



T.C.
BAŞBAKANLIK
HAZİNE MÜSTEŞARLIĞI

KAMU
BORÇ YÖNETİMİ RAPORU

2017

GİRİŞ	5
Bakan Sunuşu	7
Müsteşar Sunuşu	9
Borç ve Risk Yönetiminin Kurumsal Yapısı	10
Mali Varlık - Yükümlülük Yönetimi Ve Türkiye Uygulaması	11
GELİŞMELER VE GÖRÜNÜM	12
Makroekonomik ve Finansal Çerçeve	13
VARLIK YÖNETİMİ	16
Nakit Yönetimi	17
Alacak Yönetimi	20
YÜKÜMLÜLÜK YÖNETİMİ	22
Borç Yönetimi	23
İç Borçlanma	24
Dış Borçlanma	26
Borç Stoku	29
Kapatılan Fonlardan Kaynaklanan Yükümlülüklerin Yönetimi	32
Koşullu Yükümlülüklerin Yönetimi	33
Hazine Garantileri	33
Borç Üstlenim Taahhütleri	34
RİSK YÖNETİMİ	35
Bütçe ve Mali Riskler	36
Piyasa Riski	38
Kredi Riski	40
Operasyonel Risk	43
BORÇ YÖNETİMİ ALANINDA ULUSLARARASI ETKİNLİKLER	45
ANALİZ VE DEĞERLENDİRMELER	47
YATIRIMCILAR İÇİN BİLGİLER	70
Devlet Borçlanma Senetleri	71
DİBS İhalelerine Katılım Esasları	71
DİBS Geri Alım İhalelerine Katılım Esasları	71
Hazinece İhrac Edilen Senetlerin Vergilendirilmesi	71
Piyasa Yapıcılığı Sistemi	72
Yatırımcı İlişkileri Ofisi	74
ÖZET İSTATİSTİKLER	75
Merkezi Yönetim Borç Stoku Döviz-Faiz Yapısı	76
Avrupa Birliği Tanımlı Genel Yönetim Borç Stoku	77
Kamu Net Borç Stoku	77
Türkiye Brüt Dış Borç Stoku-Borçlu Dağılımı	78
Türkiye Net Dış Borç Stoku	79
Merkezi Yönetim Program Tanımlı Faiz Dışı Denge	79
Hazine Garantili Kredi Ödeme Miktarları	80
Hazine Alacak Stoku	80

TABLO LİSTESİ

Tablo 1	Nemalandırma Faiz Gelirleri ve Genel Gider Ödemeleri.....	17
Tablo 2	Hazine Finansman Durumu.....	23
Tablo 3	Yurt İçi Kira Sertifikası İhraçları.....	24
Tablo 4	2012-2016 Yılları Arasında Gerçekleştirilen Yurtdışı Tahvil ve Kira Sertifikası İhraçları.....	26
Tablo 5	Merkezi Yönetim İç Borç Stokunun Döviz, Faiz ve Nakit Yapısı	29
Tablo 6	Borç Stoku Göstergeleri	30
Tablo 7	Hazine Müsteşarlığı Tarafından Verilen Borç Üstlenim Taahhütleri.....	34
Tablo 8	2016 Yılı Merkezi Yönetim Bütçesi.....	36
Tablo 9	2016 Yılı Merkezi Yönetim Bütçesi/GSYH.....	37
Tablo 10	Hazine Destekli Kefalet Sistemi Kapsamında 2009-2016 Dönemindeki Gerçekleşmeler	42
Tablo 11	Operasyonel Risk Matrisi.....	44
Tablo 12	Durum Bildirimleri Bazında Operasyonel Risk Matrisi	45
Tablo 13	Borç Yönetimi Alanında Uluslararası Tecrübe Paylaşımı	46
Tablo 14	Ekonominin Durumuna Bağlı Borç Enstrümanı Alternatifleri	66

GRAFİK LİSTESİ

Grafik 1	Nakit Bazlı Gelirler, Faiz Dışı Harcamalar ve Faiz Dışı Denge.....	17
Grafik 2	Kamu Kurumlarının Yıl Sonları İtibarıyla Mali Kaynakları.....	18
Grafik 3	Kamu Kurum ve Kuruluşlarının Mali Kaynaklarının Kurumlar Bazında Dağılımı.....	19
Grafik 4	Yıllar itibarıyla Borçlu Kuruluşlara Göre Hazine Alacak Stoku.....	20
Grafik 5	Yıllar itibarıyla Hazine Alacak Stoku.....	20
Grafik 6	Borçlu Kuruluşlara Göre Alacak Stoku.....	20
Grafik 7	Tahsilat Tipine Göre Hazine Alacaklarından Yapılan Tahsilat	21
Grafik 8	Borçlu Kuruluşlara Göre Hazine Alacaklarından Yapılan Tahsilat	21
Grafik 9	Borsa İstanbul Borçlanma Araçları Piyasası İşlem Hacmi	25
Grafik 10	2016 Yılı İç Borçlanmanın Enstrümanlara Göre Dağılımı.....	25
Grafik 11	Uluslararası Tahvil İhraçlarımız İçin Ödenen Risk Primleri.....	27
Grafik 12	2012-2016 Döneminde Sağlanan Kredilerin Kaynaklarına Göre Dağılımı	28
Grafik 13	Merkezi Yönetim Toplam Borç Stoku Faiz Yapısı.....	29
Grafik 14	2016 yılı sonu itibarıyla AB Tanımlı Genel Yönetim Borç Stoku / GSYH	30
Grafik 15	Çalışanların Tasarruflarını Teşvik Hesabından Yapılan Ödemeler	32
Grafik 16	Hazine Garantili Dış Borç Stokunun Kurumlar Bazında Dağılımı	33
Grafik 17	Hazine Garantilerinden Yapılan Üstlenimler	34
Grafik 18	Merkezi Yönetim Program Tanımlı Faiz Dışı Dengesi/GSYH	37
Grafik 19	Vadesi 12 Ay İçerisinde Dolacak Borcun İç Borç Stoku İçerisindeki Payı.....	38
Grafik 20	Merkezi Yönetim İç Borç Stokunun Faiz Kompozisyonu	39
Grafik 21	Merkezi Yönetim İç Borç Stokunun Süresi.....	39
Grafik 22	Merkezi Yönetim Borç Stokunun TL/Döviz Kompozisyonu.....	39
Grafik 23	Hazine Garantili ve İkrazlı Kredi Stokunun Kredi Notu Bazında Dağılımı	40
Grafik 24	Hazine Garanti ve Alacak Portföyündeki Kuruluşların Kredi Notu Gelişimi	41
Grafik 25	Hazine Garantili Dış Borç Stoku ve Hazine Garantilerinden Üstlenim.....	41
Grafik 26	Risklerin Faaliyet Alanlarına Göre Dağılımı	43
Grafik 27	Gelişmekte olan ülkelerde özel sektörün altyapı yatırımlarına katılımı	49
Grafik 28	Piyasa Değeri Yönetiminin İşleyişi	52
Grafik 29	Brüt Borç Stokunun Konvansiyonel Borçlanma Araçları veya BET'lerden Oluşması Halindeki Simulasyonu.....	61
Grafik 30	Kamu Borç Stoku/GSYH.....	62
Grafik 31	Toplam Finansman Maliyeti.....	62
Grafik 32	Ülkelerin Politika Alanlarının Korunmasına Yönelik Stratejiler	63
Grafik 33	Bet'lerin İhracından Sonra Risk Priminin Değişimi	63
Grafik 34	2016 Yılı Birincil Piyasada Satılan DİBS'lerin Yatırımcı Dağılımı	72
Grafik 35	2015-2016 Yıllarında Ölçüt Senetlerin İşlem Hacmi İçerisinde PY Kodlu İşlem Hacminin Payı.....	72
Grafik 36	Piyasa Yapıcılığı Kapsamında Ölçüt Senet Olarak Belirlenen DİBS'lerin Toplam İşlem Hacmi İçerisindeki Payı.....	73
Grafik 37	Yatırımcı İlişkileri ve Veri Şeffaflığı Uygulamaları Sıralaması (IIF – Ekim 2016)	74

GİRİŞ





BAKAN SUNUŞU

İlimli toparlanmaya rağmen dünya ekonomisindeki kırılganlıklar devam etmektedir. Dünya ticaret hacmi büyümesi de uzun dönem ortalamasının oldukça altında olup korumacılık eğilimi artmaktadır.

Küresel kriz öncesindeki dönemde dünya büyümesini taşıyan gelişmekte olan ülkeler gerek yapısal gerekse konjonktürel gelişmelere bağlı olarak yavaşlama eğilimindedir. Gelişmiş ülkelerde ise toparlanma hızı ülkeler arasında önemli düzeyde farklılık göstermektedir ve bu farklılıklara bağlı olarak gelişmiş ülkelerin merkez bankalarının uyguladıkları para politikalarında ayrışma yaşanmaktadır. ABD Merkez Bankası para politikasını sıkılaştırmaya giderken, Avrupa Merkez Bankası ve Japonya Merkez Bankası geleneksel olmayan genişleyici politikalarını sürdürmektedir.

FED'in politika faiz oranını artırım hızı, gelişmiş ülke merkez bankalarının uyguladığı politikaların farklılaşması, İngiltere'nin Avrupa Birliği'nden ayrılması ve Avrupa'daki siyasi belirsizlikler, yeni ABD yönetiminin uygulamayı vaat ettiği korumacı politikalar, Çin'in büyüme hızının yeniden yapılanma politikası çerçevesinde yavaşlaması, gelişmekte olan ülkelerde yükselen özel sektör borçları ve gerileyen sermaye akımları küresel ekonomide önümüzdeki döneme ilişkin risk faktörleri olarak ön plana çıkmaktadır.

Yurt içinde ve yurt dışında görülen olumsuz gelişmelere ve şoklara rağmen 2016 yılında Türkiye ekonomisi yüzde 2,9 oranında büyümüştür. Ekonomi 2016 yılında da istihdam sağlamaya devam etmiş ve yaklaşık 590 bin kişiye yeni iş imkanı sağlamıştır.

2016 yılında dış ticaret açığındaki iyileşmeye rağmen turizm kaynaklı gelişmeler sebebiyle cari işlemler açığı, GSYH'ye oran olarak yüzde 3,8 seviyesinde gerçekleşmiştir. Görece zayıf talep koşullarına rağmen, döviz kuru gelişmeleri, vergi ayarlamaları, küresel emtia fiyatlarındaki artış ve gıda fiyatlarındaki oynaklıklara bağlı olarak enflasyon 2016 yılında yüksek seyretmiştir.

İç ve dış şoklara rağmen stratejik ölçütlere dayalı borçlanma politikaları ve kararlılıkla sürdürülen mali disiplin 2016 yılında da mali duruşu desteklemeye devam etmiştir. Borç stokunun piyasa dalgalanmalarına karşı duyarlılığı azaltılmış, borçlanmalar ağırlıklı olarak TL cinsinden ve sabit faizli enstrümanlarla gerçekleştirilmiş ve borç stokunun ortalama vadesi piyasa koşulları elverdiği ölçüde uzatılmıştır.

Hazine Müsteşarlığı, güçlü kurumsal altyapısı ve etkin kamu borç yönetimi stratejileri ile 2002 yılından beri sağlanan ekonomik istikrar ortamının sağlamlaştırılması ve devam ettirilmesine büyük katkı sağlamıştır. Şeffaflık ve hesap verilebilirlik adına örnek teşkil eden yıllık Kamu Borç Yönetimi Raporu, Müsteşarlığımızca düzenli olarak yayımlanmaktadır. Raporun bu yeni sayısı vesilesiyle Müsteşarlık çalışanlarına borç yönetimi alanında gösterdikleri başarılı çalışmalarından dolayı teşekkür ediyorum.

Mehmet ŞİMŞEK
Başbakan Yardımcısı



MÜSTEŞAR SUNUŞU

Müsteşarlığımız, mali varlık ve yükümlölüklerini para ve maliye politikalarıyla uyum içerisinde, Borç ve Risk Yönetimi Komitesinin belirlediği stratejik ölçütler çerçevesinde ve ekonominin içinde bulunduğu koşulların gerektirdiği risk-maliyet dengelerini gözeterek yönetmektedir. Böylece, Müsteşarlığımızın temel mali varlık ve yükümlölük kalemlerinden olan Merkezi yönetim borç stoku, koşullu yükümlölükler, Hazine alacakları ve Hazine nakit rezervlerinin maruz kaldığı riskler yakından takip edilerek bütüncül bir bakış açısıyla yönetilmektedir.

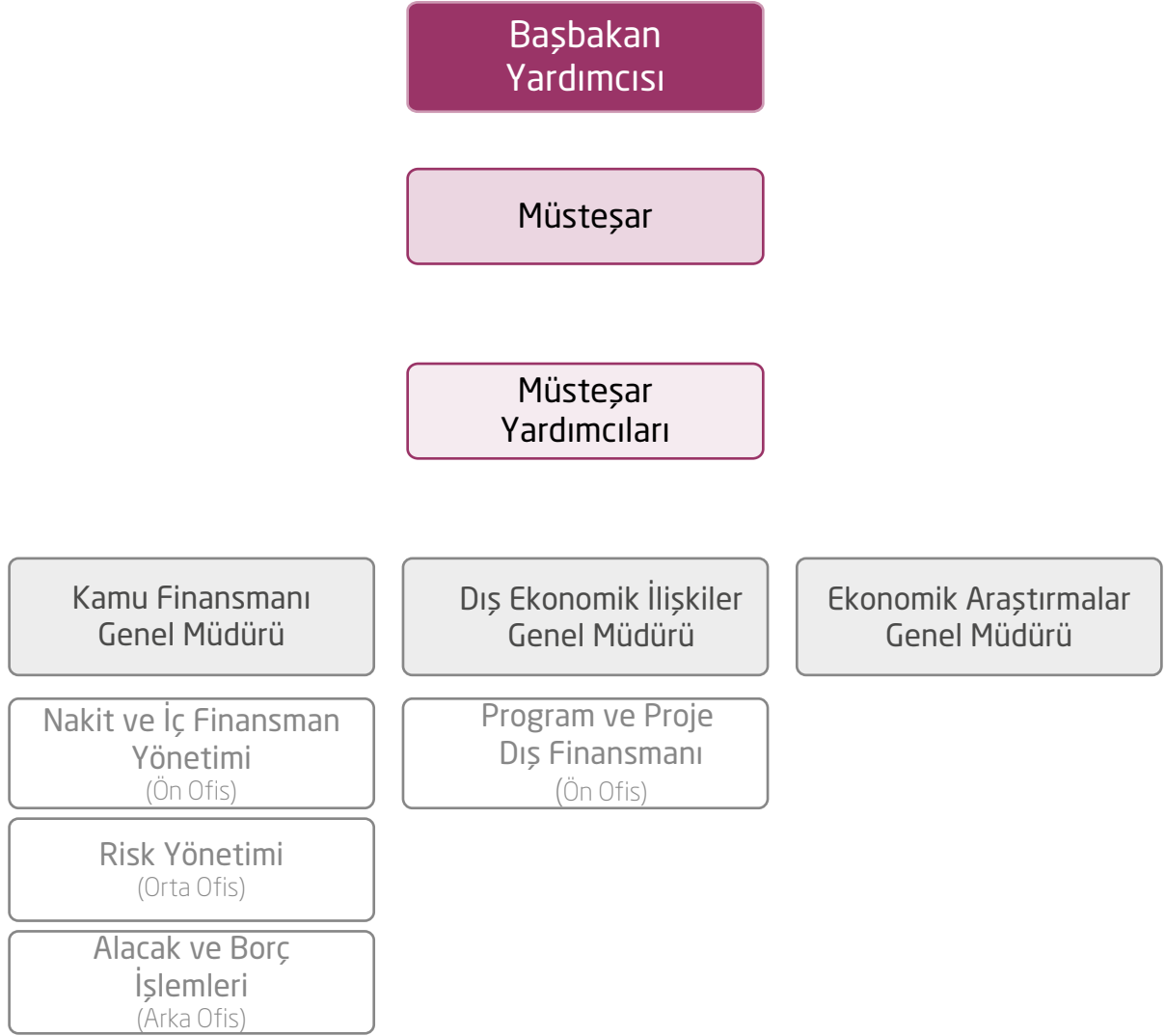
Bu uygulamalarla eş zamanlı olarak yürütölen başarılı maliye politikaları sayesinde kamu borç yükünün seviyesi önemli ölçüde azaltılmış ve oldukça geniş bir mali alan elde edilmiştir. Avrupa Birliği tanımlı genel yönetim borç stokunun GSYH'ye oranı oldukça düşük düzeylere gerilemiş, 2016 yılı sonu itibarıyla yüzde 28,3 seviyesinde gerçekleşmiştir. Bu iyileşmeler ve yürütölen etkin borç ve risk yönetimi uygulamaları sayesinde, Müsteşarlığımız mali varlık ile yükümlölüklerinin yapısı da şoklara karşı önemli ölçüde güçlendirilmiştir.

Kamu borç yönetiminde mali varlık ve yükümlölük yaklaşımıyla elde edilen kazanımları korumayı hedefleyen Müsteşarlığımız, önümüzdeki dönemde de makroekonomik dengeleri gözeten, risk analizlerine dayalı, şeffaf ve hesap verilebilir politikalarını sürdürerek kamu sektörünün güçlü mali yapısının ve ekonomik istikrarın korunmasına destek olmaya devam edecektir.

Bu yıl onuncu sayısını yayımladığımız yıllık Kamu Borç Yönetimi Raporu'nu kamuoyunun bilgisine sunar ve raporun hazırlanmasında emeği geçen tüm çalışma arkadaşlarıma teşekkür ederim.

Osman ÇELİK
Müsteşar

BORÇ VE RİSK YÖNETİMİNİN KURUMSAL YAPISI



Borç ve Risk Yönetimi Komitesi

Hazine Müsteşarlığı bünyesindeki borç ve risk yönetimine ilişkin temel politikalar, Hazine'den sorumlu Başbakan Yardımcısı, Hazine Müsteşarı, Müsteşar Yardımcıları, Kamu Finansmanı Genel Müdürü, Dış Ekonomik İlişkiler Genel Müdürü ve Ekonomik Araştırmalar Genel Müdürü'nden oluşan Borç ve Risk Yönetimi Komitesi (BRK) tarafından karara bağlanmaktadır. BRK'nin görevleri, 4749 sayılı Kamu Finansmanı ve Borç Yönetiminin Düzenlemesi Hakkında Kanun'un 12. maddesi ile düzenlenmiş olup BRK'ye Hazine'den sorumlu Başbakan Yardımcısı başkanlık etmektedir. Uygulamaların izlenmesi ve koordinasyon sağlanmasına ilişkin toplantılar ise Hazine Müsteşarı'nın başkanlığında gerçekleştirilmektedir.

MALİ VARLIK VE YÜKÜMLÜLÜK YÖNETİMİ

Hazine Müsteşarlığının görev ve sorumluluk alanında bulunan mali varlık ve yükümlülüklerin yönetiminin hukuki çerçevesi, 4749 sayılı “Kamu Finansmanı ve Borç Yönetiminin Düzenlenmesi Hakkında Kanun” ile buna ilişkin “Borç ve Risk Yönetiminin Koordinasyonu ve Yürütülmesine İlişkin Esas ve Usuller Hakkında Yönetmelik” kapsamında oluşturulmuştur. 4749 sayılı Kanun’da belirtildiği üzere; “Hazine’nin mali varlık ve yükümlülüklerinin yönetimine ilişkin stratejik ölçütler ve uygulama çerçevesi Bakan, Müsteşar, Müsteşarlıkta görevli Müsteşar Yardımcıları ile Genel Müdürler arasından belirlenecek üyelerden oluşan Borç ve Risk Yönetimi Komitesi tarafından tespit edilir ve Bakan tarafından onaylanır.”

Bu kapsamda, 2002 yılından itibaren mali varlık ve yükümlülük yönetimi çerçevesinde gerçekleştirilen işlemler Hazine Müsteşarlığı bünyesindeki Kamu Finansmanı Genel Müdürlüğü ve Dış Ekonomik İlişkiler Genel Müdürlüğü’nün ilgili birimleri tarafından yerine getirilmektedir. Organizasyon yapısı itibarıyla iç borçlanma, nakit yönetimi, Hazine alacaklarının yönetimi, risk yönetimi, muhasebe işlemleri, istatistik üretimi, kapatılan fonlardan kaynaklanan yükümlülüklerin yönetimi ile koşullu yükümlülüklerle ilişkin faaliyetler Kamu Finansmanı Genel Müdürlüğü tarafından yerine getirilmektedir. Uluslararası sermaye piyasalarında yapılan tahvil ihraçları, kamu kurumlarınca yürütülen projeler için sağlanan dış krediler, bütçe finansmanı amacıyla uluslararası kuruluşlardan sağlanan program kredileri ve kamu özel sektör iş birliği projelerine yönelik faaliyetler ise Dış Ekonomik İlişkiler Genel Müdürlüğü’nce gerçekleştirilmektedir.

Hazine Müsteşarlığı tarafından yönetilen mali varlık ve yükümlülüklerle aşağıdaki şemada yer verilmiştir.¹

VARLIK YÖNETİMİ NAKİT YÖNETİMİ Nakit Planlama Kamu Haznedarlığı ALACAK YÖNETİMİ Hazine Alacakları Diğer Hazine Alacakları	R İ S K Y Ö N E T İ M İ	YÜKÜMLÜLÜK YÖNETİMİ BORÇ YÖNETİMİ İç Borçlanma Dış Borçlanma Proje Finansmanı Program Finansmanı Borç Ödeme İşlemleri KAPATILAN FONLARDAN KAYNAKLANAN YÜKÜMLÜLÜKLERİN YÖNETİMİ KOŞULLU YÜKÜMLÜLÜKLERİN YÖNETİMİ Hazine Garantileri Borç Üstlenimi
Muhasebe İşlemleri		
İstatistik ve Raporlama		

¹ Konuya ilişkin daha detaylı bilgiye Hazine Müsteşarlığının 2015 yılı için hazırladığı “Kamu Borç Yönetimi Raporu’nun” “Mali Varlık-Yükümlülük Yönetimi ve Türkiye Uygulaması” bölümünden ulaşılabilir.

GELİŞMELER VE GÖRÜNÜM



Dünya ekonomisindeki ılımlı büyüme eğilimi devam etmektedir. 2016 yılının son çeyreğinde hızlanan küresel büyümenin önümüzdeki dönemde bir miktar daha ivme kazanması beklenmektedir. Öte yandan, uygulanan genişletici para politikalarına karşın düşük verimlilik artışı, yüksek gelir eşitsizliği gibi yapısal problemlerin de etkisiyle henüz küresel düzeyde güçlü, dengeli ve sürdürülebilir bir büyüme yapısına ulaşılammıştır. Türkiye ekonomisi ise küresel ekonomide ve finans piyasalarında yaşanan olumsuz gelişmeler, Rusya ile yaşanan gerginlikler ve jeopolitik riskler sonucunda azalan turizm gelirleri, olumsuz hava koşulları nedeniyle tarımsal üretimdeki düşüş ve hain darbe girişimine rağmen 2016 yılında yüzde 2,9 seviyesinde büyümüştür. Dış ticaret açığı daralmaya devam ederken cari işlemler açığında sınırlı artış görülmüştür. Kamu maliyesindeki sıkı duruş ile stratejik ölçütlere dayalı borçlanma politikaları devam etmiştir.

MAKROEKONOMİK VE FİNANSAL ÇERÇEVE

Dünya ekonomisindeki ılımlı büyüme eğilimi devam etmektedir. 2016 yılının son çeyreğinde hızlanan küresel büyümenin önümüzdeki dönemde bir miktar daha ivme kazanması beklenmektedir. Öte yandan, uygulanan genişletici para politikalarına karşın düşük verimlilik artışı, yüksek gelir eşitsizliği gibi yapısal problemlerin de etkisiyle henüz küresel düzeyde güçlü, dengeli ve sürdürülebilir bir büyüme yapısına ulaşamamıştır. 2015 ve 2016 yıllarında sırasıyla yüzde 3,4 ve yüzde 3,1 oranında büyüyen dünya ekonomisinin Uluslararası Para Fonu'nun (IMF) Nisan ayında yayımladığı tahminlere göre 2017 ve 2018 yıllarında sırasıyla yüzde 3,5 ve yüzde 3,6 oranında büyümesi beklenmektedir.

