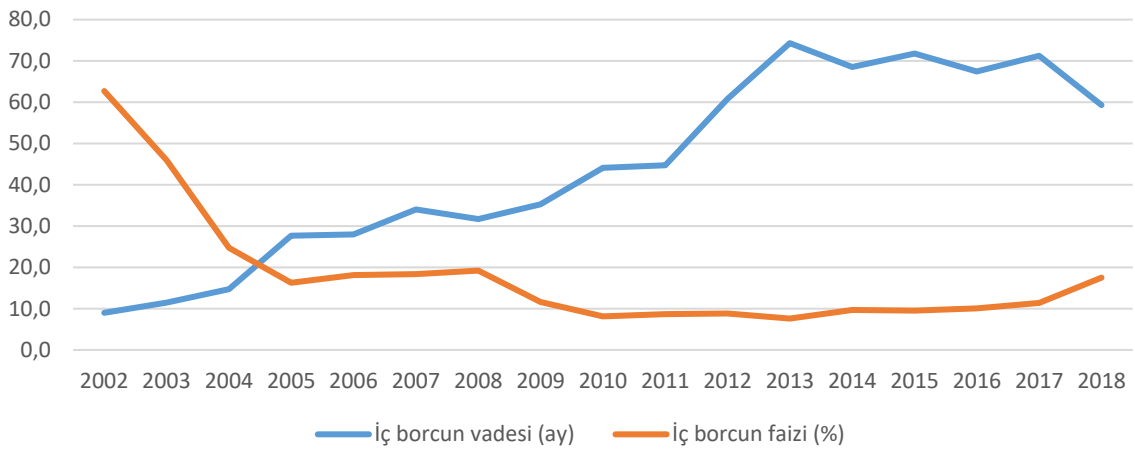
Kaynak: Hazine ve Maliye Bakanlığı

Şekil 3 Borç Stokunun Döviz Yapısı



Kaynak: Hazine ve Maliye Bakanlığı

Şekil 4 İç Borçlanmanın Vadesi ve Maliyeti

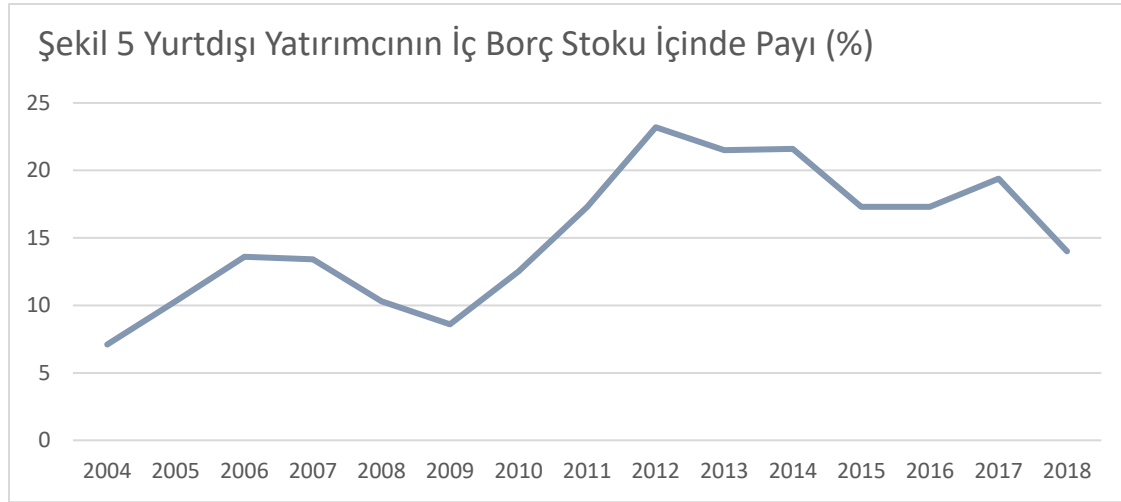


Kaynak: Hazine ve Maliye Bakanlığı

2001 krizi sonrasında uygulanan maliye ve para politikaları borç yönetimi alanında yukarıda sözü edilen adımların hayata geçirilmesine olanak sağlamış ve bunun sonucunda devlet borcunun maliyet ve risk göstergeleri hızlı bir şekilde iyileşmiştir (Şekil 2, Şekil 3, Şekil 4). Aynı dönemde yabancı yatırımcıların TL cinsinden kamu tahvillerine olan talebi de artış göstermiştir (Şekil 5). Diğer taraftan, Hazine bünyesinde yapılan çalışmaların bir yansıması olarak borç ofisi (Kamu Finansmanı Genel Müdürlüğü) Dünyanın önde gelen borç ofislerinden birisi haline gelmiştir. Bu kapsamda tecrübe paylaşımı amacıyla diğer ülkeler Türkiye'yi ziyaret ederken³, uluslararası kuruluşlar da elde edilen kazanımları ve geliştirilen modelleri örnek olarak göstermiştir.⁴

³ 2008-2017 yılları arasında düzenli olarak yayınlanan Yıllık Kamu Borç Yönetimi Raporunda her yıl gerçekleştirilen tecrübe paylaşımları yer almaktadır.