2016 yılında yavaşlama eğilimi gösteren dünya ticaret hacmi büyümesinin 2017 yılında bir miktar canlanarak yüzde 3,8 oranında gerçekleşmesi beklenmektedir. Son yıllarda artma eğiliminde olan korumacı politikalar ticaret ve küresel ekonomik büyüme üzerinde aşağı yönlü risk teşkil etmektedir. Ayrıca küresel değer zincirlerinin artış hızının oldukça yavaşlaması, uluslararası ticaretin milli gelir üzerindeki etkisini de sınırlamaktadır.

Küresel kriz döneminde dünya büyümesini taşıyan gelişmekte olan ülkeler gerek yapısal gerekse konjonktürel gelişmelere bağlı olarak yavaşlamaktadır. Özellikle son 30 yılın en hızlı büyüyen ekonomisi olan Çin'in daha sağlıklı ve sürdürülebilir bir büyüme elde etmek için kontrollü olarak yavaşlaması küresel büyüme oranını aşağıya çekmektedir. Diğer taraftan, gerçekleştirilen yapısal reformlar ve düşük emtia fiyatlarının etkisiyle ivme kazanan Hindistan'ın büyüme oranı Çin'in büyüme oranının üzerine çıkmıştır. Son yıllarda gerileyen emtia fiyatlarına paralel olarak daralma eğilimine giren Rusya ve Brezilya gibi emtia ihracatçısı ülkelerin ise emtia fiyatlarında son aylarda gözlenen artışa paralel olarak toparlanmaya başladığı dikkat çekmektedir.

Gelişmiş ülkelerin toparlanma süreci devam ederken, iç talebin güçlü seyrettiği ABD, diğer ülkelerden pozitif yönde ayrılmaktadır. ABD'de işsizlik oranı oldukça düşük seviyelere gerilerken enflasyon oranı ABD Merkez Bankası'nın (FED) belirlediği hedeflere yakın seyretmektedir. ABD'de, 2016 yılında bir miktar ivme kaybeden büyüme oranının 2017 yılından itibaren yeniden toparlanması beklenmektedir. Avro Bölgesi'nde de iyileşen finansman koşulları ve iç talepteki canlanma büyümeyi olumlu yönde etkilemektedir. Diğer taraftan, bölgenin işsizlik oranı gerilemekle birlikte halen oldukça yüksek seviyelerdedir. Avro Bölgesi için önümüzdeki dönem siyasi gelişmeleri belirsizlikleri artırmaktadır. Özellikle İngiltere'nin AB'den ayrılma süreci ve önemli üye ülkelerde yaklaşan seçimler belirsizlikleri artıran faktörler olarak öne çıkmaktadır. Japonya'da ise sınırlı toparlanma gözlenmektedir. Japon hükümeti ve Japonya Merkez Bankası'nın genişleyici politikalarına rağmen 2016 yılında yalnızca yüzde 1,0 düzeyinde büyüyen ekonomide iç talep durgun seyretmekte ve enflasyon oranı düşük seviyesini korumaktadır.

Gelişmiş ülke ekonomilerinin performanslarındaki farklılıklar uygulanan para politikalarında ayrılmaya yol açmaktadır. Küresel kriz sonrasındaki dönemde gevşek bir para politikası izleyen FED, ekonomideki toparlanmaya paralel olarak para politikasını sıkılaştırmaya başlamıştır. 2014 yılı Ekim ayında varlık alımlarını durduran FED, 2015 yılı Aralık ayında ise politika faizini 25 baz puan artırarak 2006 yılından bu yana ilk defa faiz artışına gitmiştir. İlerleyen dönemde gerçekleştirilen 25 baz puanlık artışlarla politika faiz oranı yüzde 1,00-1,25 aralığına çekilmiştir. Ekonomideki güçlü seyrin süreceği beklentisine paralel olarak 2017 yılı sonuna kadar 25 baz puanlık bir faiz artırımları daha gerçekleştirilmesi beklenmektedir. Diğer taraftan, Avrupa Merkez Bankası (ECB) ve Japonya Merkez Bankası (BOJ) geleneksel olmayan genişleyici politikalarını devam ettirmektedir. ECB varlık alım programını sürdürürken, aylık 80 milyar avro tutarındaki alım miktarını 2017 yılı Nisan ayından itibaren 60 milyar avroya düşürmüştür. Benzer biçimde, negatif politika faizi uygulamayı sürdüren BOJ da, getiri eğrisi kontrollü niceliksel gevşeme programı kapsamında aylık 80 trilyon yen tutarındaki varlık alımlarına devam etmektedir. Dolayısıyla, üç büyük merkez bankasından birisi parasal sıkılaştırmaya giderken, diğer ikisi genişlemeyi sürdürmektedir.

FED'in para politikasını sıkılaştırmaya başlamasıyla birlikte gelişmekte olan ekonomilerden sermaye çıkışı başlamıştır. Uluslararası Finans Enstitüsü'nün (IIF) 2017 yılının başlarında yaptığı tahminine göre, 2014 yılından bu yana net sermaye çıkışının gerçekleştiği gelişmekte olan ülkelere 2017 yılında da 489 milyar dolar seviyesinde sermaye çıkışı beklenmektedir. ABD'deki yeni yönetimin uygulamayı vaat ettiği korumacı politikaların ve genişleyici maliye politikasının faiz oranlarını yukarı yönlü etkilemesi durumunda sermaye çıkışlarının güçlenebileceği tahmin edilmektedir.

Emtia fiyatları başta metal ve enerji olmak üzere 2016 yılının başlarından bu yana artış eğilimindedir. Küresel ekonomi için önemli bir gösterge olan ve 2015 yılı sonunda 30 doların altındaki seviyelere kadar gerileyen Brent tipi ham petrol fiyatı, 2016 yılı Ağustos ayından itibaren yeniden 50 doların üzerine çıkmıştır. 2017 yılı Nisan ayı itibarıyla 50-55 dolar seviyelerinde seyreden petrol fiyatı OPEC'in petrol arzını azaltma yönündeki kararına tam olarak uyulmaması ve arz fazlasının devam etmesine bağlı olarak yatay seyir izlemektedir.

Küresel ekonomide önümüzdeki döneme ilişkin birçok risk faktörü bulunurken riskler genel olarak aşağı yönlüdür. FED'in politika faiz oranını artırım hızına ilişkin belirsizlik ve para politikasının diğer büyük merkez bankalarının uyguladığı politikalardan farklılaşması finansal piyasalara ve gelişmekte olan ülkelere yönelik sermaye akımlarına ilişkin önemli bir risk unsuru olarak ön plana çıkmaktadır. Ayrıca, başta İngiltere'nin Avrupa Birliği'nden ayrılması olmak üzere Avrupa'daki siyasi belirsizlikler, yeni ABD yönetiminin uygulamayı vaat ettiği korumacı politikalar, zayıf seyreden küresel ticaret, Çin'in yeniden yapılanma politikası çerçevesinde yavaşlaması, gelişmekte olan ülkelere yükselen özel sektör borçları ve jeopolitik riskler diğer önemli risk unsurlarıdır.

Olumsuz küresel ekonomik gelişmelere ve hain darbe girişimine rağmen 2016 yılında Türkiye ekonomisi büyümeye devam etmiştir...

Küresel kriz sonrası 2010-15 döneminde ortalama yüzde 7,0 seviyesinde büyüme performansı gösteren Türkiye ekonomisi, 2016 yılında ivme kaybederek yüzde 2,9 seviyesinde büyümüştür. Büyüme hızındaki yavaşlamada küresel ekonomide ve finans piyasalarında yaşanan olumsuz gelişmeler, Rusya ile yaşanan gerginlikler ve jeopolitik riskler sonucunda azalan turizm gelirleri, olumsuz hava koşulları nedeniyle tarımsal üretimdeki düşüş ve hain darbe girişimi etkili olmuştur.

2016 yılında büyümeye en büyük katkıyı 4,2 puan ile toplam yurt içi talep sağlamıştır. Net dış talebin büyümeye katkısı ise negatif 1,3 puan olmuştur. Özellikle emtia ihracatçısı ülkelerdeki düşük talep ve komşu ülkelerde yaşanan gerginlikler ile turizmdeki daralma 2016 yılında ihracatı sınırlamıştır. Yatırımların büyümeye katkısı 0,9 puan olarak gerçekleşmiştir.

Üretim yönünden 2016 yılında büyümeye en yüksek katkı 1,3 puan ile hizmetler sektöründen gelmiştir. Sanayi ve inşaat sektörleri büyümeye sırayla 0,9 puan ve 0,5 puan katkıda bulunurken, tarım sektörünün katkısı negatif 0,3 puan olmuştur. 2017 yılında iç ve dış talepteki iyileşmeye bağlı olarak büyümenin hızlanması beklenmektedir.

2009 yılından itibaren işgücü piyasasına yönelik uygulanan politikalar sonucunda işgücüne katılımda ve istihdamda önemli artış görülmüştür. 2009 yılı Nisan ayından 2016 yıl sonuna kadar mevsimsel düzeltilmiş rakamlarına göre istihdam toplam 7 milyon 102 bin kişi artmıştır. 2016 yılında ivme kaybı olmakla birlikte istihdam artışı 584 bin olarak gerçekleşmiştir. İşgücüne katılım oranı 2015 yılına göre 0,7 puan artarak yüzde 52 seviyesine yükselmiştir. İşgücü arzındaki artışa karşın özellikle tarım ve turizm başta olmak üzere işgücü yoğun sektörlerde meydana gelen daralma nedeniyle 2016 yılında işsizlik oranında artış yaşanmış ve yüzde 10,9 olarak gerçekleşmiştir.

Dış ticaret açığı daralmaya devam ederken cari işlemler açığında sınırlı artış görülmüştür...

2016 yılında emtia fiyatları ve genel ticaret fiyatlarındaki düşüş nedeniyle nominal mal ihracatı ve mal ithalatı sırasıyla yüzde 0,9 ve yüzde 4,2 oranında daralmıştır. Küresel ticaret hacmindeki daralma ve emtia ihracatçısı ticaret ortaklarımızda yaşanan olumsuz gelişmelere rağmen Avrupa Birliği ülkelerinde yaşanan ılımlı toparlanma ve döviz kurlarında yaşanan artış sonucunda reel mal ihracatı 2016 yılında yüzde 3,4 oranında artış göstermiştir. Reel mal ithalatı ise tüketim malı talebindeki daralmaya rağmen ara malı ve sermaye malı talebindeki artış nedeniyle yüzde 4,0 oranında artış göstermiştir.

2014 yılından itibaren daralan dış ticaret açığı, 2016 yılında ise 7,3 milyar dolar iyileşerek 56,1 milyar dolar seviyesinde gerçekleşmiştir. Dış ticaret açığındaki daralmaya karşın cari işlemler açığı, özellikle turizm sektöründe yaşanan olumsuz gelişmeler nedeniyle sınırlı artış göstererek 32,6 milyar dolar seviyesinde gerçekleşmiş ve gayrisafi yurt içi hasılaya oranı yüzde 3,8 olmuştur.

2016 yılında net seyahat gelirleri Rusya tarafından uygulanan yaptırımlar ve güvenlik endişeleri nedenleriyle bir önceki yıla göre yüzde 34,3 oranında daralmıştır. 2016 yılında portföy ve kısa vadeli sermaye çıkışı gözlenmesine rağmen doğrudan yatırımlar ve uzun vadeli sermaye girişleri cari işlemler açığının temel finansman kaynağı olmuştur.

Enflasyonist baskıların artmasıyla birlikte fiyat istikrarına yönelik adımlar sağlamlaştırılıyor...

2016 yılında görece zayıf talep koşullarına rağmen tüketici enflasyonu, özellikle yılın ikinci yarısından itibaren artmaya başlayan küresel emtia fiyatları, yükseliş eğilimi sergileyen gıda fiyatları, döviz kuru gelişmeleri ve vergi ayarlamalarına bağlı olarak yüzde 8,5 olarak gerçekleşmiştir. Bu gelişmeler karşısında TCMB sıkı para politikası duruşunu güçlendirirken başta Gıda Komitesi nezdinde yürütülen çalışmalar olmak üzere enflasyonda katılığa yol açan yapısal unsurlara yönelik adımlara devam edilmiştir. Önümüzdeki dönemde de döviz kuru hareketlerinin, gıda fiyatları seyrinin ve başta petrol olmak üzere küresel emtia fiyatlarındaki gelişmelerin enflasyon üzerinde belirleyici olması öngörülmektedir.

Disiplinli maliye politikası devam ediyor...

2016 yılında da bütçe disiplini korunmuş ve merkezi yönetim bütçe açığı ile faiz dışı fazlanın GSYH'ye oranı sırasıyla yüzde 1,1 ve yüzde 0,8 olarak gerçekleşmiştir. 2016 yılında faiz dışı harcamalarda cari transferler ile mal ve hizmet alım giderleri kaynaklı olarak reel artış meydana gelmiştir. Bununla birlikte, faiz harcamalarında sağlanan tasarruf ile vergi dışı gelirlerde sağlanan artışın da etkisiyle bütçe açığı hedefle uyumlu şekilde 29,3 milyar TL olarak gerçekleşmiştir.

Kamu borç stokunun piyasa değişkenliklerine karşı duyarlılığının azaltılması amacıyla stratejik ölçütlere dayalı olarak sürdürülen borçlanma politikasına 2016 yılında da devam edilmiştir. 2016 yılında Avrupa Birliği tanımlı genel yönetim borç stokunun GSYH'ye oranı yüzde 28,3 olarak gerçekleşmiştir.

Bankacılık sektörü sağlam mali yapısı ve artan kârlılığı ile dikkat çekiyor...

Bankacılık sektörü, küresel ve yurt içi piyasalarda yaşanan dalgalanmalara rağmen 2016 yılında da sağlam temeller üzerinde büyümeye devam etmiş ve toplam aktiflerin GSYH'ye oranı yüzde 105,4 seviyesinde gerçekleşmiştir. Yıl genelinde krediler ılımlı bir seyir izlemiştir. Krediler ticari kredi ağırlıklı büyümeyi sürdürmüştür. Bireysel kredilere ilişkin makro ihtiyati tedbirlerin 2016 yılı Eylül ayında esnetilmesi ile birlikte tüketici kredi büyüme hızında artış gerçekleşmiştir. Finansal koşullardaki sıkılaşma ve artan belirsizliklere rağmen bankacılık sektörü yüksek varlık kalitesini korumuştur. 2015 yıl sonu itibarıyla yüzde 3,1 seviyesinde olan kredilerin takibe düşme oranı, 2016 yıl sonunda yüzde 3,2 seviyesinde gerçekleşmiştir.

Bankacılık sektörü krediler ağırlıklı olarak bilançosunu büyütürken aynı zamanda güçlü sermaye yapısını da sürdürmüştür. Sektörün sermaye yeterlilik rasyosu 2016 yıl sonunda yüzde 15,6 seviyesinde gerçekleşerek, yüzde 8 olan yasal alt sınırın yaklaşık iki katı ve yüzde 12 olan hedef rasyonun üzerinde seyretmeye devam etmiştir. Ayrıca, bankacılık sektörü yabancı para net genel pozisyonu sektörün kur riski taşımadığını göstermektedir. Bankacılık sektörü 2016 yılında yıllık yüzde 44,1 artışla 37,5 milyar TL tutarında dönem net kârına ulaşırken, yüzde 14,3 öz kaynak kârlılığı ve yüzde 1,9 aktif kârlılığı ile benzer ülkelere kıyasla iyi bir performans sergilemiştir.

Yapısal ekonomik reform gündemi güçlü, sürdürülebilir ve kapsayıcı büyümeyi hedeflemektedir...

Güçlü, sürdürülebilir ve kapsayıcı büyüme hedefleri doğrultusunda yüksek gelir seviyesine ulaşmayı amaçlayan yapısal reformlar alanında 2016 yılında önemli gelişmeler kaydedilmiştir. Bu çerçevede "Yatırım Ortamının İyileştirilmesi Kanunu", "Yatırımların Proje Bazında Desteklenmesi Kanunu", "Ar-Ge Kanunu", "Sınai Mülkiyet Kanunu", "Bilirkişilik Kanunu", istinaf mahkemelerinin kurulması, bireysel emeklilik sistemine otomatik katılım ve cazibe merkezleri programı başta olmak üzere bölgesel kalkınmanın teşvik edilmesi gibi yapısal reform alanlarında önemli düzenlemeler hayata geçirilmiştir.

VARLIK YÖNETİMİ



Hazine Müsteşarlığı tarafından borçlanma politikalarının belirlenmesi ve yürütülmesi sırasında maruz kalınan riskler ve ortaya çıkan maliyetlerin değerlendirilmesinde, mali varlık ve yükümlülüklerin bütüncül bir yaklaşımla yönetilmesi önem taşımaktadır. Bu kapsamda, Hazine'nin temel varlıkları arasında yer alan Hazine nakit rezervi, Hazine alacakları ve risk hesabı kalemlerine ilişkin gerçekleştirmeler yakından takip edilmekte, orta ve uzun vadeli stratejiler mali varlık ve yükümlülük yönetimi yaklaşımı bakış açısı ile şekillendirilmektedir.

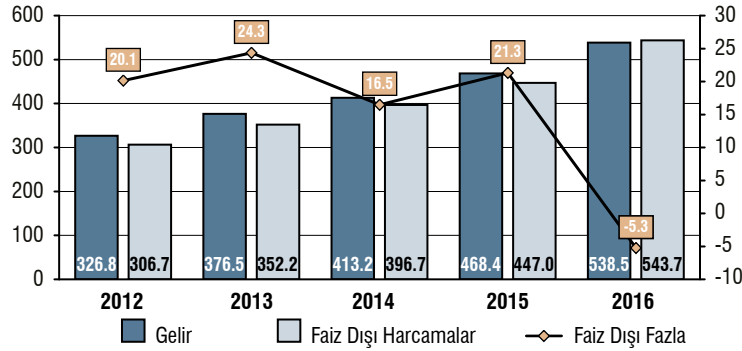
1. NAKİT YÖNETİMİ

NAKİT PLANLAMA

Hazine'nin varlıkları arasında önemli yer tutan nakit rezervleri, Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası nezdinde açılan döviz ve TL hesaplarda tutulmaktadır. Genel bütçeye ilişkin vergi ve vergi dışı gelirler ile borçlanma ve özelleştirme gibi finansman kaynaklarından temin edilen tutarlar bu hesaplarda toplanmakta yine genel bütçe kapsamında yapılan harcamalar bu hesaplardan yapılmaktadır. Söz konusu hesaplara ilişkin nakit giriş ve çıkışları günlük olarak takip edilmekte ve raporlanmaktadır.

Hazine hesaplarına ilişkin nakit akışları gelirler, giderler ve finansman olmak üzere üç başlık altında takip edilmektedir. Gelirler, vergi ve vergi dışı nakit girişlerinden; giderler faiz ve faiz dışı ödemelerden; finansman kalemleri ise borçlanma, özelleştirme gelirleri, TMSF'den yapılan aktarımlar, 2B statüsündeki arazilerin satışlarından elde edilen gelirler ve devirli/garantili borç geri dönüşleri ve kasa kullanımlarından oluşmaktadır. Nakit bazda faiz dışı fazla toplamı, gelirlerden faiz dışı giderlerin çıkarılmasıyla elde edilmektedir. Faiz dışı fazla borçlanma ihtiyacının azaltılmasında ve güçlü rezerv politikasının devam ettirilmesinde önemli bir araç olarak değerlendirilmektedir.

Grafik 1 - Nakit Bazlı Gelirler, Faiz Dışı Harcamalar ve Faiz Dışı Denge (Milyar ₺)



2016 yılında nakit esaslı gelir tahsilatı 2015 yılına göre yüzde 15,0 artarak 538,5 milyar TL, devreden emanetler ile cari yıl bütçe ödeneklerinden yapılan nakit bazlı faiz dışı harcamalar ise 2015 yılına göre yüzde 21,6 artarak toplamda 543,7 milyar TL olarak gerçekleşmiştir. Bu kapsamda 2016 yılında nakit bazda 5,3 milyar TL faiz dışı açık rakamına ulaşılmıştır.

Güçlü nakit rezervi politikası kapsamında Hazine nakit rezervleri Borç ve Risk Yönetimi Komitesinin belirlediği stratejik ölçüt ve göstergeler çerçevesinde belirlenen seviyeler göz önünde bulundurularak yönetilmektedir. Uluslararası en iyi uygulamalar doğrultusunda, Hazine rezervlerinin atıl tutulmaması amacıyla TCMB ile söz konusu rezervlerin nemalandırılmasına ilişkin bir protokol imzalanmıştır. Bunun yanında borçlanma ve ödeme gibi Hazine işlemlerine ilişkin olarak TCMB'ye, ilgili yıl tarifeler cetveli baz alınarak genel gider ödemesi gerçekleştirilmektedir.

Tablo 1 - Nemalandırma Faiz Gelirleri ve Genel Gider Ödemeleri (Milyon ₺)

	Nemalandırma Faiz Gelirleri			Hazine İşlemleri Genel Gider Ödemeleri
	Brüt	Stopaj Kesintisi	Net	
2012	348	52	296	176
2013	414	62	352	206
2014	872	131	741	237
2015	1,322	198	1,124	230
2016	1,302	195	1,107	258

Yukarıdaki tabloda da görüldüğü üzere 2012 ve 2013 yılları itibarıyla yatay bir seyir izleyen nemalandırma faiz gelirleri, 2014 yılında politika faizindeki artışla birlikte yükseliş kaydetmiştir. 2015 yılındaki artışın kaynağı ise, TCMB ile kırk vadeli nemalandırma politikasına geçilmesidir. Öte yandan 1 Eylül 2016 tarihinde yürürlüğe giren nema protokolünün getirdiği değişiklikle Hazine hesaplarındaki gün sonu bakiye tutarlar gecelik olarak bir hafta vadeli repo faiz oranı üzerinden nemalandırılmaya başlanmıştır.

Kutu 1 - Hazine Mevduatının Nemalandırılması ve Genel Gider Ödemeleri

Modern nakit yönetimi uygulamalarının temel unsurlarından biri hazinenin nakit fazlalıklarının uygun getiri oranlarıyla ve araçlarla değerlendirilmesidir. Bu itibarla, ihtiyaç duyulan nakdin doğru zaman, yer ve miktarda ve minimum maliyetle karşılanması ile birlikte atıl nakdin minimum seviyeye indirilmesi gibi aktif nakit yönetimi amaçlarına yönelik olarak, Ülke Hazine'leri nakit varlıklarını merkez bankalarında veya ticari bankalarda getiri elde edecek şekilde değerlendirebilmektedir. Bu doğrultuda, doğru ve etkin bir nakit planlamasının oluşturulması ile gelir ve giderlerin günlük bazda gerçekleşmeye en yakın olacak şekilde tahmin edilmesi, nemalandırmaya konu olacak nakit miktarın belirlenmesi açısından önem arz etmektedir.

2011 yılı öncesinde Hazine Müsteşarlığına ait, TCMB nezdindeki hesaplar herhangi bir nemalandırma işlemine konu olmamakta, Hazine'nin mali ajanı olarak TCMB tarafından gerçekleştirilen Hazine işlemleri için ise TCMB'ye herhangi bir ödeme yapılmamaktaydı. 2011 yılının Ekim ayından itibaren ise TCMB nezdindeki söz konusu hesaplar nemalandırılmaya başlanmıştır. Bu kapsamda, Müsteşarlık ve TCMB arasında müştereken belirlenen protokol hükümleri çerçevesinde Hazine'nin hem TL hem de döviz cinsi vadeli hesapları nemalandırmaya tabi tutulmaktadır. Güncel protokol hükümlerine göre TL ve Döviz cinsinden tüm Hazine nakit rezervleri günlük olarak nemalandırılmakta ve elde edilen faiz gelirleri, ilgili yıl bütçesine gelir kaydedilmektedir.

Buna karşılık TCMB'ye, Hazine adına yaptığı işlemler için gerçekleştirilen işlemlerin türü ve adedine bağlı olarak Hazine Müsteşarlığı bütçesinden masraf ödemesi yapılmaktadır. Böylece, TCMB tarafından Hazine adına gerçekleştirilen işlemlerin maliyeti net bir biçimde ortaya konmakta ve bu maliyet Hazine tarafından karşılanmaktadır.

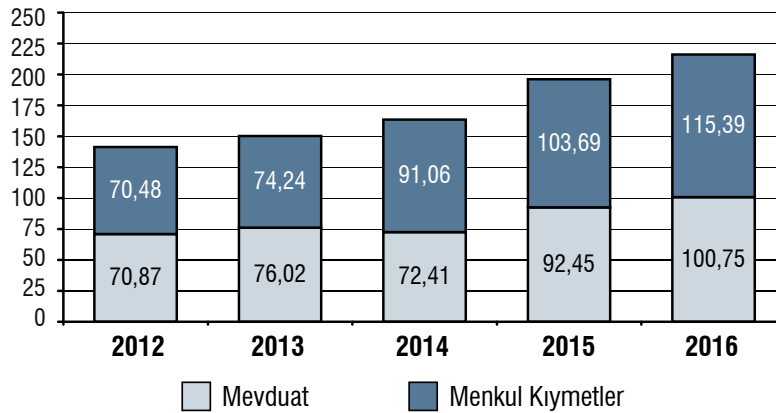
Söz konusu uygulamalar Hazine –Merkez Bankası ilişkilerinin iki ayrı kurumsal yapı içerisinde şeffaf ve hesap verilebilir bir zeminde yürütülmesi açısından da oldukça önemli bir adım olmuştur. Yukarıda değinilen işlemlere ilişkin mali büyüklükler hem Hazine'nin hem de TCMB'nin ilgili mali tablolarına yansıtılmakta ve takip edilmektedir.

Böyle bir yapı, her iki kurumun da kendi kurumsal amaç ve hedefleri doğrultusunda söz konusu faaliyetleri yerine getirmeleri ve Merkez Bankası özerkliğinin ideal bir çerçevede sürdürülmesi anlayışı açısından da oldukça önemli bir rol oynamaktadır.

KAMU HAZNEDARLIĞI

Hazine Müsteşarlığı dışında kalan diğer kamu kurum ve kuruluşlarının mali kaynakları "Kamu Haznedarlığı Genel Tebliği" hükümleri çerçevesinde Müsteşarlığımızca yakından izlenmektedir. Söz konusu Tebliğ 2016 yılı içerisinde güncellenerek² kamu kurum ve kuruluşlarının kamu bankalarında tutulan kamu mevduatına uygulanacak faiz oranlarına tavan faiz uygulaması getirilmiştir. Ayrıca, Tebliğ kapsamındaki kurum ve kuruluşların yatırım yapabileceği araçlara kamu bankaları tarafından ihraç edilen borçlanma araçları ile katılım bankacılığı finansman araçları da dahil edilmiş ve aracı kurumları aracılığıyla organize para piyasalarında işlem yapabilmelerine yönelik düzenlemeler yapılmıştır.

Grafik 2 - Kamu Kurumlarının Yıl Sonları İtibarıyla Mali Kaynakları (Milyar ₺)

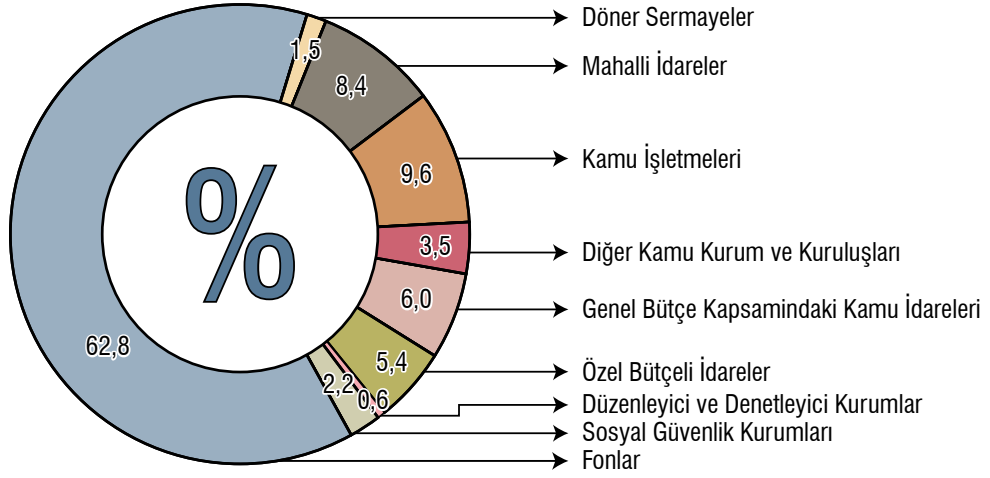


Yukarıdaki grafikte "Mevduat" başlığına ilişkin tutarlar, Tebliğ kapsamındaki kamu kurum ve kuruluşlarının TL ve döviz cinsinden vadeli ve vadesiz mevduat hesaplarında tuttukları mali kaynaklarını ifade ederken, "Menkul Kıymetler" başlığı altındaki veriler Müsteşarlığımızca ihraç edilen Devlet İç Borçlanma Senedi, Eurobond ve Kira Sertifikası olarak tuttukları mali kaynakları ile beraber yaptıkları repo/ters repo işlem tutarlarını ifade etmektedir.

² 8.12.2016 tarihli ve 29912 sayılı Resmi Gazete'de Yayımlanan Kamu Haznedarlığı Genel Tebliği.

Toplam kamu kaynakları bir önceki yıla göre 2012 yılında yüzde 21,4, 2013 yılında yüzde 6,3, 2014 yılında yüzde 8,8, 2015 yılında yüzde 20 ve 2016 yılında yüzde 10,2 artış kaydetmiştir. Yıllar itibarıyla görülen bu artışların büyük bir kısmı kamu kurumlarının tutulan menkul kıymet tutarlarındaki artıştan kaynaklanmaktadır. Menkul kıymetlerdeki en büyük pay ise İşsizlik Sigortası Fonu'na aittir.

Grafik 3 - Kamu Kurum ve Kuruluşlarının Mali Kaynaklarının Kurumlar Bazında Dağılımı* (%)



* 31.12.2016 itibarıyla

2016 yıl sonu itibarıyla 216,1 milyar TL tutarındaki toplam kamu kaynağının kurumlar bazında dağılımına bakıldığında en büyük tutarın yüzde 62,8 ile fonlarda (İşsizlik Sigortası Fonu, Tasarruf Mevduatı Sigorta Fonu ve Diğer Fonlar) olduğu görülmektedir.

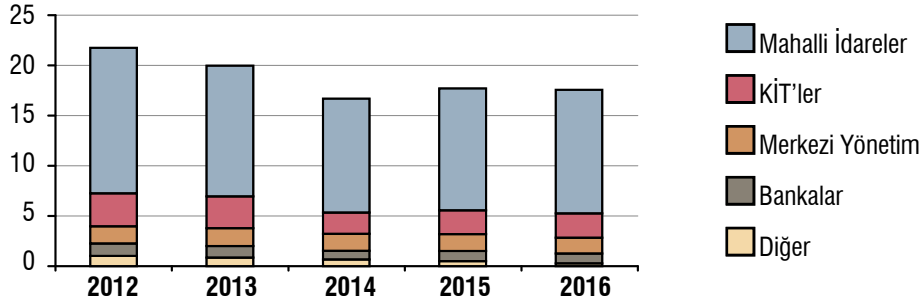
2. ALACAK YÖNETİMİ

Hazine alacakları; Hazine garantilerinden üstlenimler, Müsteşarlıkça sağlanan dış finansmanın ikrazen kullanılması ile Hazine tarafından ikrazen ihraç edilen Devlet iç borçlanma senetlerinden oluşmaktadır. 2016 yılı sonu itibarıyla Hazine alacak stoku 17,6 milyar TL seviyesindedir.

Bunun yanı sıra, 4749 sayılı Kanun'da tanımlanan "Hazine Alacağı" kapsamı dışında kalan ancak Hazine Müsteşarlığının Devlet tüzel kişiliğini temsilen taraf olduğu işlemlerden kaynaklanan "Diğer Hazine Alacakları"³ da mevcut olup bu alacakların 2016 yılı sonu itibarıyla toplam tutarı 4,6 milyar TL seviyesindedir.

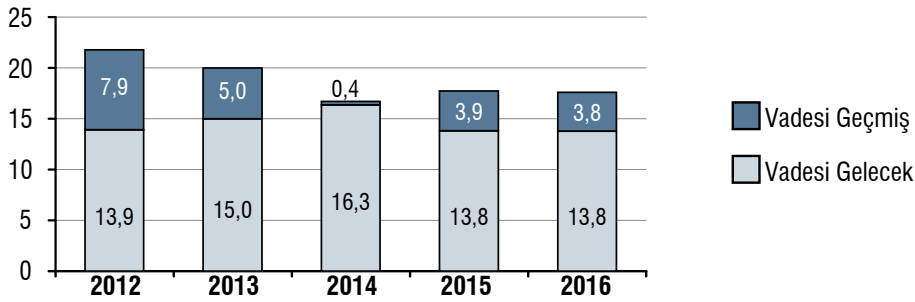
2016 yıl sonu itibarıyla Hazine alacak stoku borçlu kuruluşlara göre incelendiğinde mahalli idarelerin 12,3 milyar TL ile Hazine'ye en borçlu kuruluş grubunu oluşturduğu görülmektedir. Bu grubu sırasıyla 2,4 milyar TL ile KİT'ler ve 1,6 milyar TL ile merkezi yönetim kuruluşları takip etmektedir.

Grafik 4 - Yıllar itibarıyla Borçlu Kuruluşlara Göre Hazine Alacak Stoku (Milyar ₺)



17,6 milyar TL seviyesinde olan Hazine alacaklarının, 3,8 milyar TL'si vadesi geçmiş⁴, 13,8 milyar TL'si vadesi geleceklerden⁵ oluşmaktadır.

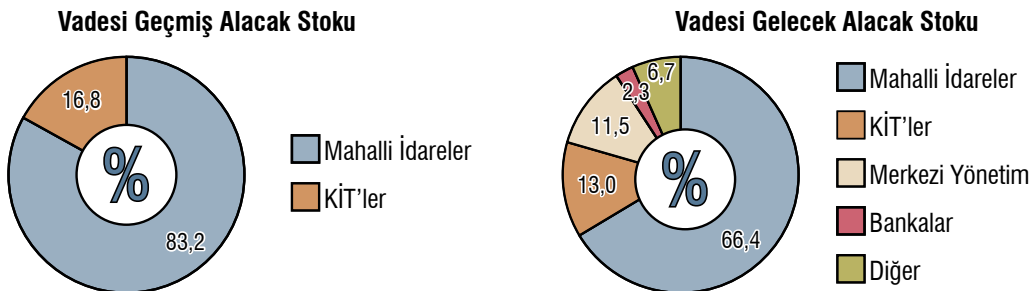
Grafik 5 - Yıllar itibarıyla Hazine Alacak Stoku (Milyar ₺)



Vadesi geçmiş Hazine alacakları borçlu kuruluşlar bazında incelendiğinde en büyük payın yüzde 83,2 ile mahalli idarelerden kaynaklandığı, bunu yüzde 16,8 ile KİT'lerin takip ettiği görülmektedir. 2015 yılı ile kıyaslandığında 2016 yılında vadesi geçmiş alacak stokunun 100 milyon TL azaldığı görülmektedir.

Vadesi gelecek Hazine alacaklarının ise yüzde 66,4'ü mahalli idarelerden, yüzde 13'ü KİT'lerden ve yüzde 11,5'i merkezi yönetim kuruluşlarından kaynaklanmaktadır. Vadesi gelecek Hazine alacakları bir önceki yıla göre yaklaşık 36 milyon TL azalış kaydetmiştir. Hem vadesi geçmiş hem de vadesi gelecek Hazine alacak stoklarındaki azalışların temel nedeni gerçekleştirilen tahsilatın stok üzerinde oluşturduğu azaltıcı etkidir.

Grafik 6 - Borçlu Kuruluşlara Göre Alacak Stoku* (%)



* 31.12.2016 tarihi itibarıyla

3 Söz konusu alacaklar, 23.12.2014 tarihli Resmi Gazete'de yayımlanarak yürürlüğe giren "Diğer Hazine Alacaklarının Yönetimi, Takip ve Tahsili ile Kaydedilmesine Dair Yönetmelik" ile düzenlenmektedir.

4 Bir itfa planına göre takip edilen Hazine alacaklarından vadesinde ödenmeyen tutarları ifade etmektedir. Söz konusu stok verisi, vadesinde ödenmeyen anapara, faiz ve masraf tutarları ile bu tutarlar için işlemiş olan gecikme faizinin toplamından oluşmaktadır.

5 Bir itfa planına göre takip edilen Hazine alacaklarının vadesi gelecek anapara tutarını göstermektedir.

Kutu 2- 2016 Yılında Alacak Yönetimine İlişkin Önemli Gelişmeler

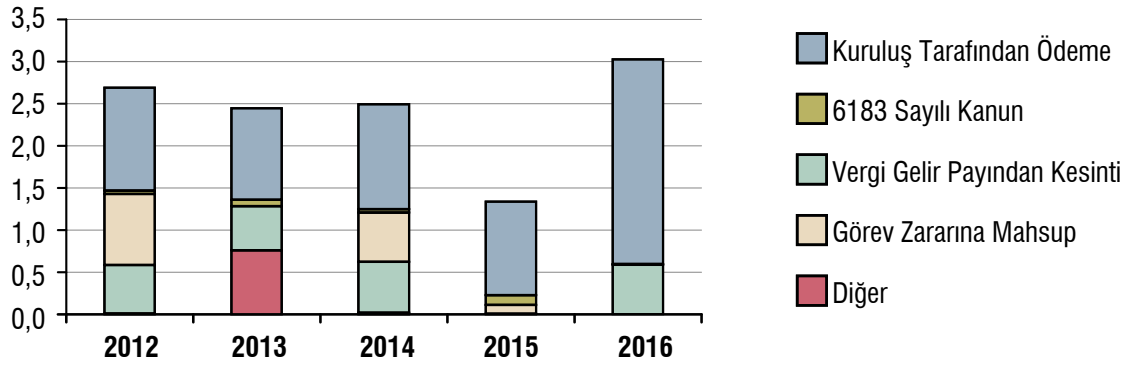
6736 Sayılı Bazı Alacakların Yeniden Yapılandırılmasına İlişkin Kanun

19/08/2016 tarihli Resmi Gazete’de yayımlanan 6736 sayılı Kanun’un 10’uncu maddesi ile belediyeler ve bunlara bağlı müstakil bütçeli ve kamu tüzel kişiliğini haiz kuruluşların borçlarından 6183 sayılı Kanun’a göre takip altında olanlara yapılandırılma imkanı getirilmiştir. Bu Kanun kapsamında yapılandırılan borçlara ilişkin taksit tutarları, belediyelerin genel bütçe vergi gelirleri tahsilat toplamı üzerinden ayrılan paylarından, aylık dönemler hâlinde azami 144 eşit taksitte tahsil edilecektir. Bu çerçevede, 6736 sayılı Kanun taksitlerinin tahsilatını da içermek üzere 2010/238 sayılı kararnamede 2016/9491 sayılı BKK ile değişiklik yapılmış ve 24.11.2016 tarihli Resmi Gazete’de yayımlanmıştır. Bahse konu Kanun kapsamında yalnızca Adana Büyükşehir Belediyesi Müsteşarlığımıza olan borçlarını yapılandırma imkânından faydalanmıştır.

Dış Borç Ödeme Hesabına (DBÖH) İlişkin Yönetmelik Değişikliği

Bilindiği üzere 4749 sayılı Kanun’un 11’inci maddesi gereğince, büyükşehir belediyeleri, belediyeler ve bunlara bağlı kuruluşlar tarafından gerçekleştirilen projeler için Müsteşarlığın garantisi altında sağlanan veya dış borcun ikrazı suretiyle kullanılan kredilerin geri ödeme yükümlülüklerini karşılamak üzere bir Dış Borç Ödeme Hesabı oluşturulmuştur. Söz konusu hesabın işleyişi ve takibi kapsamında karşılaşılan güçlüklerin ortadan kaldırılabilmesini teminen bazı hususlarda güncelleme yapılması ihtiyacı doğmuştur. Bu kapsamda hazırlanan “4749 Sayılı Kanun Kapsamında Dış Finansman Sağlanmasına İlişkin Usul Ve Esaslar Hakkında Yönetmelikte Değişiklik Yapılmasına Dair Yönetmelik” 23.11.2016 tarih ve 29897 no.lu Resmi Gazete’de yayımlanarak yürürlüğe girmiştir.

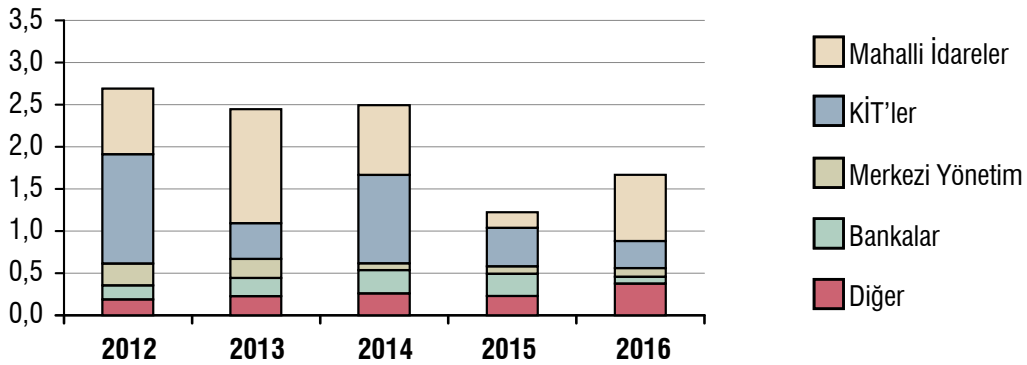
Grafik 7 - Tahsilat Tipine Göre Hazine Alacaklarından Yapılan Tahsilat (Milyar ₺)



2016 yılında toplam 1,7 milyar TL Hazine alacağı tahsil edilmiştir. Tahsilat verileri incelendiğinde, 786 milyon TL ile ilk sırada mahalli idareler yer almakta, bunu 322 milyon TL ile KİT’ler takip etmektedir.

Söz konusu tahsilatın 1,1 milyar TL’si kuruluşlar tarafından ödeme, 0,6 milyar TL’si ise vergi gelir paylarından kesinti yapılmak suretiyle nakdi olarak tahsil edilmiştir.

Grafik 8 - Borçlu Kuruluşlara Göre Hazine Alacaklarından Yapılan Tahsilat (Milyar ₺)



YÜKÜMLÜLÜK YÖNETİMİ



4749 sayılı Kanun ve ikincil mevzuatı çerçevesinde benimsenen mali varlık ve yükümlülük yönetimi yaklaşımı esas alınarak gerçekleştirilen, yükümlülük yönetiminin ana çerçevesini, Müsteşarlık tarafından iç ve dış piyasalarda gerçekleştirilen borçlanma faaliyetlerinin yanı sıra sağlanan Hazine garantileri ile kamu özel iş birliği projeleri çerçevesinde verilen borç üstlenim taahhütleri kapsamında oluşan koşullu yükümlülükler ve kapatılan fonlardan kaynaklanan yükümlülükler oluşturmaktadır.

1. BORÇ YÖNETİMİ

Kamu borç yönetimi temel olarak borç stokunun maruz kaldığı riskler gözetilerek maliyetlerin en uygun seviyeye indirilmesi ilkesine dayanmaktadır. Bu ilke kapsamında borçlanma politikaları her yıl orta vadeli bir bakış açısı ile oluşturulan stratejik ölçütler esas alınarak yürütülmektedir. 2003 yılından bu yana yürütülen bu uygulama borç stokunun yapısını iyileştirerek borç stokunun risklere karşı hassasiyetini önemli ölçüde azaltmıştır.

Ayrıca, stratejik ölçütlerin oluşturulması ile başlayıp borçlanmanın gerçekleştirilmesi ile devam eden tüm borç yönetimi sürecinde makroekonomik dengeler ile konjonktürel gelişmeler de gözetilmektedir. Bu kapsamda borç yönetimi, para ve maliye politikalarından sorumlu kurumlarla koordinasyon içinde yürütülmektedir.

Söz konusu stratejik ölçütler ve 2016 yılı Hazine Finansman Programına ilişkin duyuru, 2016-2018 dönemine ilişkin Orta Vadeli Plan (OVP) öngörülerini esas alınarak 29 Ocak 2016 tarihinde kamuoyuna açıklanmıştır.

Tablo 2 - Hazine Finansman Durumu ⁽¹⁾ (Milyar ₺)

	2016		2017
	Program	Gerçekleşme	Program
I- TOPLAM BORÇ SERVİSİ	120,4	127,0	133,1
İç Borç Servisi	94,0	100,6	98,1
Anapara	56,3	63,2	58,4
Faiz	37,6	37,4	39,7
Dış Borç Servisi	26,5	26,5	35,0
Anapara	14,6	14,7	22,1
Faiz	11,9	11,8	12,9
II- KAYNAKLAR VE BORÇLANMA	120,4	127,0	133,1
Borçlanma Dışı Kaynaklar ⁽²⁾	24,3	19,9	16,0
Toplam Borçlanma	96,1	107,2	117,2
Dış Borçlanma	16,3	16,1	21,0
İç Borçlanma	79,9	91,1	96,2
Bilgi İçin			
NET BORÇLANMA (Kullanım - Anapara)	25,2	29,3	36,7
Net İç Borçlanma	23,5	27,9	37,8
Net Dış Borçlanma	1,7	1,3	-1,1

(1) Nakit Bazlı.

(2) Nakit bazlı faiz dışı denge, özelleştirme gelirleri, 2/B satış gelirleri, İşsizlik Sigortası Fonundan yapılan aktarımlar, TMSF'den sağlanan gelirler, devirli/garantili borç geri dönüşleri, kasa/banka değişimi ve kur farkı kalemlerini içermektedir.

2016 yılında 100,6 milyar TL tutarında gerçekleşen iç borç servisi karşılığında 91,1 milyar TL tutarında iç borçlanma gerçekleştirilmiştir. Aynı dönemde 26,5 milyar TL tutarındaki dış borç servisi karşılığında ise 16,1 milyar TL tutarında dış borçlanma gerçekleştirilmiştir.

2016 yılı Mart ayından itibaren uygulamaya koyulan düzenli geri alım ihaleleri sonucunda, iç borç anapara ödeme tutarı yıl başında açıklanan 56,3 milyar TL seviyesinden 63,2 milyar TL seviyesine yükselmiştir. Geri alınan senetler karşılığında, ikincil piyasa likiditesinin desteklenmesi politikası çerçevesinde 5 ve 10 yıl vadeli sabit kuponlu gösterge senetlerin nominal ihraç miktarlarının arttırılması neticesinde, 2016 yılı iç borçlanma tutarı 91,1 milyar TL olarak gerçekleşmiştir.

İÇ BORÇLANMA

Gelişmiş ülke merkez bankalarının uyguladığı para politikalarının yaratmış olduğu belirsizlik ve oynaklığın yoğun yaşandığı 2016 yılında iç borçlanma işlemleri yürütülürken para ve maliye politikası ile eşgüdüm içinde hareket edilerek söz konusu oynaklığın borç yönetimine olası etkilerinin asgari seviyede tutulması hedeflenmiştir.

Bilindiği üzere ABD Merkez Bankası (FED) 2015 yılı Aralık ayında, 2009 yılından bu yana ilk kez politika faizinde arttırmaya gitmiş, ancak büyümeye ilişkin küresel ekonomiye yönelik endişeler nedeniyle faiz artışlarının kademeli olabileceğine ilişkin sinyaller vermiştir. Diğer taraftan, Avrupa Merkez Bankası (ECB) Mart ayında genişleyici para politikasına ilişkin ilave önlemler almıştır. Ayrıca, Japonya Merkez Bankası (BoJ) da Ocak ayında negatif faiz uygulamasına geçmiştir. Bu çerçevede, FED'in faiz artışının kademeli olacağı beklentisi ve diğer gelişmiş ülke merkez bankalarının parasal genişlemeyi destekleyici politikaları ile risk iştahında bir miktar iyileşme gözlenmiş olup uluslararası yatırımcıların Kasım 2016'da gerçekleştirilen ABD başkanlık seçimine kadar gelişmekte olan ülkelere yönelik portföy akımları artarak devam etmiştir.