⁴ Türkiye borç idaresinin örnek olarak gösterildiği pek çok çalışma raporunun yanısıra 2012 yılında Dünya Bankası tarafından yayınlanan Golden Growth: Restoring the lustre of European Economic Growth adlı kitapta Türkiye'nin borç yönetimi konusundaki başarısı Avrupa Birliği ülkelerine örnek olarak gösterilmiştir. Takiben 2012 yılında C. Cangöz ve E. Balıbek tarafından yayınlanan Hazine İşlemleri ve Çağdaş Hazine Yönetimi isimli kitap



Kaynak: Hazine ve Maliye Bakanlığı

Borç Yönetiminde “Yeniden” Yeniden Yapılanma

12 Eylül 2019 tarihinde yapılan düzenleme ile borç idaresinin 2002 yılından bu yana süregelen kurumsal yapısında değişiklik yapılmıştır. Buna göre Kamu Finansmanı ve Dış Ekonomik İlişkiler Genel Müdürlüğünce yürütülen borçlanma fonksiyonlarının önemli bir kısmı Borçlanma Genel Müdürlüğü adı altında oluşturulan yeni bir genel müdürlüğe aktarılmıştır.

Yapılan değişiklikle Kamu Finansmanı Genel Müdürlüğündeki ön ofisin sadece iç borçlanmayı yürüten dairesi ile Dış Ekonomik İlişkiler Genel Müdürlüğündeki ön ofisin sadece uluslararası sermaye piyasalarında borçlanmayı gerçekleştiren dairesi Borçlanma Genel Müdürlüğünde birleştirilmiştir. Öte yandan uluslararası kuruluşlardan, ticari kurumlardan ve diğer ülkelerden alınacak dış proje ve program kredileri Dış Ekonomik İlişkiler Genel Müdürlüğü bünyesinde kalmıştır. Dolayısıyla yeni yapıda birisi sermaye piyasalarından yapılacak borçlanmaları ve diğeri de proje/program kredileri için yapılacak borçlanmaları yürütülecek iki ayrı ön ofis bulunmaktadır. Ayrıca orta ofis ile arka ofis fonksiyonları daha önce olduğu şekliyle Kamu Finansmanı Genel Müdürlüğü bünyesinde faaliyet göstermeye devam edecektir.

Yapılan düzenleme ile borç yönetiminden sorumlu genel müdürlük sayısı ikiden üçe çıkmıştır. Dolayısıyla önceki yapıda da bulunan parçalı yapının konsolide edilmesi yerine genişletilmesi durumu ortaya çıkmıştır. Bunun yanı sıra, Borçlanma Genel Müdürlüğünün kurulmasıyla sadece genel müdürlük sayısı artmamış, aynı zamanda yeni genel müdürlüğün İstanbul’da faaliyet gösterecek olması nedeniyle fiziksel bir parçalanma da söz konusu olmuştur.

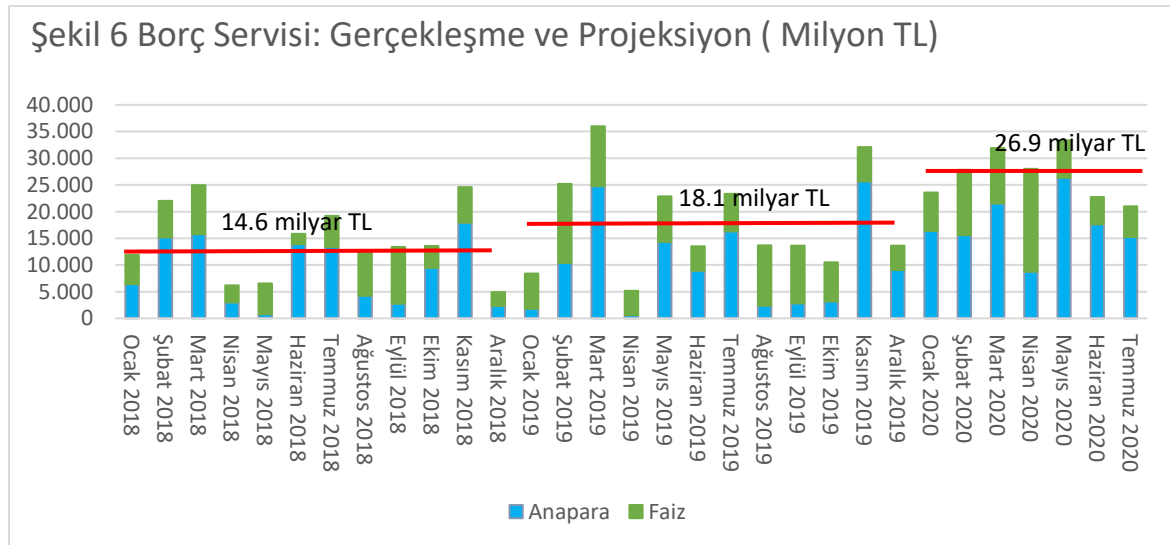
Hazine borçlanma programının oluşturulması ve hayata geçirilmesinde bir makinenin dişlileri gibi birlikte faaliyet gösteren üçlü ofis yapısının farklı şehirlerde konumlandırılması operasyonel risk yaratması ve önemli koordinasyon sorunlarına neden olması gibi nedenlerle dünyadaki başarılı uygulamalara zıtlık göstermektedir. Kararname ile yapılan düzenlemenin yasal gerekçesi bilinmemekle birlikte, Bakanlık tarafından yapılan açıklamalarda finans piyasalarına yakınlık gerekçesi öne çıkartılmaktadır. Ancak, 2002-2013 döneminde