Bu çerçevede, 2016 yılı Ocak ayında sabit faizli TL borçlanmanın maliyeti yüzde 11,1 seviyesinde iken bu oran yılın son çeyreğine kadar gerilemiş ve Eylül ayında yüzde 9,2 seviyesine kadar düşmüştür. Aynı dönemde yabancı yatırımcıların toplam iç borç stoku içerisindeki payı Ocak ayındaki yüzde 17,3 seviyesinden Eylül ayına kadar geçen sürede yüzde 19,5 seviyesine kadar yükselmiştir.

Ancak, ABD seçim sonuçlarının açıklanmasının ardından yeni yönetimin özellikle genişlemeci maliye politikası uygulayabileceğine ilişkin görüşün kuvvetlenmesi ile birlikte enflasyon beklentilerinin yükselmesi başta ABD olmak üzere gelişmiş ülke tahvil faizlerinin yükselmesine neden olmuştur. Bu dönemde gelişmekte olan ülke varlıklarına olan talep azalırken gelişmekte olan ülkelerde de tahvil faiz oranları yükselmiştir. Bu kapsamda, uluslararası piyasalara paralel olarak ülkemizde de yılın son çeyreğinde faiz oranlarında da bir miktar artış görülmüş ve yıllık ortalama faiz oranı yüzde 10,1 seviyesinde gerçekleşmiştir.

2016 yılında 2, 5 ve 10 yıl vadeli TL cinsinden sabit faizli gösterge senetlerin düzenli olarak ihracına devam edilmiş ve böylelikle farklı vadelerde yapılan ihraçlar ile likiditenin getiri eğrisi üzerinde geniş bir vade aralığında yayılması ve getiri eğrisinin sağlıklı bir şekilde oluşması amaçlanmıştır.

İlk defa 2012 yılında ihraç edilmeye başlanan, 2013 yılından itibaren de düzenli bir ihraç programı çerçevesinde yurt içi piyasada satışına devam edilen kira sertifikaları ile 2016 yılında toplam 6,3 milyar TL tutarında finansman sağlanmıştır.

Bu kapsamda, 2016 yıl sonu itibarıyla yurt içi piyasalarda şimdiye kadar gerçekleştirilen on iki ayrı kira sertifikası ihracı ile toplam 17,8 milyar TL tutarında finansman sağlanmıştır.

Diğer taraftan, yurt içinde ihracı gerçekleştirilen kira sertifikaları 2016 yılına kadar 2 yıl vadeli olarak ihraç edilmiş olmakla birlikte, 2016 yılı Temmuz ayında yurt içi piyasada ilk defa 5 yıl vadeli sabit kira ödemeli TL cinsi kira sertifikası ihracı yapılmıştır. Ayrıca, 2016 yılı Eylül ayında ilk defa TÜFE'ye endeksli 5 yıl vadeli TL cinsi kira sertifikası ihracı da başarıyla gerçekleştirilmiştir.

Böylelikle, 2016 yılında bir yandan kira sertifikası ihraçları ile sağlanan toplam finansman miktarı arttırılmış, diğer taraftan da söz konusu enstrüman ile sağlanan kaynakların vadesi uzatılmıştır.

Tablo 3 - Yurt içi Kira Sertifikası İhraçları

İsın Kodu	Para Birimi	Valör Tarihi	İtfa Tarihi	Vadesi	Kira Oranı (Yıllık Bileşik)	Kira Ödeme Dönemi	Satış Miktarı (Bin ₺)
TRD211118T18	TL	23.11.2016	21.11.2018	2 Yıl	5,08	6 Ay	1.285.000
TRD260918T17	TL	28.09.2016	26.09.2018	2 Yıl	4,40	6 Ay	1.102.839
TRD220921T16 ⁽¹⁾	TL	28.09.2016	22.09.2021	5 Yıl	1,12	6 Ay	1.066.565
TRD140721T18	TL	20.07.2016	14.07.2021	5 Yıl	4,70	6 Ay	907.500
TRD140218T18	TL	17.02.2016	14.02.2018	2 Yıl	5,32	6 Ay	1.900.352
TRD160817T11	TL	19.08.2015	16.08.2017	2 Yıl	4,98	6 Ay	1.588.784
TRD150217T18	TL	18.02.2015	15.02.2017	2 Yıl	3,90	6 Ay	1.801.515
TRD280916T17	TL	01.10.2014	28.09.2016	2 Yıl	4,84	6 Ay	1.839.964
TRD170216T17	TL	19.02.2014	17.02.2016	2 Yıl	5,30	6 Ay	1.332.820
TRD190815T10	TL	21.08.2013	19.08.2015	2 Yıl	4,50	6 Ay	1.817.300
TRD180215T17	TL	20.02.2013	18.02.2015	2 Yıl	2,85	6 Ay	1.515.327
TRD011014T17	TL	03.10.2012	01.10.2014	2 Yıl	3,70	6 Ay	1.624.483
Toplam							17.782.449

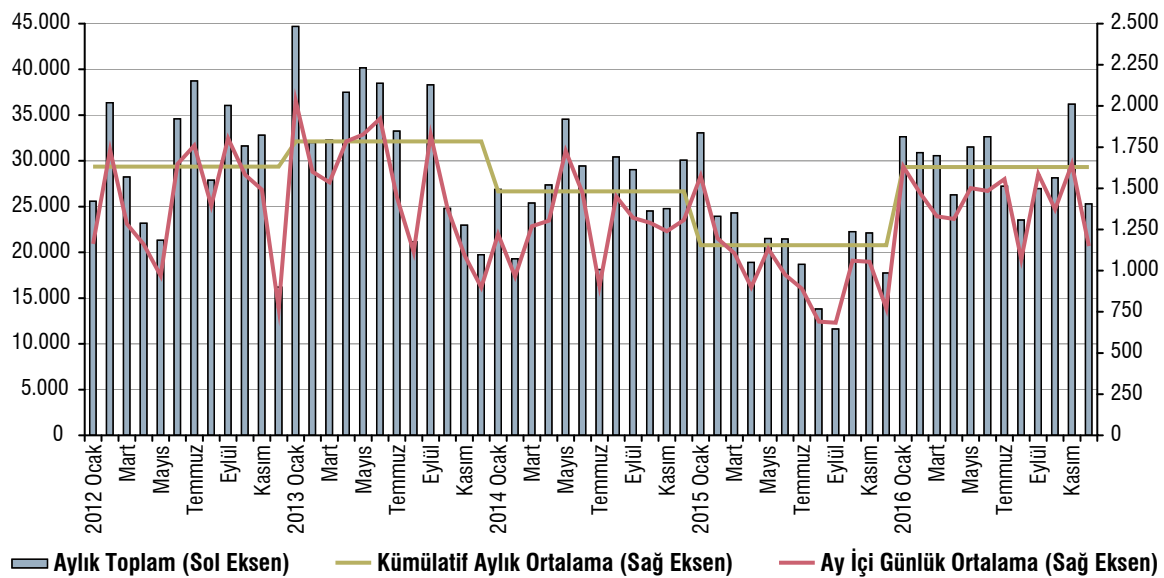
(1) *TÜFE'ye Endeksli Kira Sertifikası.

Ayrıca, borç stokunun itfa profilini düzenlemek ve DİBS ikincil piyasa likiditesini artırmak amacıyla, 2016 yılı Mart ayında Hazine Müsteşarlığı tarafından haftalık düzenli geri alım ihaleleri başlatılmıştır. Yıl içerisinde her bir senetten haftalık azami 100 milyon TL olmak üzere, 4 ve 9 yıl vadeli sabit kuponlu senetlerin geri alımı gerçekleştirilmiştir. Bu çerçevede, 2016 yılı içerisinde gerçekleştirilen 78 adet geri alım ihalesi sonucunda toplam 6,8 milyar TL net tutar geri alınmıştır. Bununla birlikte, geri alınan tutar karşılığında ihracına devam edilen 5 ve 10 yıl vadeli sabit kuponlu TL cinsi senetlerin nominal ihrac tutarları arttırılmış olup, bu sayede bahse konu senetlerin likiditesine katkı sağlanması hedeflenmiştir.

Aşağıdaki tablodan görülebileceği üzere, DİBS'lerin ikincil piyasa likiditesinin en temel göstergelerinden olan DİBS ikincil piyasası işlem hacmi 2013 -2016 yılları arasında azalmakta iken, 2016 yılından itibaren işlem hacimlerinde belirgin bir artış gerçekleşmiştir.

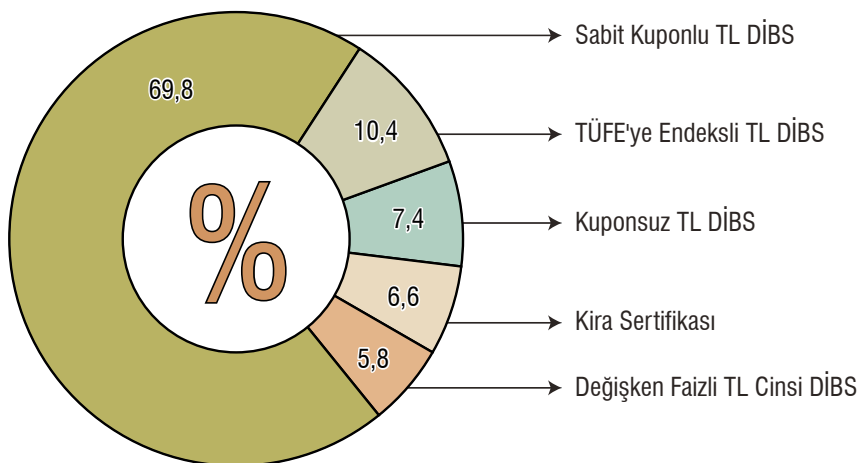
Diğer taraftan, 2003 yılından itibaren uygulanmakta olan stratejik ölçütlere dayalı borçlanma stratejileri çerçevesinde, borçlanmanın ağırlıklı olarak TL cinsinden yapılması stratejisi sonucu 2010 yılı Ocak ayından itibaren döviz cinsi senet ihracı gerçekleştirilmemiş ve 2012 yılı Şubat ayı itibarıyla döviz cinsi iç borcun tamamı itfa edilerek iç borç stoku içerisindeki döviz cinsi senetlerin payı sıfırlanmıştır.

Grafik 9 - Borsa İstanbul Borçlanma Araçları Piyasası İşlem Hacmi (milyon ₺)



Kaynak: BİST

Grafik 10 - 2016 Yılı İç Borçlanmanın Enstrümanlara Göre Dağılımı (%)



2016 yılında nakit bazda toplam iç borçlanmanın yüzde 69,8'i sabit kuponlu, yüzde 10,4'ü TÜFE'ye endeksli, yüzde 7,4'ü kuponsuz, yüzde 5,8'i TL cinsi değişken faizli devlet iç borçlanma senedi ihracı ile sağlanırken, kira sertifikası ihracı ise yüzde 6,6 olarak gerçekleşmiştir.

2016 yılında yapılan 41 adet ihale ile iç borçlanmanın yüzde 93,4'ü sağlanırken; borçlanmanın kalan yüzde 6,6'sı doğrudan satış yoluyla gerçekleştirilmiş olup iç borçlanmanın ağırlıklı ortalama vadesi 67,4 ay olarak gerçekleşmiştir.

DIŞ BORÇLANMA

Program Finansmanı:

Program finansmanı, Hazine Müsteşarlığı tarafından ülkenin makroekonomik programları çerçevesinde, doğrudan veya Hazine garantisi altında, kamunun finansman ihtiyacının karşılanması amacıyla herhangi bir dış finansman kaynağından sağlanan finansman imkânını ifade etmektedir. Bu kapsamda program kredileri özellikle, Uluslararası Para Fonu (IMF), Dünya Bankası, Avrupa Yatırım Bankası (AYB) ve Fransız Kalkınma Ajansı (AFD) tarafından sağlanmaktadır.

1- Uluslararası Sermaye Piyasalarında Gerçekleştirilen Tahvil ve Kira Sertifikası İhraçları

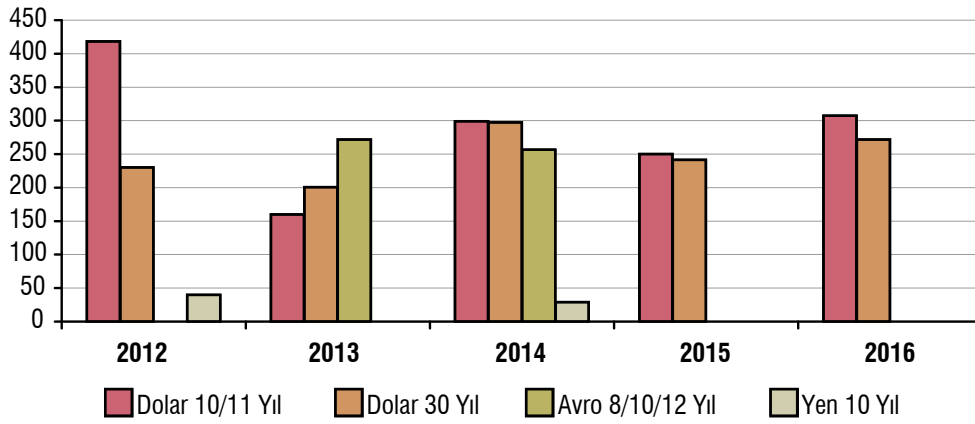
2016 yılında uluslararası sermaye piyasalarından 4 ihraç ile toplam 5,5 milyar ABD Doları tutarında dış finansman sağlanmıştır. Mart ayında 10 yıl vadeli ve 1,5 milyar ABD Doları tutarında tahvil ihracı gerçekleştirilmiştir. Tahvilin kupon oranı yüzde 4,875 olmuştur. Nisan ayı içerisinde 30 yıl vadeli ve yüzde 6,625 kupon oranlı tahvilin 1,5 milyar ABD Doları tutarında artırımı yapılmıştır. Haziran ayında 5 yıl vadeli ve 1 milyar ABD Doları tutarında bir kira sertifikası ihraç edilmiştir. 2016 yılının son ihracı ise Ekim ayında, Mart ayında ilk ihracı gerçekleştirilen 10 yıl vadeli ve yüzde 4,875 kupon oranlı tahvilin 1,5 milyar ABD Doları tutarında artırımı olmuştur.

Tablo 4 - 2012-2016 Yılları Arasında Gerçekleştirilen Yurtdışı Tahvil ve Kira Sertifikası İhraçları

İhraç Tarihi	Vade Tarihi	Para Birimi	Miktar	Kupon/Kira Oranı (%)	Yatırımcıya Getirisi	
					(%)	Spread (bp)
26.01.2012	26.09.2022	ABD Doları	1.500.000.000	6,250	6,350	UST + 445,3
16.02.2012	26.09.2022	ABD Doları	1.000.000.000	6,250	5,750	UST + 377,5
15.03.2012	15.03.2022	Yen	90.000.000.000	1,470	1,470	10y ¥ Swap + 40
26.06.2012	14.01.2041	ABD Doları	1.000.000.000	6,000	5,750	UST + 302,2
26.09.2012	26.03.2018	ABD Doları*	1.500.000.000	2,803	2,803	MS + 185
11.12.2012	14.01.2041	ABD Doları	1.000.000.000	6,000	4,352	MS + 158
15.01.2013	23.03.2023	ABD Doları	1.500.000.000	3,250	3,473	UST + 160
06.02.2013	07.02.2033	Yen	18.400.000.000	2,680	2,680	JPY 20 Y Swap + 89
16.04.2013	16.04.2043	ABD Doları	1.500.000.000	4,875	4,950	UST + 201,5
10.10.2013	10.10.2018	ABD Doları*	1.250.000.000	4,557	4,557	MS + 300
12.11.2013	12.11.2021	Avro	1.250.000.000	4,350	4,450	MS + 272
29.01.2014	22.03.2024	ABD Doları	2.500.000.000	5,750	5,850	UST + 299,2
19.02.2014	17.02.2045	ABD Doları	1.500.000.000	6,625	6,700	UST + 297,2
11.04.2014	11.04.2023	Avro	1.000.000.000	4,125	4,200	MS + 256,6
25.09.2014	25.09.2024	Yen	100.000.000.000	1,050	1,050	JPY 10 Y Swap + 29
25.11.2014	25.11.2024	ABD Doları*	1.000.000.000	4,489	4,489	MS + 205
13.01.2015	16.04.2043	ABD Doları	1.500.000.000	4,875	4,950	UST + 241,5
14.04.2015	16.04.2026	ABD Doları	1.500.000.000	4,250	4,404	UST + 250
09.03.2016	09.10.2026	ABD Doları	1.500.000.000	4,875	5,000	UST + 316,3
04.05.2016	17.02.2045	ABD Doları	1.500.000.000	6,625	5,400	UST + 271,7
08.06.2016	08.06.2021	ABD Doları*	1.000.000.000	4,251	4,251	MS + 290
20.10.2016	09.10.2026	ABD Doları	1.500.000.000	4,875	4,750	UST + 298,8

* Kira Sertifikası

Grafik 11 - Uluslararası Tahvil İhraçlarımız İçin Ödenen Risk Primleri* (baz puan)



* Kullanılan veriler, yıl içerisinde belirtilen vadede gerçekleştirilmiş olan tahvil ihraçlarının risk primlerinin tahvil miktarları ile ağırlıklandırılmış ortalamalarıdır.

Kutu 3: Uluslararası Sermaye Piyasalarındaki Gelişmeler

Gelişmiş ülke merkez bankalarının uyguladıkları para politikalarındaki ayrışmanın yanı sıra, politik ve jeopolitik gelişmelerin önemli bir risk unsuru olarak değerlendirilmesi ve petrol fiyatlarının dalgalanması sebebiyle küresel piyasalar 2016 yılına genel olarak olumsuz bir başlangıç yapmıştır. Yılın ikinci yarısının başından Kasım ayındaki ABD seçimlerine kadar olan dönemde ise küresel piyasaların genel itibarıyla sakin bir seyir izlediği gözlenmiştir. Söz konusu dönemde, Japonya ve Avrupa merkez bankalarının genişlemeci para politikası uygulamalarını devam ettirmesi küresel likiditeyi destekleyici bir rol oynamıştır. İngiltere’de referandumdan Avrupa Birliği’nden ayrılma kararı çıkması küresel piyasalar tarafından olumsuz karşılanmasına rağmen, kararın piyasalar üzerindeki etkisi kısa sürmüştür. Öte yandan, ABD seçim sonuçlarının ABD ekonomi politikalarına yönelik oluşturduğu belirsizlik piyasalardaki oynaklığı bir miktar artırmış, Kasım ayından itibaren ABD Doları, gelişmiş ve gelişmekte olan ülke para birimleri karşısında önemli ölçüde değer kazanmıştır.

Petrol İhraç Eden Ülkeler Örgütü (OPEC) üyelerinin petrol üretiminin kısılmasına yönelik anlaşması sonrasında petrol piyasasında oluşan iyimserliğin etkisiyle Brent petrolün varil fiyatı Aralık ayında 50 ABD Doları düzeyini aşmıştır. Söz konusu durum emtia ihracatçısı konumunda gelişmekte olan ülkeleri olumlu etkilemiştir.

Gelişmekte olan ülke ekonomilerine yönelik risk primini gösteren JP Morgan EMBI+ endeksi 2015 yılı sonuna göre 47 baz puan gerileyerek 2016 yılı sonunda 363 seviyesine gelirken, endeksin Türkiye alt segmenti, EMBI+ endeksinden negatif ayrılmış ve aynı dönemde 60 baz puan artışla 358 baz puan seviyesine çıkmıştır. Ülkemiz 5 yıl vadeli ABD Doları cinsi CDS primi ise 2016 yılında maksimum 306 baz puan, minimum 219 baz puanı görmüştür. CDS primimiz, 2016 sonu itibarıyla 273 baz puan düzeyindedir.

2- Fransız Kalkınma Ajansından Sağlanan Program Finansmanı

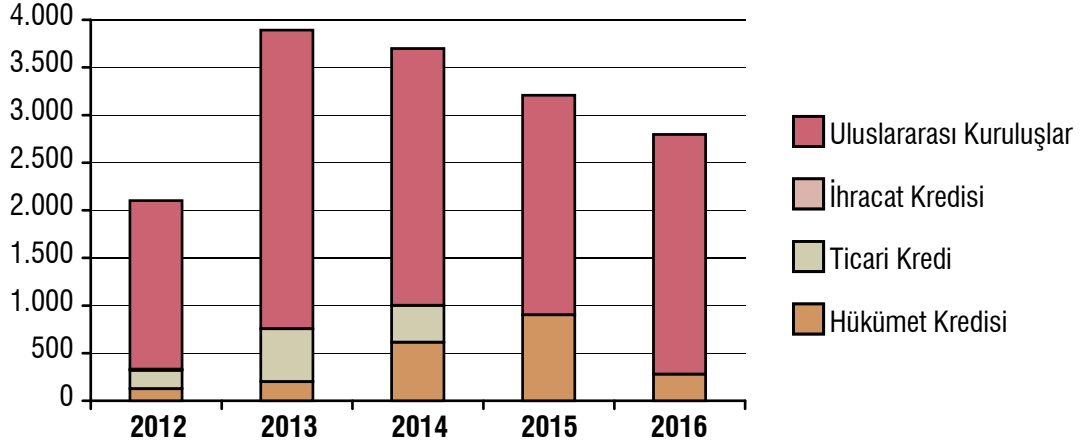
Orman ve Su İşleri Bakanlığınca yürütülmekte olan orman rehabilitasyonu, erozyon kontrolü ve ağaçlandırma faaliyetlerinin desteklenmesi amacıyla 15 Aralık 2016 tarihinde imzalanan anlaşma ile Fransız Kalkınma Ajansından 150 milyon Avro tutarında program kredisi temin edilmiştir.

Proje Finansmanı

2016 yılı içinde yabancı hükümetler, ticari bankalar ve uluslararası kuruluşlardan proje finansmanı amacıyla 2,8 milyar ABD Doları karşılığı dış finansman temin edilmiştir. Söz konusu proje kredilerinin yüzde 90'ı uluslararası kuruluş, yüzde 10'u ise hükümet kredisi olarak temin edilmiştir. 2016 yılında temin edilen kredilerin yüzde 87'si garantili, yüzde 13'ü ise tahsisli olarak sağlanmıştır. Böylece 2016 yılı Merkezi Yönetim Bütçe Kanunu uyarınca belirlenen 4 milyar ABD Doları tutarındaki garantili imkan ve dış borcun ikrazi limitinin 2,2 milyar ABD Doları tutarındaki kısmı kullanılmıştır. Bu dönemde sağlanan kredilerin ağırlıklı ortalama vadesi 10,1 yıl olarak gerçekleşmiştir.

Grafik 12 - 2012-2016 Döneminde Sağlanan Kredilerin Kaynaklarına Göre Dağılımı

(milyon ABD Doları)



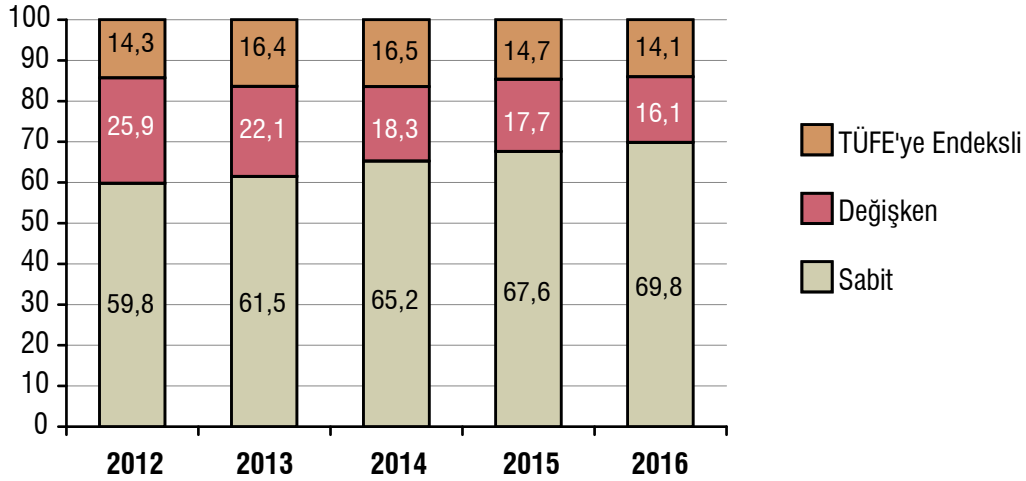
BORÇ STOKU

Borç ve Risk Yönetimi Komitesi tarafından belirlenen stratejik ölçütler çerçevesinde oluşturulan borçlanma stratejilerinin kararlı bir biçimde uygulanması sonucunda borç stokunun maruz kaldığı likidite, faiz ve döviz kuru risklerinin kontrol altına alınması sağlanmış ve stokun yapısında önemli iyileşmeler kaydedilmiştir.

2016 yıl sonu itibarıyla iç borçların stok içindeki payı yüzde 62, dış borçların payı ise yüzde 38 olmuştur.

Stratejik hedeflerden biri olan TL cinsi borçlanmanın ağırlıklı olarak sabit faizli enstrümanlarla yapılması kapsamında, sabit faizli senetlerin toplam stok içerisindeki payında süregelmekte olan artış belirgin bir şekilde kendisini göstermiş, böylece borç stokunun faiz riskindeki iyileşme devam etmiştir. 2015 yıl sonunda sabit faizli borçların ağırlığı yüzde 67,6 iken 2016 yıl sonunda yüzde 69,8'e yükselmiştir.

Grafik 13 - Merkezi Yönetim Toplam Borç Stoku Faiz Yapısı (%)



Değişken faizli merkezi yönetim borcunun kompozisyonu incelendiğinde ise, 2008 yılından bu yana enflasyona endeksli senet stokunun değişken faizli stok içerisindeki payı sürekli artış göstermiştir.

Diğer taraftan, yeni nakit dışı borçlanma yapılmaması neticesinde 2016 yılı sonu itibarıyla nakit dışı senetlerin toplam iç borç stoku içerisindeki payı binde 0,1 düzeyine gerilemiştir.

Bunların yanı sıra uzun bir süredir devam eden uzun vadeli DİBS ihraçları ile iç borç stokunun hem ortalama vadesinde hem de ortalama vadeye kalan süresinde iyileşme sağlanmıştır. Stokun vadeye kalan süresi 2016 yılı sonunda 51,9 ay olarak gerçekleşmiştir.

İç borç stokunun yatırımcı kompozisyonu incelendiğinde ise 2016 yılı içerisinde yabancı yatırımcının payı, yıl sonu itibarıyla yüzde 17,3 olarak gerçekleştiği görülmektedir.

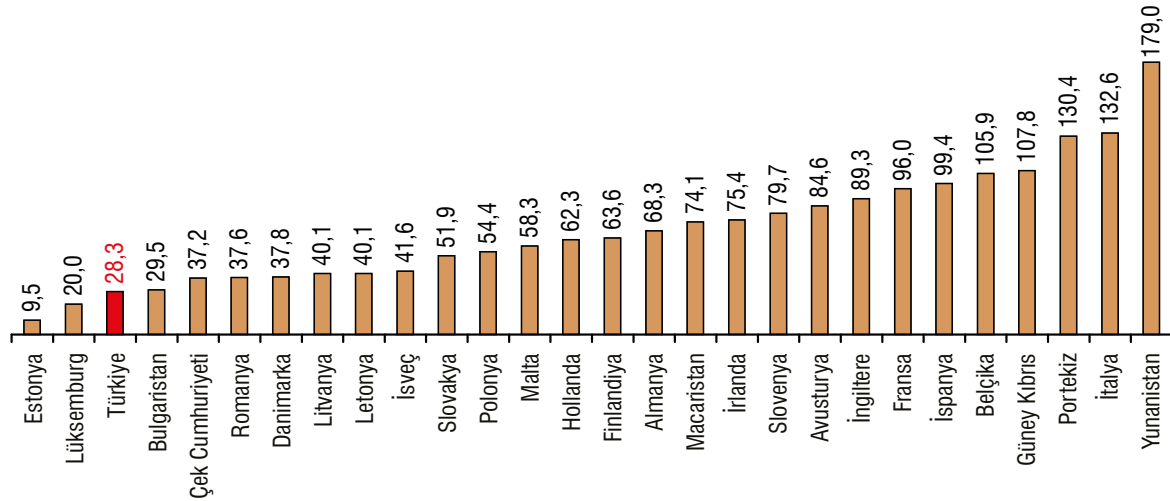
Tablo 5 - Merkezi Yönetim İç Borç Stokunun Döviz, Faiz ve Nakit Yapısı (Milyar ₺)

	2012	2013	2014	2015	2016
Faiz					
Sabit	201,9	212,0	234,9	256,4	278,9
Değişken	184,7	191,0	179,8	183,7	189,7
Tüfeye Endeksli	76,3	96,2	100,9	99,4	106,8
Döviz					
TL	386,5	403,0	414,6	440,1	468,6
Döviz	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Nakit Durumu					
Nakit	384,7	401,8	414,0	440,1	468,6
Nakit Dışı	1,9	1,3	0,6	0,0	0,0
Merkezi Yönetim İç Borç Stoku	386,5	403,0	414,6	440,1	468,6

Öte yandan, borç seviyelerinin takibinin yapılabilmesi için Avrupa Birliği üye ülkelerinin, Aşırı Açık

Prosedürü (AAP) kapsamında derlemek ve Eurostat'a bildirmek ile yükümlü oldukları genel devlet borç stoku 2003 yılından bu yana Hazine Müsteşarlığı tarafından da hesaplanmakta ve "AB tanımlı genel yönetim borç stoku" adı altında kamuoyu ile paylaşılmaktadır. AAP kapsamında, Avrupa Birliği üyeleri için borcun sürdürülebilirliğinin bir göstergesi olarak yüzde 60 sınırı belirlenmiştir. Bu çerçevede, ülkemizde genel devlet borç stokunun GSYH'ye oranı hesaplanmaya başlandığı yıldan bu yana (2009 yılında yaşanan küresel kriz dönemi haricinde) düşüş eğiliminde olmuştur. 2016 yılında özellikle döviz kurundaki gelişmelerin etkisi ile AB tanımlı genel yönetim borç stokunun GSYH'ye oranı, bir önceki yıl sonuna göre 0,8 puan artarak yüzde 28,3 olarak gerçekleşmiştir. Söz konusu göstergenin, 28 ülkeden oluşan AB ortalamasından son 10 yıl içerisinde olumlu yönde ayrıştığı görülmektedir. AB ortalaması, 2005 yılı sonu itibarıyla yüzde 61,5 seviyesinde iken Türkiye göstergesi yüzde 50,8; 2016 yılı sonuna ulaşıldığında ise AB ortalaması yüzde 83,5 seviyesine yükselirken Türkiye göstergesi yüzde 28,3 seviyesine gerilemiştir.

Grafik 14 - 2016 yılı sonu itibarıyla AB Tanımlı Genel Yönetim Borç Stoku / GSYH (%)



Kaynak: Eurostat, Mayıs 2017

Tablo 6 - Borç Stoku Göstergeleri

	2012	2013	2014	2015	2016
Merkezi Yönetim Brüt Borç Stoku (Milyon ₺)	532.901	586.192	612.516	678.245	759.668
Merkezi Yönetim Brüt Borç Stoku /GSYH (%)	33,9	32,4	30,0	29,0	29,3
AB Tanımlı Genel Yönetim Borç Stoku (Milyon ₺)	512.079	565.905	585.711	643.044	732.805
AB Tanımlı Genel Yönetim Borç Stoku / GSYH (%)	32,6	31,3	28,6	27,5	28,3
Kamu Net Borç Stoku (Milyon ₺)	240.465	197.248	186.811	160.997	218.880
Kamu Net Borç Stoku / GSYH (%)	15,3	10,9	9,1	6,9	8,4

Not: Dış borç verilerinin güncellenmesinden dolayı yıllar itibarıyla stok rakamları değişebilmektedir.

Son bir yıllık dönemde borç stoklarında meydana gelen artışın, temel nedeni ABD dolarının TL karşısındaki önemli ölçüdeki değer kazanışı sebebiyle döviz cinsi borçlar içerisinde en büyük paya sahip ABD doları cinsinden borçların TL karşılıklarının yükselmesi olmuştur.

Kutu 4: Uluslararası Kuruluşlara Raporlanan Borç Stoku İstatistikleri

Kamu Borç Yönetimi Raporu'nda yer verilen ve Resmi İstatistik Programı çerçevesinde üretilen borç stoku istatistikleri, Hazine Müsteşarlığı tarafından çeşitli uluslararası kuruluşlara da raporlanmaktadır. Uluslararası kuruluşlar ile paylaşılan borç stoku istatistikleri, bu kuruluşların iş birliğinde hazırlanan ve uluslararası geçerliliği olan kılavuzlar çerçevesinde farklı metodolojik özelliklerde üretilmektedir. Yapılan bu raporlamalar sayesinde ülkemiz istatistikleri, pek çok ülke verisi ile birlikte uluslararası kuruluşların veri tabanlarında saklanmakta, ilgili kuruluşlarca olası makroekonomik risklerin belirlenmesine ve koşullara uygun politikaların izlenmesine katkı sağlamaktadır. Bu kapsamda, Hazine Müsteşarlığı tarafından çeşitli uluslararası kuruluşlara düzenli olarak yapılan ve borç stoku istatistiklerini de kapsayan raporlamalara ilişkin özet bilgilere aşağıdaki tabloda yer verilmiştir.

Raporlama Adı	Hazine Müsteşarlığı Katkısı	Raporlama Yapılan Uluslararası Kuruluş	Raporlamadan Sorumlu Kuruluş	Raporlama Periyodu
Kamu Sektörü Borç Stoku İstatistikleri (PSDS)	• Merkezi yönetim borç stoku verileri	IMF, WB, OECD	Hazine Müsteşarlığı tarafından iletilmektedir.	Çeyreklik
Devlet Mali İstatistikleri (GFS)	• Merkezi yönetim borç stoku, • Hazine alacakları ve garantili borçlar, • Akım verileri	IMF	Maliye Bakanlığı tarafından iletilmektedir.	Çeyreklik
Aşırı Açık Prosedürü (EDP)	• Genel yönetim borç stoku, • Bütçe dengesi ve ilişkili veriler, • Hazine garantili stok • Akım verileri	Eurostat	TÜİK kanalıyla iletilmektedir.	Yıllık
Özel Veri Yayımlama Standardı (SDDS)	• Merkezi yönetim borç stoku, • Bütçe finansmanı verileri, • Türkiye brüt dış borç stoku, • Hazine garantili dış borç stoku	IMF	TÜİK aracılığıyla koordinasyon sağlanmaktadır.	Aylık, Çeyreklik
Çeyreklik Dış Borç Stoku İstatistikleri (QEDS)	• Türkiye brüt dış borç stoku verileri	WB	Hazine Müsteşarlığı tarafından iletilmektedir.	Çeyreklik
Borçlu Raporlama Sistemi Raporlaması (DRS)	• Dış borç anlaşma ve stok bilgileri	WB	Hazine Müsteşarlığı tarafından iletilmektedir.	Yıllık
Borçlanma Senetleri Stok Bilgileri	• Merkezi yönetim borçlanma senetleri stok bilgileri	BIS	TCMB kanalıyla iletilmektedir.	Çeyreklik

Borç Stoklarına İlişkin Değerleme Yöntemleri Hakkında Metodolojik Bilgiler:

Yukarıdaki tabloda yer verilen ve çeyrek dönemler itibarıyla ilgili kuruluşlara raporlanan PSDS'ye ilişkin veri tabanı, Dünya Bankası ve IMF'nin ortak çalışması sonucunda oluşturulmuştur. Bu veri tabanı aracılığıyla öncelikle ve özellikle gelişmekte olan ülke ekonomilerine ait kamu sektörü borç istatistiklerinin derlenerek uluslararası standartlara uygun bir şekilde kamuoyu ile paylaşılması amaçlanmıştır. PSDS'ye katılacak ülkelerin "minimum koşul olarak" enstrüman bazında Merkezi Yönetim sektörüne ilişkin verileri üretilip Dünya Bankasına göndermeleri gerektiği belirtilmiştir. İlgili verilerin derlenmesinde uluslararası kılavuzlarda da belirlendiği üzere, ilgili stok tarihi itibarıyla stokta yer alan enstrümanlara ilişkin birikmiş faiz tutarlarını da içeren "nominal stok" tanımı kullanılmakta ve sektör içi borç konsolidasyon işlemi yapılmaktadır. Buna ilaveten, piyasada işlem gören borçlanma senetleri ise ilgili dönemdeki "piyasa fiyatları" üzerinden değerlendirilip form içerisinde yer alan ayrı bir kalemde raporlanmaktadır. Benzer şekilde Devlet Mali İstatistikleri (GFS) raporlaması için merkezi yönetim sektörü borç stoku verilerine Hazine Müsteşarlığı tarafından yapılan katkı, genel hatlarıyla iki bilanço (stok) dönemi arasında oluşan finansal akımları belirlemek üzerine kuruludur. Bahsi geçen bu akım verileri, iki bilanço dönemine ilişkin stok tutarlarının birbirlerinden farklılaşmasına sebep olan (iki dönem arasında ortaya çıkan), net borçlanma, net birikmiş faiz yükümlülüğü, prim geliri / iskonto gideri, kur farkı ve senetlerin piyasada işlem görmesinden kaynaklanan piyasa hareketleri gibi bileşenleri kapsamaktadır. Bu raporlamada da kredi stokları, ilgili dönem sonu itibarıyla birikmiş faiz yükümlülüklerini içerecek şekilde, borçlanma senetleri stokları ise "piyasa fiyatı" cinsinden değerlendirilmektedir. Diğer taraftan Avrupa Birliği üye ülkelerince ve aday ülke konumunda olan ülkemiz tarafından Mali Bildirim Tabloları kapsamında Eurostat'a iletilen EDP borcu (ya da bir başka tabirle "Maastricht borcu"⁶) için Avrupa Birliği Tanımlı Genel Yönetim Borç Stoku verisi, ayarlama kalemleri kullanılarak yazılı değer⁷ (face value) yöntemiyle hesaplanmakta, Genel Yönetim sektörünün alt sektörleri arasında ve sektörler içinde konsolidasyon işlemi de yapılmaktadır. Stok verisinin hesaplanmasında, iç borç stokunu oluşturan parçalardan birisi olan ve kuponsuz olarak ihraç edilen borçlanma senetlerinin üzerindeki bütün faiz tutarı stok üzerine eklenmekte olup buna ilaveten enflasyona endeksli olarak ihraç edilen senetlerin ise enflasyon ölçüsünde artış kaydeden anapara miktarları değerlendirilmektedir. Bu kapsamda bahsi geçen borç stokuna, EDP bildirim çerçevesinde ilgili tabloda yer verilmekte, ayrıca stok-akım arasındaki bağlantıyı sağlayacak bazı ayarlama kalemleri hesaplanarak raporlanmaktadır. Hali hazırda SDDS ve BIS için raporlanan verilerde stoklar yazılı değer üzerinden hesaplanmakta ancak istisnai olarak kuponsuz DİBS'ler ihraç fiyatı üzerinden stoka dahil edilmektedir. Dış borç stok verilerinin raporlandığı QEDS, DRS için de yazılı değer yöntemi uygulanmaktadır.

6 25.05.2009 tarihli, 479/2009 no'lu ve 26.07.2010 tarihli, 679/2010 sayılı Avrupa Birliği Konsey düzenlemeleri yasal dayanağı oluşturmaktadır.

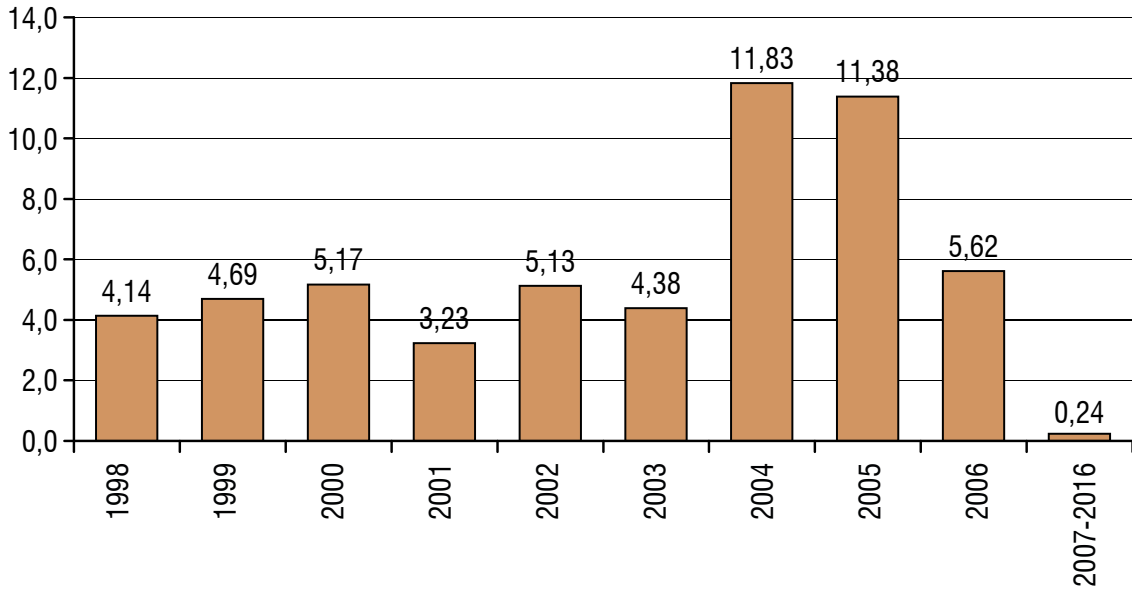
7 25.05.2009 tarihli ve 479/2009 no'lu Avrupa Birliği Konsey düzenlemesinde belirlenmektedir (Chapter 1, Article 1 (5)).

2. KAPATILAN FONLARDAN KAYNAKLANAN YÜKÜMLÜLÜKLERİN YÖNETİMİ

Fonlar, belirli veya birbirine yakın amaçlar için belirli kaynakların toplandığı ve harcandığı, bütçe bağlantılı veya bütünüyle bütçe dışı kamusal nitelikli özel hesaplardır. 1980'li yıllardan itibaren fon uygulamalarının artması sonucunda 1992 yılında müşterek fon hesabı kurularak tüm fonların gelir ve giderleri bir hesapta toplanmış, 1993 yılında ise fonların büyük bir kısmı bütçe kapsamına alınmıştır. 1999 yılında ise fonların tasfiyesine karar verilerek 2000 yılında tasfiye işlemi gerçekleştirilmiştir.

Çalışanların Tasarruflarını Teşvik Hesabı, 9 Mart 1988 tarihinde kabul edilen 3417 sayılı Kanun ile kurulmuştur. Hesabın amacı, çalışanların aylık ve ücretlerinden yapılacak kesintilere Devletin veya işverenlerin katkıda bulunması ve yapılan tasarrufların en iyi şekilde nemalandırılması sağlanarak çalışanların tasarrufa teşvik edilmesidir. Bu kapsamda, Nisan 1988- Mayıs 2000 yılları arasında çalışanlardan yüzde 2, işverenlerden yüzde 3 kesinti yapılarak toplanan tutarlar T.C. Ziraat Bankasında açılan tasarruf teşvik hesaplarına yatırılmıştır. 2000 yılında İşsizlik Fonunun kurulması ile birlikte kesintiler durdurulmuştur. 24.04.2003 tarihinde kabul edilen 4853 sayılı Kanun ile hesabın tasfiye edilmesine karar verilmiştir. Hesapta biriken anapara ve nema tutarları değerlemeye tabi tutularak 2003-2006 yılları arasında on taksitte hak sahiplerine ödenmiştir. 31.12.2007 itibarıyla hesabın tüm varlık ve yükümlülükleri Hazine Müsteşarlığına devredilmiştir.

Grafik 15 - Çalışanların Tasarruflarını Teşvik Hesabından Yapılan Ödemeler (Milyar ₺)



Not: Değerler bugünkü değere çekilerek raporlanmıştır.

3. KOŞULLU YÜKÜMLÜLÜKLERİN YÖNETİMİ

Koşullu yükümlülükler, gerçekleşme zamanı ve miktarı kamunun kontrolü dışında bulunan ve gerçekleşmesi gelecekte belirli bir olayın meydana gelmesine bağlı olan yükümlülüklerdir. Koşullu yükümlülükler, mevzuat veya sözleşme gibi hukuki niteliği olan bir metinde ya da açık politika taahhütlerinde kamuyu doğrudan yükümlü kılan ifadelerden kaynaklanması halinde “açık koşullu yükümlülük”, kamuyu yükümlü kılan herhangi bir belge bulunmamasına rağmen kamunun sosyal, politik ve ekonomik sorumluluklarından kaynaklanması halinde ise “örtük koşullu yükümlülük” olarak tanımlanmaktadır.

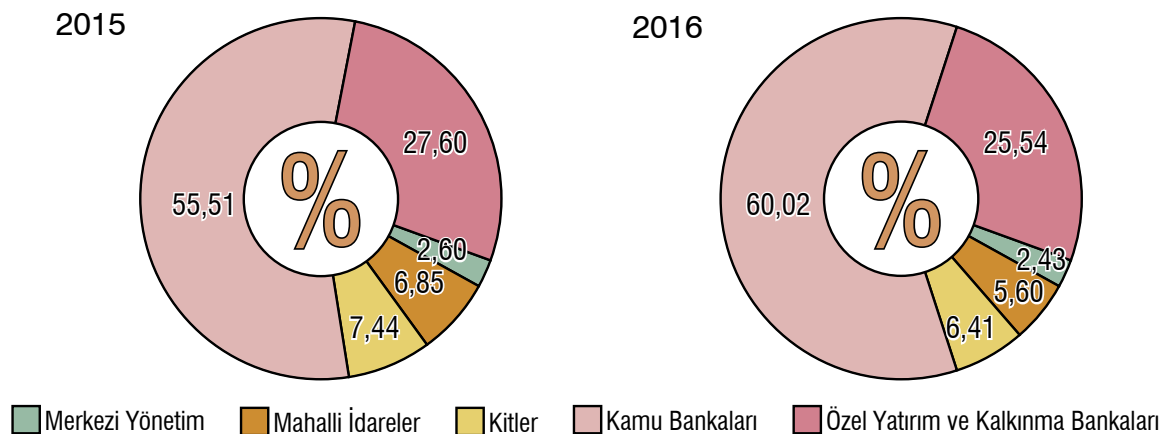
Müsteşarlığımızın açık koşullu yükümlülükleri arasında Hazine garantileri ve Kamu Özel İş Birliği (KÖİ) projeleri kapsamında sağlanan borç üstlenim taahhütleri bulunmaktadır. Ancak Müsteşarlığımız tarafından sağlanan borç üstlenim taahhütlerinde, sözleşmenin feshedilerek taahhüdün gerçekleşmesi durumunda, proje kapsamındaki varlıklar da kamuya devredilmektedir. Benzer şekilde geri ödeme garantileri kapsamında Müsteşarlığımızca gerçekleştirilen üstlenimlerde, ilgili kamu idaresi üstlenim miktarı kadar Müsteşarlığa borçlandırılarak alacak takibatı süreci başlatılmaktadır. Dolayısıyla söz konusu işlemlerin kamu dengesine net etkisi hesaplanırken varlıklarda ve yükümlülüklerde meydana gelen değişikliklerin bütüncül bir yaklaşımla değerlendirilmesi gerekmektedir.

Müsteşarlığımızın koşullu yükümlülükler kapsamında karşı karşıya bulunduğu risklerin borç stokuna, borç sürdürülebilirliğine ve mali disipline olası etkileri Hazine risk yönetimi kapsamında çeşitli senaryo analizleri ve araçlar vasıtasıyla ölçülmekte, takip edilmekte ve düzenli olarak raporlanmaktadır.