Dünya Bankası tarafından İngilizceye tercüme edilerek Türkiye’nin borç yönetiminde geliştirdiği kapasiteden diğer ülkelerin yararlanabilmesi amaçlanmıştır.

borçlanma maliyet ve risk göstergelerindeki istikrarlı iyileşme ve buna paralel olarak artan yabancı yatırımcı payı, etkin ve başarılı borç yönetimi için finansal piyasalara yakınlık argümanının geçerli olmadığını ve önceki yapıda borç yönetiminin başarıyla yürütüldüğünü göstermektedir (Şekil 2, 3, 4 ve 5). Öte yandan, borç ofisinin ön ofis fonksiyonlarının orta ve arka ofis fonksiyonlarından ayrıştırılarak farklı bir şehirde faaliyet göstermesinin dünyada bilinen bir örneği bulunmamaktadır.

Borç maliyet ve risk göstergelerinde 2013 yılına kadar süren iyileşme süreci bu tarihten sonra yerini kötüleşmeye bırakmıştır. Göstergelerdeki bozulma yaşanan ekonomik krizin etkisiyle 2018 yılından itibaren hızlanmıştır. Nitekim borçlanmanın maliyeti artarken vadesi kısalmıştır (Şekil 4). Yurtiçinde döviz cinsinden borçlanma yeniden başlamış, dış borçlanma önceki dönemlere kıyasla önemli ölçüde artmıştır. Bu durum borç stokunun döviz kuruna olan duyarlılığının yükselerek 2001 krizi sonrası dönemlerdeki seviyeye gelmesine neden olmuştur (Şekil 3).

Borçlanma maliyetleri artarken ve yeniden finansman koşulları bozulurken borç geri ödemeleri de artış göstermektedir. Hazine'nin borç servisi projeksiyonları 2020 yılında gerçekleştirilecek aylık ortalama borç geri ödemesi tutarının yaklaşık 27 milyar TL olacağına işaret etmektedir. Bu tutar 2018 yılı ortalamasının neredeyse iki katına, 2019 yılı ortalamasının ise yüzde 50 fazlasına karşılık gelmektedir (Şekil 6).



Kaynak: Hazine ve Maliye Bakanlığı

Bütçe faiz dışı dengesinde tedbir alınmadığı ya da özelleştirme gelirleri, Merkez Bankası karının/ihtiyat rezervinin Hazineye aktarılması gibi bir defalık yeni kaynakların yaratılamaması durumunda artan borç geri ödemeleri nedeniyle önceki yıllara göre daha fazla borçlanmaya gidilmesi kaçınılmaz görülmektedir. Bu durumda bozulmakta olan maliyet ve risk göstergelerinin daha da fazla bozulması beklenen bir sonuç olacaktır. Borçlanma koşullarının ve genel olarak borç yönetiminin iyileştirilmesi ise kurumsal yapının güçlendirilmesi ve etkin bir şekilde işletilmesi ile mümkündür.

Sonuç

Borçlanma politikalarının etkinliği ve kurumsal yapının yeterliliği kamu maliyesinin sürdürülebilirliği ve finansal istikrar açısından son derece önemlidir. 2001 yılından sonra Hazine bünyesinde oluşturulan borç yönetimi kapasitesi diğer ülkelere örnek oluşturan bir model haline gelmiştir. Ancak kurumsal yapının ahengini olumsuz yönde etkileyecek düzenlemeler sistemin etkinliğini bozacak ve operasyonel risklere açık hale getirecektir. Ayrıca, borç yönetimindeki parçalı yapı yüksek geri ödeme ve artan borçlanma ihtiyacı konjonktüründe borçlanma maliyet ve risklerinin de olumsuz yönde etkilenmesine neden olabilecektir.

KAYNAKLAR

Cangoz, C. Balıbek, E. (2012) Hazine İşlemleri ve Çağdaş Hazine Yönetimi, Seçkin Yayıncılık, Ankara

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>

World Bank – International Monetary Fund (2001) Guidelines for Public Debt Management <https://www.imf.org/external/np/mae/pdebt/2000/eng/index.htm>