HAZİNE GARANTİLERİ

Hazine Müsteşarlığı tarafından, 4749 sayılı Kanun kapsamında, dört çeşit garanti verilebilmektedir. Bunlar Hazine geri ödeme garantisi, Hazine karşı garantisi, Hazine ülke garantisi ve Hazine yatırım garantisidir. Bu garanti türlerinden Hazine yatırım garantisi 90’lı yıllarda esas olarak kamu özel iş birliği modeli ile gerçekleştirilen elektrik santrali projeleri kapsamında verilmiştir. Hazine karşı garantisi ve Hazine ülke garantisinin ise henüz bir uygulaması mevcut değildir. Garanti türleri içerisinde en çok kullanılanı olan Hazine geri ödeme garantisi ise kamu yatırım projelerinin desteklenmesi amacıyla kamu bankaları, kalkınma yatırım bankaları, belediyeler, belediye bağlı kuruluşları ile KİT’lerin yurtdışından sağladıkları finansmana verilmektedir. Hazine geri ödeme garantili kredi stoku bir önceki yıla göre 812 milyon ABD Doları artış kaydederek 2016 yılı sonunda 12,3 milyar ABD Doları seviyesine ulaşmıştır. Bu artışta kamu bankaları ve kalkınma ve yatırım bankalarının KOBİ finansmanına ve enerji verimliliğine ilişkin Hazine garantili kredilerinin seyri belirleyici olmuştur. Aynı dönemde mahalli idareler, KİT’ler ve özel yatırım ve kalkınma bankalarının Hazine geri ödeme garantili kredi stoku ise azalmıştır.

Grafik 16 - Hazine Garantili Dış Borç Stokunun Kurumlar Bazında Dağılımı (%)

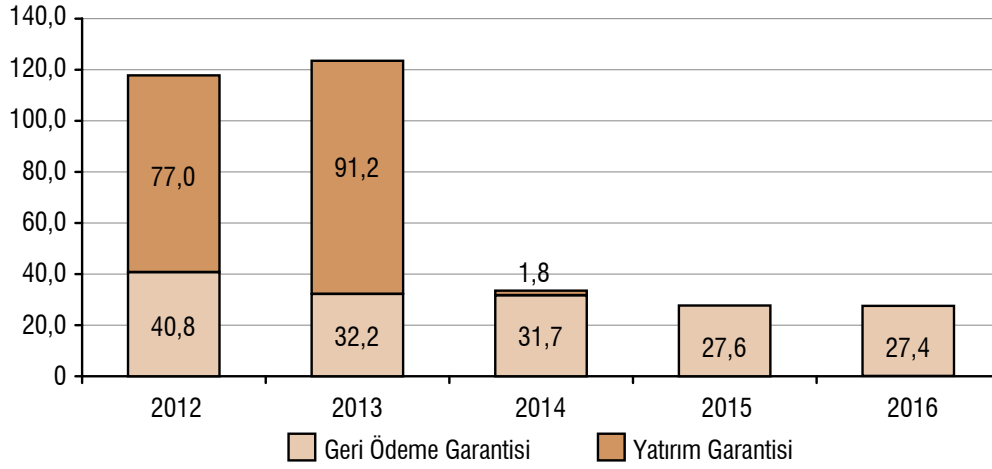


Hazine garantili krediler kapsamında yapılan üstlenim oranı⁸ 2015 yılında yüzde 2,8 seviyesinde iken 2016 yılında yüzde 2,6 olarak gerçekleşmiştir. Söz konusu üstlenim oranının kaynağı, mahalli idarelerin borçlarına ilişkin yapılan üstlenimlerdir.

⁸ Üstlenim Oranı, Hazine geri ödeme garantisi kapsamındaki krediler için Müsteşarlığımızca üstlenilen tutarların, kuruluşların kreditörlere yaptıkları ödemeler ile Müsteşarlığımızca üstlenilen tutarların toplanması sonucunda bulunan miktara bölünmesi ile elde edilen orandır. Üstlenim Oranı = Hazine üstlenimleri / (Hazine üstlenimleri + kuruluş ödemeleri).

2016 yılında Hazine geri ödeme garantisi kapsamındaki toplam üstlenim tutarı 27,4 milyon ABD Doları olarak gerçekleşmiş olup, Hazine yatırım garantisi kapsamında herhangi bir üstlenim gerçekleşmemiştir. 2016 yılında kuruluşların Hazine Müsteşarlığı tarafından üstlenim yapılmaksızın kendilerinin ödediği Hazine garantili kredi ödemesi ise 1.040 milyon ABD Doları seviyesindedir.

Grafik 17 - Hazine Garantilerinden Yapılan Üstlenimler (Milyon ABD Doları)



Hazine garantili kredilerin üstlenim ödemeleri Risk Hesabı'ndan⁹ karşılanmaktadır. Hesaba önceki yıldan devreden bakiye ve yıl içerisinde hesaba aktarılan gelirler neticesinde 2015 yılında olduğu gibi 2016 yılında da bütçeye herhangi bir yük getirmeksizin bu hesaptan üstlenim ödemeleri gerçekleştirilmiştir. Risk Hesabı 2009 yılından bu yana kendi gelirleri ile üstlenim ödemelerini karşılamaya devam etmektedir.

BORÇ ÜSTLENİM TAAHHÜTLERİ

Borç üstlenimi mekanizması,¹⁰ Kamu Özel İş Birliği (KÖİ) projeleri kapsamında proje sahibi idare ile projeyi gerçekleştirecek olan şirket (görevli şirket) arasında düzenlenen sözleşmelerin süresinden önce feshedilmesi ve tesisin kamuya devredilmesi durumunda fesih tarihine kadar yapılan işler için kullanılmış olan dış finansmanın kamu tarafından üstlenilmesi ile devreye girmektedir.

Bu kapsamda, aşağıda yer alan tablodaki projelerin uygulama sözleşmelerinin süresinden önce feshedilmesi ve tesisin ilgili idareler tarafından devralınması halinde söz konusu yatırım ve hizmetler için yurt dışından sağlanan finansmanın ve varsa bu finansmanın teminine yönelik türev ürünlerden kaynaklananlar da dâhil olmak üzere mali yükümlülüklerin üstlenilmesine Hazine Müsteşarlığı yetkili kılınmıştır. Hazine Müsteşarlığı tarafından verilen borç üstlenim taahhütleri kapsamında bugüne kadar gerçekleşen herhangi bir üstlenim bulunmamaktadır.

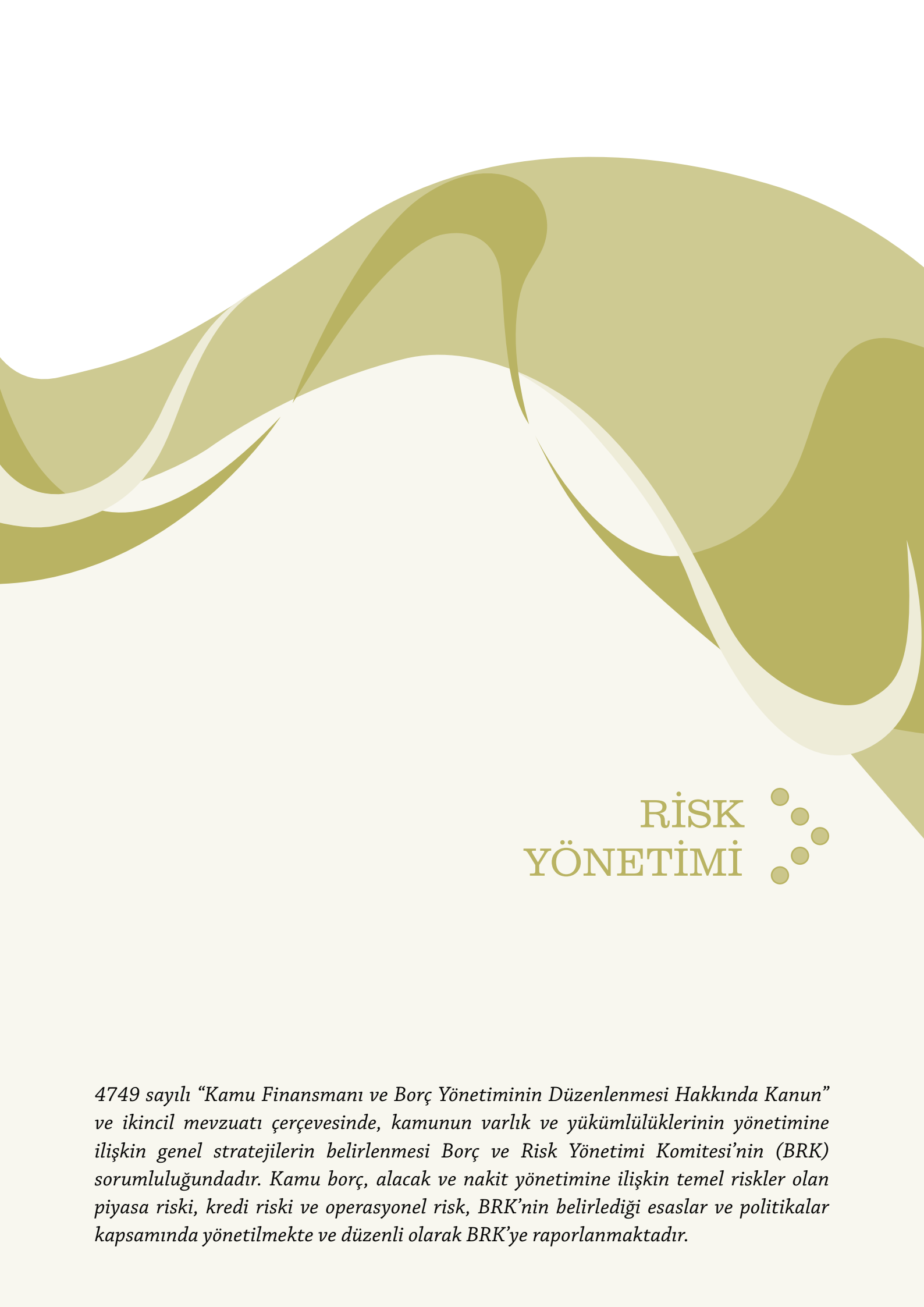
Tablo 7 - Hazine Müsteşarlığı Tarafından Verilen Borç Üstlenim Taahhütleri*

Proje Adı	KÖİ Modeli	Borç Üstlenim Anlaşması Tarihi	Toplam Proje Maliyeti (ABD Doları)	Kredi Tutarı (ABD Doları)
Avrasya Tüneli Projesi	Yap-İşlet-Devret	11.12.2012	1.239.863.000	960.000.000
Gebze-Orhangazi-İzmir (İzmit Körfez Geçişi ve Bağlantı Yolları Dahil) Otoyolu	Yap-İşlet-Devret	05.06.2015	6.312.392.047	4.956.312.328
Kuzey Marmara Otoyolu Odayeri-Paşaköy (3. Boğaz Köprüsü Dahil) Kesimi ve Ek İşleri	Yap-İşlet-Devret	İlk Finansman 13.05.2014	2.927.413.140	2.318.000.000
		İlave Finansman 11.03.2016	528.831.099	420.000.000
Toplam			11.008.499.286	8.654.312.328

* 31.12.2016 tarihi itibarıyla

9 4749 sayılı Kamu Finansmanı ve Borç Yönetiminin Düzenlenmesi Hakkında Kanun'un ilgili hükümleri çerçevesinde, TCMB nezdinde oluşturulan Müsteşarlığa ait hesaptır. Hazine garantileri kapsamında Müsteşarlık tarafından ödenen bütün tutarlar ile risk yönetimi kapsamında önceden öngörülmesi mümkün bulunmayan ödemeler, Müsteşarlığa ait risk hesabından karşılanır. Hesaptan, bu Kanun'da belirtilen haller dışında kullanım yapılamaz.

10 2014 yılına ait yıllık Kamu Borç Yönetimi Raporunda konuya ilişkin detaylı bilgiye yer verilmiştir.



RİSK YÖNETİMİ



4749 sayılı “Kamu Finansmanı ve Borç Yönetiminin Düzenlenmesi Hakkında Kanun” ve ikincil mevzuatı çerçevesinde, kamunun varlık ve yükümlölüklerinin yönetimine ilişkin genel stratejilerin belirlenmesi Borç ve Risk Yönetimi Komitesi’nin (BRK) sorumluluğundadır. Kamu borç, alacak ve nakit yönetimine ilişkin temel riskler olan piyasa riski, kredi riski ve operasyonel risk, BRK’nin belirlediğı esaslar ve politikalar kapsamında yönetilmekte ve düzenli olarak BRK’ye raporlanmaktadır.

1. BÜTÇE VE MALİ RİSKLER

Hazine nakit ve finansman programlarının oluşturulmasında Merkezi Yönetim Bütçe (MYB) dengesi önemli bir yere sahiptir. Bu nedenle varlık yükümlülük yönetiminin etkin bir şekilde yapılabilmesini teminen Müsteşarlığımızca Merkezi Yönetim Bütçesine ilişkin gerçekleştirmeler yakından takip edilmekte, ileriki döneme ilişkin tahminler oluşturulmakta ve makroekonomik riskler ile maliye politikalarının bütçe dengeleri üzerine etkilerine ilişkin analizler yürütülmektedir. Söz konusu çalışmalar düzenli olarak Borç ve Risk Yönetimi Komitesine raporlanmaktadır. Merkezi Yönetim Bütçesinin Maliye Bakanlığı tarafından kamuoyuna duyurulan denge verilerine ilave olarak Müsteşarlığımız, program tanımlı denge verilerinin derlenmesi ve yayımlanmasından sorumludur. Yatırımcılar ve uluslararası kuruluşların yakından takip ettiği söz konusu denge bütçenin yapısal seyrine ilişkin bilgi sağlamaktadır.

Bu kapsamda aşağıda 2016 yılı MYB gerçekleştirmeleri ile 2012 – 2019 döneminde program tanımlı MYB dengesinin gelişimine ilişkin bilgilere yer verilmektedir.

2016 yılı Merkezi Yönetim Bütçe Kanunu'nda 29,7 milyar TL olarak belirlenen bütçe açığı, OVP çalışmaları sırasında 34,6 milyar TL'ye revize edilmiş, yıl sonunda ise yapılandırma gelirlerinin katkısıyla 29,3 milyar TL olarak gerçekleşmiştir. Faiz dışı denge ise Bütçe Kanunu öngörülerinin 5,3 milyar TL altında kalmıştır.

Bütçe büyüklükleri yakından incelendiğinde 2016 yılında gelirler öngörülerin 13,6 milyar TL üzerinde gerçekleşirken, 13,2 milyar TL ödenek üstü harcama yapılmıştır. Gelirlerdeki performans temel olarak vergi dışı gelirlerden kaynaklanmaktadır. Vergi gelirleri ise yapılandırma gelirlerinin olumlu katkısıyla bütçe hedeflerinin 492 milyon TL altında gerçekleşmiştir. Doğrudan vergiler bankacılık sektöründeki kârlılıktan kaynaklı olarak beklenenden iyi performans sergilerken, dolaylı vergilerdeki düşük performans ithalde KDV gelirlerinde düşüşten kaynaklanmaktadır. İthalde KDV kaleminde görülen düşük performans yılın ikinci yarısında gerçekleşen petrol ve doğalgaz ÖTV oranlarındaki artış, motorlu taşıtlar ÖTV'sine ilişkin uygulamadaki değişiklik ve tütün fiyatlarındaki artış gibi gelişmelerle kısmen telafi edilmiştir.

Vergi dışı gelirlerin bütçe hedefinin üzerinde gerçekleşmesinde TCMB temettü ödemesi, primli satış gelirleri ve özel bütçeli idarelerin gelir performansı etkili olmuştur.

Harcamalar tarafında ise, faiz dışı harcamalarda bütçe ödeneklerinin 18,9 milyar TL üzerine çıktığı, faiz giderlerinde ise 5,8 milyar TL tasarruf sağlandığı görülmektedir. Faiz dışı harcamalardaki ödenek aşımının en önemli sebepleri yatırım harcamalarında ödeneğin 7,7 milyar TL, cari transferlerde 7,2 milyar TL ve mal hizmet harcamalarında ise ödeneğin 7 milyar TL üzerine çıkılmasıdır. Sermaye harcamalarındaki söz konusu artışın büyük kısmı Karayolları Genel Müdürlüğü'ne ilave aktarımdan kaynaklanmaktadır. Cari transferlerde ise sosyal güvenlik kurumu transferler önemli sapma kalemidir. Buna ilave olarak personel ve borç verme ödeneklerinde tasarruf sağlanmıştır.

Tablo 8 - 2016 Yılı Merkezi Yönetim Bütçesi (Milyon ₺)

	Bütçe Kanunu	OVP Tahmini (Revize)	Gerçekleşme *
Bütçe Dengesi	-29.688	-34.558	-29.258
Faiz Dışı Denge	26.312	-20.231	20.989
Gelirler	540.819	546.498	554.431
-Vergi Gelirleri	459.150	449.979	458.658
-Diğer Gelirler	81.668	96.518	95.774
Harcamalar	570.507	581.055	583.689
-Faiz Dışı Harcamalar	514.507	529.555	533.443
-Faiz Harcamaları	56.000	51.500	50.247

* Geçici

Tablo 9 - 2016 Yılı Merkezi Yönetim Bütçesi/GSYH** (%)

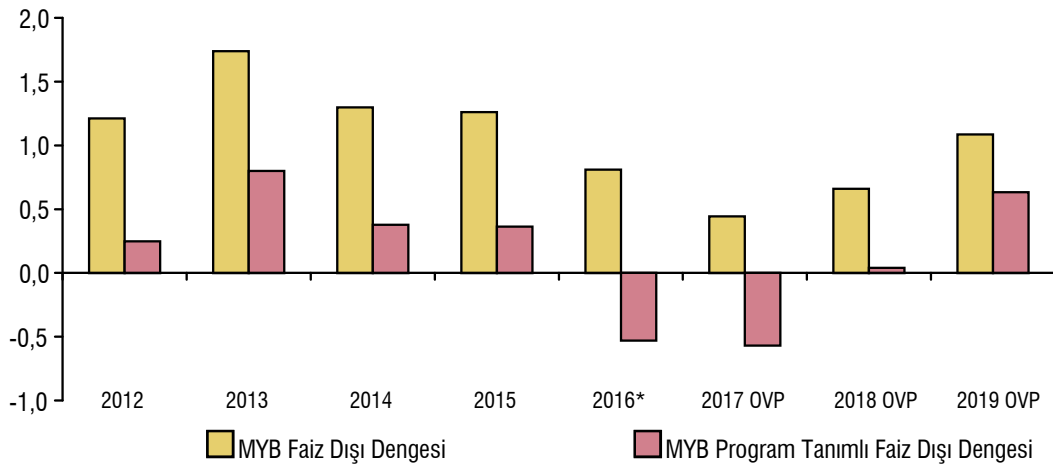
	Bütçe Kanunu	OVP Tahmini (Revize)	Gerçekleşme *
Bütçe Dengesi	-1,3	-1,6	-1,1
Faiz Dışı Denge	1,2	-0,9	0,8
Gelirler	24,5	25,4	21,4
-Vergi Gelirleri	20,8	20,9	17,7
-Diğer Gelirler	3,7	4,5	3,7
Harcamalar	25,9	27,0	22,5
-Faiz Dışı Harcamalar	23,3	24,7	20,6
-Faiz Harcamaları	2,5	2,4	1,9

* Geçici

** GSYH hesaplamasında 2016 yılının Aralık ayında yeni yöntemle geçilmiştir. Bu tarihten önce hazırlanan Bütçe Kanunu ve OVP verilerinde eski seriye göre hazırlanan GSYH tahminleri kullanılmaktadır.

Merkezi yönetim program tanımlı faiz dışı dengesi incelendiğinde, 2013 yılından itibaren azalış trendine giren program tanımlı fazlanın 2016 yılında açığa döndüğü görülmektedir. Bu gelişmede temel olarak harcama artışlarının program tanımlı gelir olarak sayılmayan bazı vergi dışı gelirlerle finanse edilmesi rol oynamaktadır. OVP tahminlerine göre 2017 yılı sonrasında program tanımlı dengedeki bozulmanın düzelmeye başlaması, 2018 yılı sonrasında fazlaya dönmesi ve 2019 yılında GSYH'ye oran olarak yüzde 0,6'ya ulaşması beklenmektedir.

Grafik 18 - Merkezi Yönetim Program Tanımlı Faiz Dışı Dengesi/GSYH** (%)



* Geçici

** GSYH hesaplamasında 2016 yılının Aralık ayında yeni yöntemle geçilmiştir. Bu tarihten önce hazırlanan Bütçe Kanunu ve OVP verilerinde eski seriye göre hazırlanan GSYH tahminleri kullanılmaktadır.

2. PİYASA RİSKİ

“Piyasa Riski” kamu borç dinamiklerinin döviz kurları, faiz oranları ve enflasyon gibi piyasa değişkenlerinden etkilenmesi olarak tanımlanmaktadır. “Likidite Riski” ise, Hazine işlemleri için gerekli finansmana erişimde sıkıntı yaşanması olarak ifade edilebilecek olup Müsteşarlığımız açısından refinansman (borcun çevrilememesi) riskini de ortaya çıkarmaktadır. Kamu borç yönetimi, söz konusu riskler gözetilerek orta-uzun vadede maliyetlerin en uygun seviyeye indirilmesi ilkesine dayanmaktadır. Maliyet ve risk arasında bir ikilemle karşı karşıya olan kamu borç yöneticileri makroekonomik göstergelerdeki değişimlerin borç dinamiklerinde oluşturacağı maliyet ve risk etkisi arasında bir denge kurmaya çalışmaktadır.

Müsteşarlığımızca 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. Böylece, borçlanma politikalarına orta vadeli bir bakış açısı kazandırılmıştır. Bu kapsamda, 2016 yılında karara bağlanan stratejik ölçüt ve göstergeler aşağıda yer almaktadır:

➤ 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.

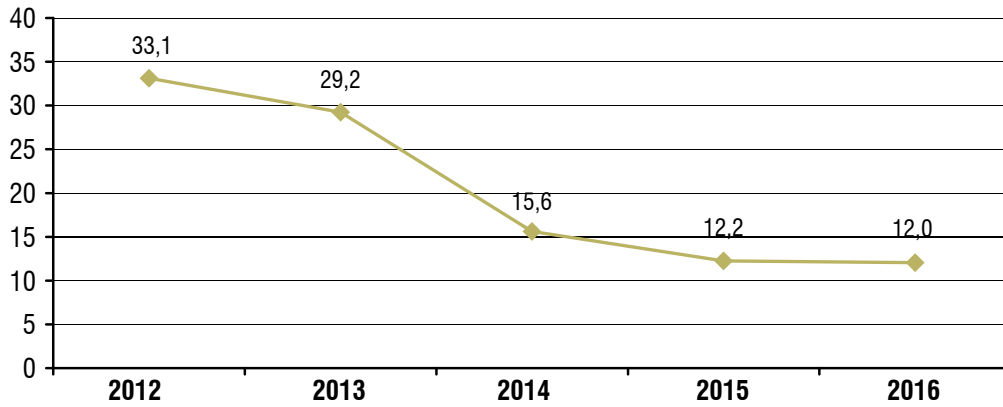
➤ Faiz Riski:

- TL cinsi borçlanmanın ağırlıklı olarak sabit faizli enstrümanlarla yapılarak gelecek 12 ayda faizi yenilenecek senetlerin payının azaltılması.

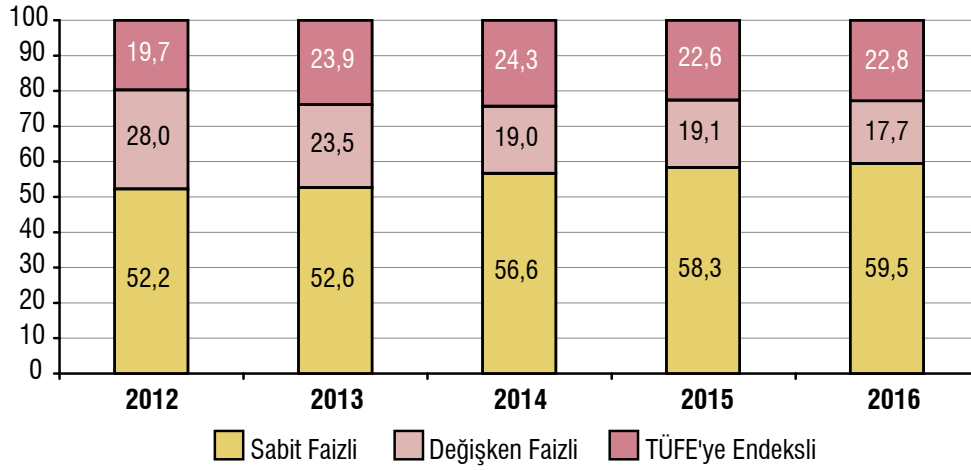
➤ Döviz Kuru Riski:

- Borçlanmanın ağırlıklı olarak TL cinsinden yapılması.

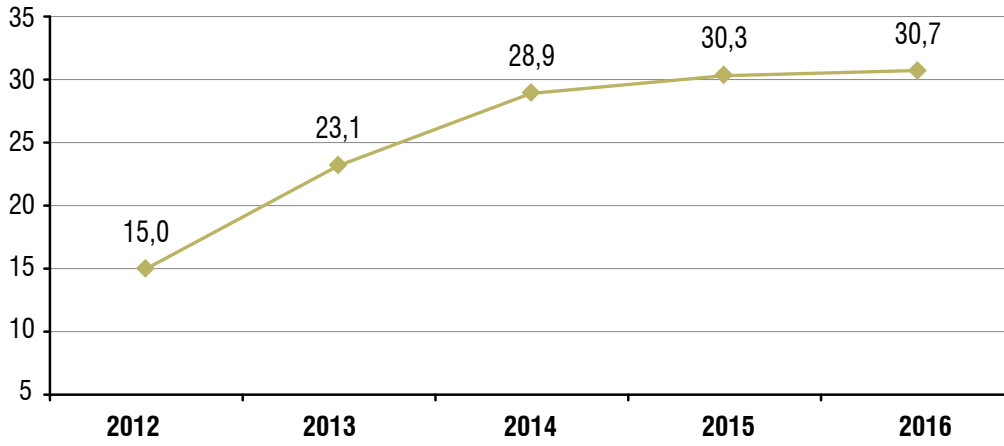
Grafik 19 - Vadesi 12 Ay İçerisinde Dolacak Borcun İç Borç Stoku İçerisindeki Payı (%)



Grafik 20 - Merkezi Yönetim İç Borç Stokunun Faiz Kompozisyonu (%)

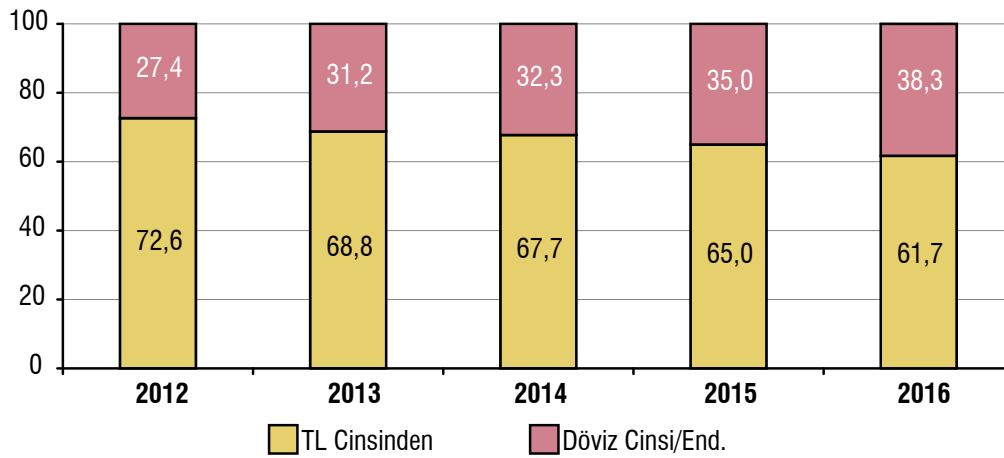


Grafik 21 - Merkezi Yönetim İç Borç Stokunun Süresi* (Ay)



* Macaulay süresini ifade etmektedir. Nakit dışı ve TÜFE'ye endeksli senetleri içermemektedir.

Grafik 22 - Merkezi Yönetim Borç Stokunun TL/Döviz Kompozisyonu (%)

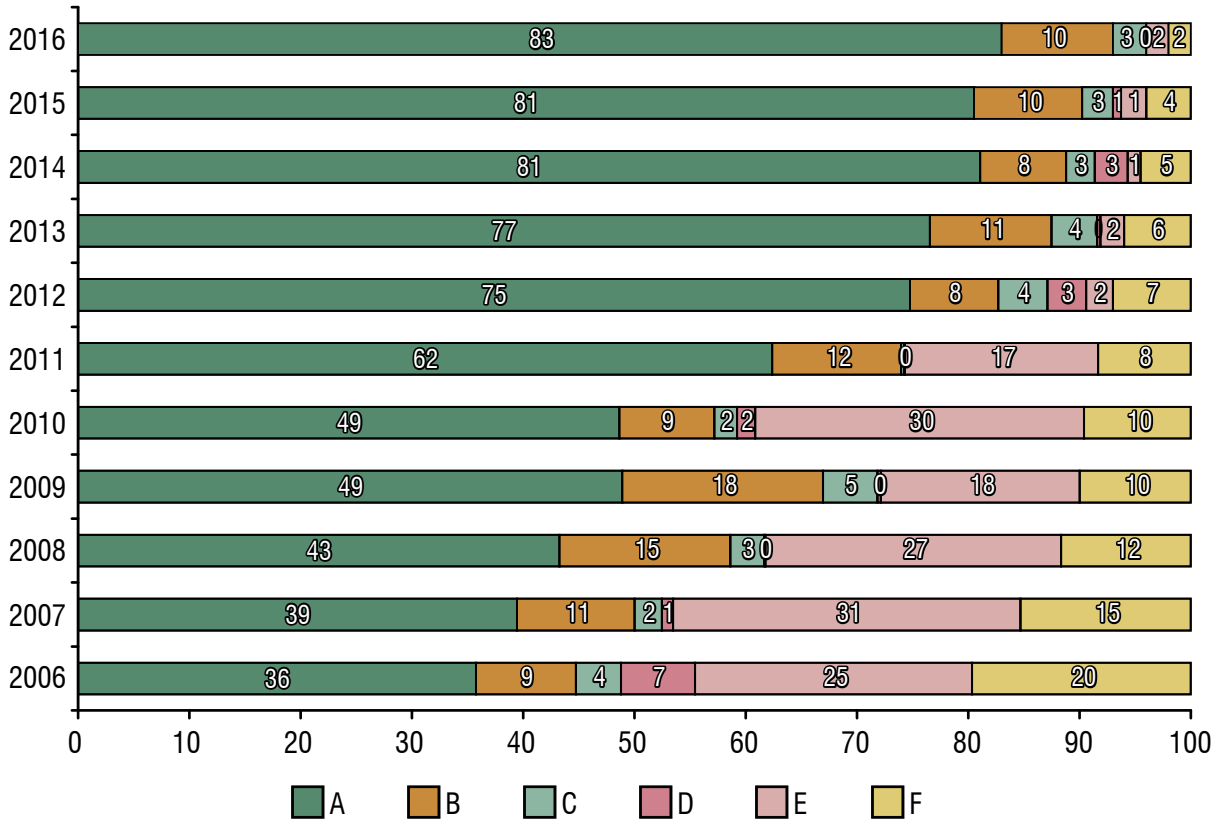


3. KREDİ RİSKİ

Kuruluşların, anlaşmalar çerçevesinde taahhüt ettikleri yükümlülükleri tam ve zamanında yerine getirmeme ya da getirememe riski olarak ifade edilen kredi riskinin kaynaklarını, Hazine Müsteşarlığınca sağlanan garantiler ve dış borcun ikrazı imkanları ile KÖİ projeleri kapsamında verilen borç üstlenim taahhütleri oluşturmaktadır. 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.

Hazine Müsteşarlığının maruz kaldığı kredi riskinin daha etkin yönetimi çalışmaları kapsamında geliştirilen kredi derecelendirme modeli aracılığıyla yararlanıcı kuruluşlara (Belediyeler, Belediye bağlı kuruluşları, Kamu bankaları, Kalkınma ve yatırım bankaları ile Kamu İktisadi Teşebbüsleri) kredi notu verilmektedir. Hazine garantili ve ikrazlı kredi stokunun yıllar itibarıyla kredi notu dağılımı incelendiğinde kredi riski yönetimi alanında alınan önlemlere¹¹ paralel olarak kredi notu dağılımında da olumlu gelişmeler olduğu görülmektedir. Hazine garantili ve ikrazlı kredi stokunda yer alan A kredi notuna sahip kuruluşların payı 2006 yılı sonu itibarıyla yüzde 36 seviyesinden 2016 yılı sonunda yüzde 83 seviyesine yükselmiştir. (Grafik 23).¹²

Grafik 23 - Hazine Garantili ve İkrazlı Kredi Stokunun Kredi Notu Bazında Dağılımı (%)

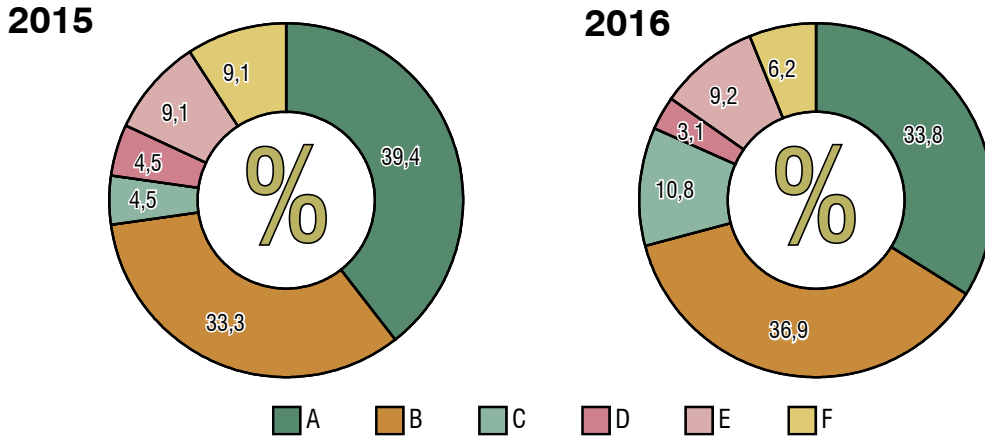


Kredi notuna göre kuruluşların sayısının değişimi incelendiğinde ise Hazine garanti ve alacak portföyünde yer alan A kredi notuna sahip kuruluşların sayısının 2015 yıl sonu itibarıyla yüzde 39 seviyesinden 2016 yılı sonunda yüzde 34 seviyesine gerilediği görülmektedir (Grafik 24).

¹¹ Kredi riski yönetimi çerçevesinde alınan önlemler, Kredi Derecelendirme Modeli ve kredi notunun hesaplanmasına ilişkin detaylı bilgiler için bkz Kamu Borç Yönetimi Raporu, 2011 syf. 39-42.

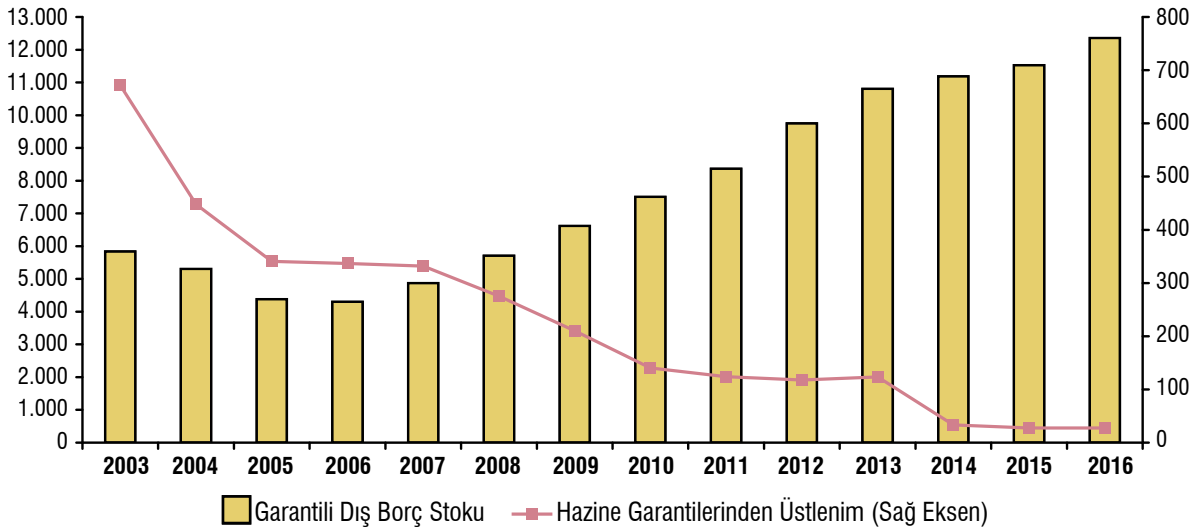
¹² Hazine içsel kredi derecelendirme modelinde 2015 yılı içerisinde gerçekleştirilen güncellemeler nedeniyle kredi notu dağılımları değişiklik göstermektedir.

Grafik 24 - Hazine Garanti ve Alacak Portföyündeki Kuruluşların Kredi Notu Gelişimi (%)



Hazine garantili dış borç stokunda 2007 yılından bu yana devam eden artışa karşın, etkin kredi riski yönetimi prensiplerinin uygulanmaya devam edilmesi sonucunda, Hazine garantili kredilerden Müsteşarlıkça gerçekleştirilen üstlenimlerde azalan bir trend söz konusudur. Bu çerçevede, 2003 yılında 672 milyon ABD Doları üstlenim gerçekleştirilmiş iken söz konusu tutar 2016 yılında 27 milyon ABD Dolarına gerilemiştir (Grafik 25).

Grafik 25 - Hazine Garantili Dış Borç Stoku ve Hazine Garantilerinden Üstlenim (Milyon ABD Doları)



Mali disiplinin sağlanması ve garantilerden doğan üstlenimlerin karşılanması amacıyla oluşturulan risk hesabının bakiyesi, 2009 yılından itibaren bütçeden ödenek aktarılmasına gerek olmaksızın yıl içerisinde gerçekleşen üstlenimleri karşılayacak düzeye ulaşmıştır.

Hazine Destekli Kefalet Sistemi

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. Bu çerçevede, 2009 yılında 4749 sayılı Kamu Finansmanı ve Borç Yönetiminin Düzenlenmesi Hakkında Kanun'a eklenen geçici 20'nci madde ile kredi garantisi veren kredi garanti kurumlarına 1 milyar TL kadar nakit kaynak aktarmak ve/veya özel tertip Devlet iç borçlanma senedi ihraç etmek için yetki alınmıştır. Bu düzenlemeler ve alınan yetki kapsamında Müsteşarlığımız tarafından destek verilecek ilk kredi garanti kurumu Kredi Garanti Fonu A.Ş. (KGF) olarak belirlenmiştir. 27.3.2015 tarihli ve 6637 sayılı Kanun ile 4749 sayılı Kanun'un geçici 20'nci maddesinde belirlenen kredi garanti kurumlarına sağlanabilecek nakit kaynağın miktarı 1 milyar TL'den 2 milyar TL'ye çıkarılmıştır.

Hazine destekli kefalet sistemini daha etkili ve daha verimli hale getirmek için 2016 yılında mevzuat çalışmaları yapılmıştır. Bu çalışmalar ile daha çok sayıda firmanın finansman ihtiyaçlarına daha hızlı bir şekilde cevap verilmesi hedeflenmiştir.

31 Ekim 2016 tarihli ve 9538 sayılı "Kredi Garanti Kurumlarına Sağlanan Hazine Desteğine İlişkin Karar" ve 7 Aralık 2016 tarihinde Hazine Müsteşarlığı ile Kredi Garanti Fonu A.Ş. (KGF) Arasında imzalanan Protokol ile Hazine destekli kefalet sisteminde yeni bir uygulama dönemi başlamış bulunmaktadır. Bu bağlamda,

➤ **Portföy Garanti Sistemi (PGS) uygulamaya konulmuştur:**

PGS ile başvuruların değerlendirilmesi kredi verenlere bırakılarak teminatın onaylanması sürecinin hızlandırılması sağlanmıştır. Hazine desteği ile sağlanan kefaletlerin en az yüzde 70'inin PGS sistemi kapsamında sağlanması şartı getirilmiştir.

➤ **Yararlanıcı tanımı genişletilmiştir:**

KOBİ tanımı dışında kalan diğer firmalara da Hazine destekli kefalet sağlanması imkânı getirilmiştir. Böylece farklı yararlanıcı gruplarının teminat ihtiyacına hızlıca cevap verilebilmesinin önü açılmış olup daha geniş bir yararlanıcı kitlesinin teminat yetersizliği problemine çözüm üretilmiştir.

➤ **Komisyon oranları azaltılmıştır:**

Yararlanıcıların katlandıkları maliyetleri azaltmak amacıyla komisyon oranları azaltılmıştır.

➤ **Kefalet oranları artırılmıştır:**

Kefalet oranları azami yüzde 85'e çıkartılmıştır. İhracatçılara sağlanan krediler için ise yüzde 100'e kadar kefalet sağlanabilmesi olanağı getirilmiştir.

➤ **Tazmin üst limiti belirlenmiştir:**

Sağlanan kefaletlerde tazmin üst limiti uygulamasına geçilmiş olup ve KGF ile yapılan Protokol ile Hazine Müsteşarlığı tarafından kullanılan kefalet tutarının en fazla yüzde 7'sine tazmin sağlanması şartı getirilmiştir.

Tüm bu yeni düzenlemeler kapsamında,

- Artan teminat imkânları finans sektörünün, zor durumdaki firmalara ve işlerini büyütüp geliştirmek isteyen firmalara sunabileceği kredi imkânlarını artıracaktır.
- Finansmana erişim problemlerini çözebilen KOBİ'lerin ve diğer KOBİ dışı önemli firmaların yatırımları artacak, artan yatırımlar istihdam yaratacaktır.
- İhracatçıların finansmana erişim problemlerinin giderilmesi ise döviz kazandırıcı faaliyetleri artırıcı önemli bir unsur olacaktır.
- Komisyon oranlarındaki azalma ile yararlanıcıların katlanmak zorunda oldukları maliyetler azalacaktır.

Aşağıdaki tabloda 2009-2016 döneminde Hazine destekli kefalet sisteminde meydana gelen gelişmeler özetlenmiştir. Söz konusu dönem itibarıyla kullanılan kefalet tutarı 7.092.563.952 TL, kredi tutarı ise 9.862.945.984 TL'dir. Risk bakiyesi kapsamında hesaplanan kefalet tutarı ise 4.130.783.876 TL ve kredi tutarı 5.609.563.689 TL'dir.

Tablo 10 - Hazine Destekli Kefalet Sistemi Kapsamında 2009-2016 Dönemindeki Gerçekleşmeler

TAHSİSAT			KULLANDIRIM			RİSK BAKİYESİ		
Adet	Kredi Tutarı (₺)	Kefalet Tutarı (₺)	Adet	Kredi Tutarı (₺)	Kefalet Tutarı (₺)	Adet	Kredi Tutarı (₺)	Kefalet Tutarı (₺)
14.800	13.611.264.255	9.597.375.293	11.877	9.862.945.984	7.092.563.952	7.984	5.609.563.689	4.130.783.876

Kaynak: Kredi Garanti Fonu A.Ş.

4. OPERASYONEL RİSK

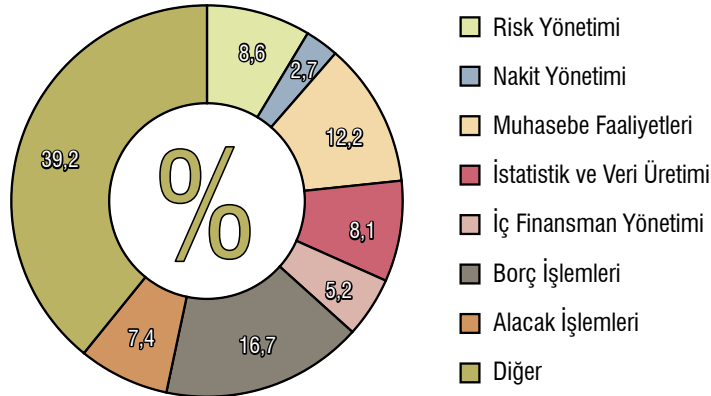
Operasyonel risk yönetimi kavramı, iş süreçlerinin akışı sırasında koordinasyon ve iletişim, kaynak yönetimi, teknik altyapı veya bilgi sistemleri, dışsal faktörler ile birlikte doğal afetler, terör gibi olağanüstü durumlardan meydana gelebilecek potansiyel kayıpların önlenmesini veya zamanında müdahale ederek olabilirliğin azaltılmasını ifade etmektedir.

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, iş süreçlerinde ortaya çıkabilecek aksaklıkların minimize edilmesi hedeflenmektedir.

Kamu Finansmanı Genel Müdürlüğü nakit, borç ve alacak işlemlerine ait süreçlerin sağlıklı izlenmesi açısından Operasyonel Risk Bilgi Sisteminde (ORBYS) yer alan Risk Profil Tablosunun yıllık bazda veya gerekli görüldüğünde süreç sahiplerinin talepleri doğrultusunda düzenli olarak güncellenmesi önem arz etmektedir. Buna yönelik olarak, son zamanlarda ülkemizde meydana gelen olağanüstü durumlar göz önünde bulundurularak Risk Profil Tablosunda yeni riskler oluşturulmuştur. Bunun haricinde, risklerin azaltılması, kaynaklarının değiştirilmesi ya da hangi risklerin öncelikli kapsamda değerlendirilebileceğine ilişkin güncelleme çalışmaları 2016 yılı Ekim ayı itibarıyla tamamlanmıştır.

Kaynaklarından bağımsız olarak, ORBYS’de Kamu Finansmanı Genel Müdürlüğünün iş süreçlerinin tamamını kapsayan 454 adet risk belirlenmiştir. Bu risklerin yüzde 3’lük kısmı Nakit Yönetimi, yüzde 5’lik kısmı İç Finansman Yönetimi, yüzde 9’luk kısmı Risk Yönetimi, yüzde 12’lik kısmı Muhasebe Faaliyetleri, yüzde 8’lik kısmı İstatistik ve Veri Üretimi, yüzde 17’lik kısmı Borç İşlemleri, yüzde 7’lik kısmı Alacak İşlemleri faaliyetine ait olup kalan riskler (yüzde 39) diğer faaliyetlere¹³ ilişkindir. (Grafik: 26).

Grafik 26 - Risklerin Faaliyet Alanlarına Göre Dağılımı (%)



Operasyonel risk yönetimi süreci risklerin ölçülmesi (“Olabilirlik” ve “Etki” düzeylerinin belirlenmesi), oluşması muhtemel risklerin kontrol altında tutulmasına uygun yönetim stratejilerinin geliştirilmesi ve düzenli raporlama ile sürekli izleme faaliyetlerini içermektedir.

Kamu Finansmanı Genel Müdürlüğü çalışmaları kapsamındaki 454 adet operasyonel riske ilişkin “Olabilirlik” ve “Etki” düzeyleri 5 seviyede belirlenmiş olup, olabilirlik ve etki seviyeleri görece yüksek olarak belirlenen (kırmızı alanlar) riskler öncelikli risk olarak adlandırılmaktadır. Söz konusu risklerin dağılımını veren “Risk Matrisi” aşağıda yer almaktadır.

¹³ Diğer faaliyetler; Sekreteryaa, Koordinasyon ve Hukuk İşlemleri (yüzde 17), Destek Hizmetleri (yüzde 12), Bütçe İşlemleri (yüzde 4), Toplam Kamu Sektörünün İzlenmesi (yüzde 3), Uluslararası Kuruluşlar ve Dış İlişkiler (yüzde 0,6), Çalışanları Tasarrufa Teşvik Hesapları (yüzde 1,5), Hibeler (yüzde 0,2), Kapatılan Fonlar (yüzde 0,6) şeklinde dağılmaktadır.

Tablo 11- Operasyonel Risk Matrisi

		Riskin Etki Düzeyi				
		İhmal Edilebilir	Az	Orta	Önemli	Çok Önemli
Riskin Olabilirlik Düzeyi	Çok Düşük	8	33	28	55	49
	Düşük	8	36	62	123	5
	Orta	0	8	22	7	1
	Yüksek	2	3	1	1	0
	Çok Yüksek	1	1	0	0	0

Kamu Finansmanı Genel Müdürlüğü personeli tarafından bildirilen, iş süreçlerinde yaşanan aksaklık ve eksiklikleri ortaya koyan durum bildirimleri adedi 2016 yılı itibarıyla 110 olarak gerçekleşmiştir. Bu bildirimlerin yüzde 25'i içsel, yüzde 57'si dışsal ve yüzde 18'i ise kurumsal/yönetmelik kaynaklar bazında gerçekleşmiştir. 2016 yılında yapılan durum bildirimlerinin yüzde 15'lik kısmı (16 adet) öncelikli risklere ilişkindir (Tablo-12).

Tablo 12- Durum Bildirimleri Bazında Operasyonel Risk Matrisi

		Riskin Etki Düzeyi				
		İhmal Edilebilir	Az	Orta	Önemli	Çok Önemli
Riskin Olabilirlik Düzeyi	Çok Düşük	0	7	8	9	11
	Düşük	0	1	21	36	1
	Orta	0	0	1	15	0
	Yüksek	0	0	0	0	0
	Çok Yüksek	0	0	0	0	0

BORÇ YÖNETİMİ
ALANINDA
ULUSLARASI
TECRÜBE
PAYLAŞIMI



Hazine Müsteşarlığı, 2002 yılından bu yana uluslararası düzeyde en iyi uygulamalar çerçevesinde kamu borç, nakit, alacak ve risk yönetimi alanında hukuki ve organizasyonel altyapısı ile teknik kapasitesini geliştirmiştir. Yıllar içerisinde oluşan bu tecrübe ve bilgi birikimi, Tecrübe Paylaşım Programı¹⁴ kapsamında diğer ülkelerin borç idarelerinin yanı sıra uluslararası kurum ve kuruluşlarla eğitim programı, danışmanlık, teknik destek ve çalıştaylar yolu ile paylaşılmaktadır.

Bu çerçevede, 2016 yılında Azerbaycan yetkililerine risk yönetimi konusunda eğitim programı düzenlenmiş, Kırgızistan yetkililerine ise kamu maliyesi bilgi sistemi alanında teknik destek sağlanmıştır.

Bunun yanı sıra, başta OECD, Dünya Bankası ve Asya Kalkınma Bankası olmak üzere çeşitli uluslararası kuruluşlarca düzenlenen organizasyonlarda Türkiye deneyimi yabancı borç yöneticilerinden oluşan katılımcılarla paylaşılmıştır. Asya Kalkınma Bankası'nın 6. Asya Bölgesi Kamu Borç Yönetimi Forumu Türkiye'nin ev sahipliğinde gerçekleştirilmiş ve söz konusu forumda ülkemizin borç yönetimi alanındaki gelişmeleri ve tecrübeleri Asya Kalkınma Bankası üye ülke temsilcileriyle paylaşılmıştır. Ayrıca, PEMPAL (Public Expenditure Management Peer Assisted Learning) tarafından organize edilen çalıştayda PEMPAL üyesi Orta Asya ve Doğu Avrupa ülkeleri temsilcilerine ülkemizin nakit yönetimi uygulamaları ve Tek Hazine Hesabı Sistemi ile ilgili tecrübeleri aktarılmıştır.

Önceki yıllarda olduğu gibi 2016 yılında da OECD bünyesinde faaliyet gösteren "Borç Yönetimi Çalışma Grubunun" ve "Yönlendirme Komitesinin" çalışmalarına aktif katılım sağlanmaya devam edilmiştir.

Tablo 13 - Borç Yönetimi Alanında Uluslararası Tecrübe Paylaşımı

Yıl	Ülke	Konu	Yer
2016	Azerbaycan	Kamu Özel İşbirliği Projelerinde Risk Yönetimi Araçları	Ankara
2016	Kırgızistan	Kırgızistan Kamu Maliyesi Bilgi Sistemi Geliştirme Projesi	Bişkek
2015	Tunus	Yerel Yönetimlerin Finansmanı	Tunus
2015	Uganda	Türkiye Tek Hazine Hesabı	Ankara
2015	Svaziland	Likidite Riski	Mbabane
2015	Uganda	Koşullu Yükümlülüklerin Yönetimi	Kampala
2015	Pakistan	Kredi Derecelendirme Modeli	İslamabad
2015	Kenya	Türkiye Tek Hazine Hesabı	Ankara
2014	Filipinler	Filipinler Hazine Ofisi Borç Yönetiminin Güçlendirilmesi	Ankara
2014	Uganda	Türkiye Tek Hazine Hesabı	Ankara
2014	Sudan	Türkiye Tek Hazine Hesabı	Ankara
2014	Pakistan	Pakistan Borç Yönetimi Organizasyonu Reformu Projesi	İslamabad
2014	Kırgızistan	Türkiye Kamu Mali Sistemi ve Bilişim Uygulamaları	Ankara
2014	Özbekistan	Özbekistan Cumhuriyeti Maliye Bakanlığı Uzmanları Eğitim Programı	Ankara
2013	Nijerya	Kamu Borç ve Risk Yönetimi	Abuja
2013	Sudan	Sudan Nakit Yönetiminin Geliştirilmesi ve Hazine Tek Hesabının Kurulması	Hartum
2013	Endonezya	Endonezya Kamu Borç ve Risk Yönetimi Programı Kapsamında Riske Maruz Maliyet Modellemesi ve Devlet Garantilerinin Yönetilmesi	Jakarta
2013	Türkmenistan	Hazine'nin Faaliyet Alanları ve Görevleri	Ankara
2013	Güney Afrika	Risk Modelleme Yöntemleri	Pretoria
2013	Ortadoğu - Kuzey Afrika Bölgesi Ülkeleri	Kamu Borç ve Risk Yönetimi Programı Kapsamında Riske Maruz Maliyet Modellemesi	Kuveyt
2013	Moğolistan	Moğolistan Maliye Bakanlığı'nın Nakit Yönetimi Kapasitesinin Geliştirilmesi	Ulan Batur
2012	Kolombiya	Risk Yönetimi, Kamu Borç Portföyüne İlişkin Simülasyon Modellemesi	Bogota
2012	Lübnan	Acil Mali Yönetim Reformu Uygulama Destek Projesi	Beyrut
2012	Şangay Belediyesi (Çin)	İç ve Dış Finansman, Risk Yönetimi, Borç İşlemleri	Ankara
2012	Sudan	Tek Hazine Hesabı	Hartum
2012	Barbados	Orta Ofis Yapılanması ve Risk Yönetimi Teknikleri	Bridgetown
2012	Endonezya	Endonezya 'da Devlet Garantilerinin Yönetilmesi	Jakarta
2012	Belarus	Kamu Borç, Risk, Nakit ve Alacak Yönetimi	Ankara
2011	KKTC	İç Borçlanma Yöntemleri ve Enstrümanları	Ankara
2011	Kosova	Kamu Borç Yönetimi	Ankara
2011	Özbekistan	Kamu Borç ve Nakit Yönetimi	Ankara
2011	Filipinler	İç ve Dış Finansman, Risk Yönetimi, Borç İşlemleri	Ankara
2011	Lübnan	Acil Mali Yönetim Reformu Uygulama Destek Projesi	Beyrut
2011	Azerbaycan	İç ve Dış Finansman, Risk Yönetimi, Borç İşlemleri	Ankara

14 Tecrübe Paylaşım Programı kataloğuna <http://www.hazine.gov.tr> adresinden ulaşılabilir.



ANALİZ VE
DEĞERLENDİRMELER



KAMU ÖZEL SEKTÖR İŞBİRLİĞİ SÖZLEŞMELERİ KAPSAMINDAKİ FESİH ÖDEMESİ DÜZENLEMELERİ¹⁵

GİRİŞ

Dünya genelinde artan altyapı yatırım ihtiyaçlarının karşılanmasında kamu kaynaklarının kullanımının yanında özel sektörün katılımıyla sağlanacak alternatif finansman modellerinden de yararlanılmasına gerek duyulmaktadır. Kamu-Özel Sektör İşbirliği (KÖİ)¹⁶ modeli başlangıçta, ülkelerin altyapı yatırımlarının karşılanması için ihtiyaç duyulan finansmanı sağlamak üzere başvurulmuş bir yol olarak görülürken, günümüzde özel sektörün verimli işletmecilik becerilerinden yararlanılacağı, kamunun ise yatırımların koordinasyonu, genel planlama, denetleme ve politika belirleme gibi alanlara odaklanmasının sağlanacağı bir yöntem olarak kabul edilmektedir. Bu doğrultuda gelişmiş ve gelişmekte olan ülkelerde altyapı yatırımlarının gerçekleştirilmesinde yaygın olarak kullanılan KÖİ modeli ülkemizde de uygulanmaktadır (Onuncu Kalkınma Planı). Son yıllarda ülkemizde dünya standartlarına göre oldukça büyük altyapı projeleri farklı idareler tarafından KÖİ modeli ile gerçekleştirilmektedir.

Altyapı yatırımlarının gerçekleştirilmesinde kullanılan KÖİ modeli, bir sözleşme tipi olmayıp, sözleşme özgürlüğünün sağladığı serbestlik içinde ihtiyaç duyulan projelerin gerçekleştirilmesinde kullanılmak üzere geliştirilen bir finansman modelidir (Sirmen 1996). Bununla birlikte KÖİ modelinin temelinde projenin gerçekleştirilmesi amacıyla yatırım sahibi idare ile görevli şirket arasında imzalanan "KÖİ Sözleşmesi"¹⁷ bulunmaktadır. KÖİ sözleşmeleri belirli süreli sözleşmeler olup, her ne kadar bu sözleşmelerin normal seyrinde ilerleyerek belirlenen süre sonunda sona ermesi beklense de, çeşitli sebeplerle sözleşmenin süresinden önce feshedilmesi gündeme gelebilmektedir.

Genelde KÖİ sözleşmesinin belirlenen süresinde sona ermesi halinde idarenin proje şirketine ödeme yapması öngörülmektedir. Nitekim bu durumda görevli şirket tesisi, proje için sağlanan finansmanın geri ödenmesini sağlayacak bir süre boyunca işletmiş olacaktır. Ancak sözleşmenin belirlenen süreden önce feshi halinde proje varlıklarının bedelsiz olarak idareye devredilmesinin, idarenin sebepsiz zenginleşmesine yol açacağı ileri sürülmektedir (EPEC 2011a). Bu nedenle uluslararası uygulamalarda, KÖİ sözleşmelerinin süresinden önce feshedilmesi halinde, kamu idaresi tarafından proje şirketine fesih ödemesi¹⁸ yapılmasına ilişkin hususlara KÖİ sözleşmelerinde yer verilmektedir. Fesih ödemesinin miktarı sözleşmenin fesih sebebine bağlı olarak değişmektedir. Ayrıca söz konusu ödeme miktarının tespit edilmesine yönelik olarak, tesisin piyasa değerini veya bilanço değerini ya da proje için sağlanan finansman tutarını esas alan çeşitli yöntemler uygulanmaktadır.

Ülkemizde KÖİ modellerine ilişkin yürürlükte bulunan mevzuat¹⁹ kapsamında feshe ilişkin hükümler ile feshin sonuçlarının uygulama sözleşmelerinde düzenleneceği belirtilmektedir. Dolayısıyla uygulama sözleşmesinin tarafı olan idare tarafından görevli şirkete fesih ödemesi yapılıp yapılamayacağı veya hangi hallerde fesih ödemesi yapılacağı, söz konusu ödemenin kapsamı ve hesaplama yöntemine ilişkin usul ve esaslar belirlenmemiştir. Ancak mevzuatımızda uygulama sözleşmelerinin süresinden önce feshedilmesi ve tesisin kamuya devredilmesi durumunda, fesih tarihine kadar yapılan işler için kullanılmış olan dış finansmanın ilgili idare veya Hazine Müsteşarlığınca üstlenilmesine imkân tanıyan düzenlemeler yer almaktadır. Söz konusu düzenlemeler çerçevesinde ülkemizde uygulanan borç üstlenimi yöntemi, uluslararası literatürde fesih ödemesi olarak değerlendirilmektedir.

1. Kamu-Özel Sektör İşbirliği Modeli

Altyapı yatırımlarının gerçekleştirilmesinde geleneksel tedarik yöntemine alternatif bir yöntem olarak ortaya çıkan KÖİ modeli, dünyada 1990'ların başlarından itibaren pek çok ülkede uygulama imkanı bulmasına rağmen halen genel kabul görmüş bir tanıma kavuşturulamamıştır. Avrupa Komisyonu tarafından

¹⁵ Betül ÖZKAYA HAYKIR, Kamu Finansmanı Genel Müdürlüğü, Uzman.
M. Burak ŞENER, Kamu Finansmanı Genel Müdürlüğü, Uzman

¹⁶ Kamu özel işbirliği terimi İngilizce "Public Private Partnerships" kavramının karşılığı olarak kullanılmakla birlikte, Türkçede terimin "kamu özel işbirliği", "kamu özel sektör işbirliği", "kamu özel ortaklığı", "kamu özel sektör ortaklığı" gibi farklı kullanımları bulunmaktadır. Bu çalışmada ilk iki ibarenin kullanımı tercih edilmiştir.

¹⁷ KÖİ sözleşmesi terimi İngilizce "PPP Contract" kavramının karşılığı kullanılmaktadır. Mevzuatımızda söz konusu sözleşme için "uygulama sözleşmesi" karşılığının kullanıldığı düzenlemeler bulunduğundan, çalışmada iki ifade aynı anlama gelecek biçimde kullanılmıştır.

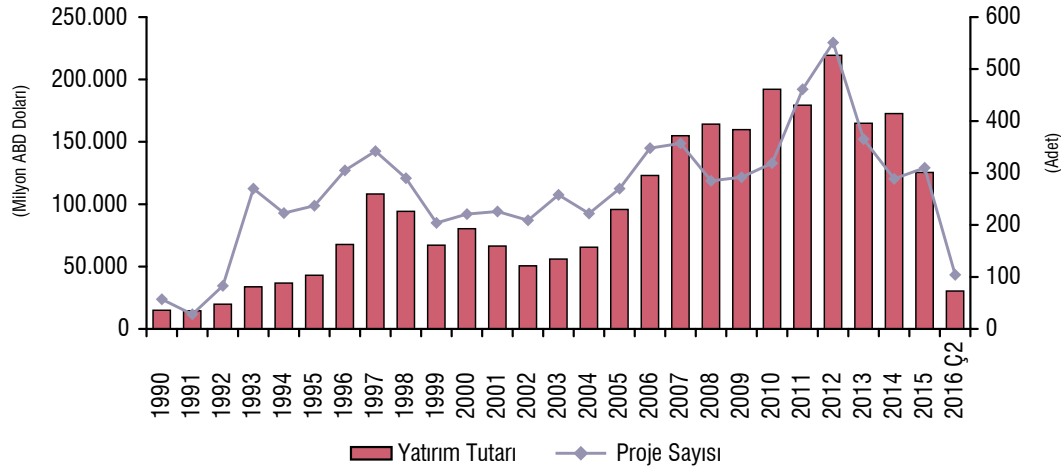
¹⁸ İncelemeye konu edilen kaynaklarda fesih ödemesi (termination payment), fesih tazminatı (termination compensation) ve fesih bedeli (termination sum) olmak üzere aynı kavramın farklı kullanımlarına rastlanmaktadır.

¹⁹ KÖİ Mevzuatı için bakınız: <http://www.kalkinma.gov.tr/Pages/KamuOzellikIsbirligiMevzuat.aspx>.

2004 yılında yayınlanmış olan Yeşil Belge’de KÖİ kavramı; “bir altyapı yatırımı ya da hizmet sunumunun finansmanı, yapımı, yenilenmesi ya da bakımının sağlanmasını amaçlayan, kamu otoriteleri ile iş dünyası arasındaki işbirliği biçimleri” olarak tanımlanmıştır. OECD’nin (2008) tanımında ise KÖİ, kamu hizmetinin yerine getirilmesi amacı ile özel sektörün kâr sağlama amacı arasındaki uyumun yeterli seviyede riskin özel sektöre transfer edilmesi ile sağlandığı, bu amaç doğrultusunda kamu ile bir veya birden fazla özel sektör ortağı arasında kurulan anlaşma olarak ifade edilmektedir.

Dünya genelinde kamu hizmetlerine özel sektörün katılımı artarak sürmeye devam etmektedir. Dünya Bankası verilerine göre gelişmekte olan ülkelerde 1990’dan 2016 yılı Haziran ayı sonuna kadar uzanan sürede altyapı alanında özel sektörün katılımı ile 2.601 milyar ABD Doları tutarında yatırım yapılmış ve toplam 7.126 adet proje gerçekleştirilmiştir.

Grafik 27 - Gelişmekte olan ülkelerde özel sektörün altyapı yatırımlarına katılımı



Kaynak: PPI Project Database (ppi.worldbank.org)

1990-2015 yılları arasındaki gerçekleştirmeler içerisinde ülkemizin durumuna bakıldığında, gelişmekte olan ülkeler arasında Türkiye’nin 1990-2015 döneminde proje sayısı bakımından 8’inci ve yatırım tutarı bakımından ise 3’üncü sırada olduğu görülmektedir (PPI Project Database).

Ülkemizde KÖİ uygulamalarının gelişimi, kamu hizmetlerine duyulan ihtiyacın artması ve devlet tarafından yatırımlara ayrılan kaynakların yetersiz kalmasına bağlı olarak gerçekleşmiştir. Kamu kaynaklarının etkin bir şekilde kullanılmasında görülen eksiklikler ile klasik yönetim anlayışıyla kamu hizmetlerinin istenen kalite ve düzeyde gerçekleştirilememesi nedeniyle alternatif bir finansman yöntemi olan KÖİ modelinin uygulanması gündeme gelmiştir. Bu çerçevede, 1980’li yıllardan itibaren çeşitli yasal düzenlemeler yapılarak kamu hizmetlerinin özel sektör eliyle ve farklı modellerle gerçekleştirilmesine çalışılmıştır (Uz 2007).

Hâlihazırda Türkiye’de uygulanan KÖİ modelleri olarak, yap-işlet-devret (YİD), yap-işlet (Yİ), yap-kirala-devret (YKD) ve işletme hakkının devri (İHD) sayılmaktadır. Kalkınma Bakanlığı verilerine göre 2016 yıl sonu itibarıyla ülkemizde sözleşmesi imzalanmış KÖİ projesi sayısı 215 olup, toplam KÖİ sözleşme büyüklüğü 126 milyar ABD Dolarını geçmiş bulunmaktadır.²⁰

Ülkemizde KÖİ uygulamaları içerisinde en çok uygulama alanı bulan YİD modelinin ilk yasal alt yapısı 1984 yılında oluşturulmuştur.²¹ Bu modelde gerçekleştirilmek istenen kamu hizmetinin yerine getirilmesinde ihtiyaç duyulan varlığın, özel sektör tarafından finansmanı ve yapım işlemi gerçekleştirilmektedir. Daha sonra yapımı tamamlanan bu varlık, yatırım bedelinin kâr dâhil geri ödemesini sağlayacak bir süre boyunca özel sektör tarafından işletilmekte ve işletme süresi sonunda kamuya devredilmektedir (Şener 2009). Yatırımın özel sektör tarafından finansmanının sağlanarak, inşa edildiği, belirli bir süre için kamuya kiralandığı ve yapının kira dönemi sonunda kamuya devredildiği YKD modeli ise ülkemizde nispeten yeni uygulanmaya başlanan bir modeldir.²²

²⁰ Ayrıntılı bilgi için bakınız: <https://koi.kalkinma.gov.tr/Main.aspx>.

²¹ 19/12/1984 tarihli ve 3096 sayılı Türkiye Elektrik Kurumu Dışındaki Kuruluşların Elektrik Üretimi, İletimi, Dağıtımı ve Ticareti ile Görevlendirilmesi Hakkında Kanun ile o zamanki Türkiye Elektrik Kurumu tekelinde bulunan elektrik üretimi, iletimi, dağıtımı ve ticareti için özel sektörün görevlendirilmesi imkanı getirilmiştir.

²² Türkiye’de de sağlık tesislerinin YKD modeliyle yaptırılmasına imkân tanıyan hukuki düzenlemelerin ilki, 3359 sayılı Sağlık Hizmetleri Temel Kanun’una 3/7/2005 tarihli ve 5396 sayılı Kanunla ek 7’nci maddenin eklenmesi ile gerçekleştirilmiştir. 2013 yılında 3359 sayılı Kanun’un ek 7’nci maddesi yürürlükten kaldırılarak, 6428 sayılı Sağlık Bakanlığınca Kamu Özel İş Birliği Modeli ile Tesis Yaptırılması, Yenilenmesi ve Hizmet Alınması ile Bazı Kanun ve Kanun Hükmünde Kararnamelerde Değişiklik Yapılması Hakkında Kanun yürürlüğe konulmuştur.

Uluslararası uygulamalarda fesih ödemesi esas itibarıyla özel sektörde yapımı gerçekleştirilen tesisin, sözleşme süresi bitmeden, yani görevli şirketin katlandığı maliyeti ve beklenen kârını elde edemeden idareye devredildiği hallerde, görevli şirkete yapılacak ödemeye ilişkin olup, yapım ve devir unsurunu içeren KÖİ modellerinde bahsedilen kapsamda bir ödeme yapılması söz konusu olabilmektedir. Belirtilen nedenle, bu çalışmada ülkemizde uygulanan KÖİ modellerinden YİD ve YKD modeline odaklanılmıştır.

2. Kamu-Özel Sektör İşbirliği Sözleşmelerinin Hukuki Niteliği

KÖİ modelinin temeli, idare ile görevli şirket arasında imzalanan KÖİ sözleşmelerine dayanmaktadır. Türkiye’de YİD modeli kapsamındaki uygulama sözleşmelerinin hukuki niteliğine yönelik olarak 90’lı yıllarda anayasal düzeyde sorunlar ve tartışmalar yaşanmış, YİD sözleşmelerinin niteliğine ilişkin olarak yapılan çeşitli yasal düzenlemeler Anayasa’ya aykırı bulunarak iptal edilmiştir. Söz konusu sorunlar ve tartışmalar YİD sözleşmelerinin imtiyaz sözleşmesi niteliğinde olup olmadığına ve dolayısıyla kamu hukukuna veya özel hukuka tabi olup olmamasına odaklanmıştır. Bu tartışmalara son veren düzenleme ise 1999 yılında gerçekleştirilen Anayasa değişikliği²³ olmuştur. Anayasa değişikliği sonrasında 8/6/1994 tarihli ve 3996 sayılı Bazı Yatırım ve Hizmetlerin Yap-İşlet-Devret Modeli Çerçevesinde Yaptırılması Hakkında Kanun’un 5’inci maddesinde yapılan değişiklikle YİD sözleşmelerinin özel hukuk sözleşmeleri olduğu düzenlenmiştir (Sarcan 2009). Anayasa’nın kanun koyucuya verdiği yetki çerçevesinde, 21/2/2013 tarihli ve 6428 sayılı Sağlık Bakanlığınca Kamu Özel İş Birliği Modeli ile Tesis Yaptırılması, Yenilenmesi ve Hizmet Alınması Hakkında Kanun’da da YKD sözleşmelerinin özel hukuka tabi olmasına ilişkin hükümlere yer verilmiştir.

YİD ve YKD modellerinde, sözleşmenin ana unsurlardan biri yapım yani bir eser meydana getirilmesidir. İdare ve görevli şirket arasındaki ilişki ile 6098 sayılı Türk Borçlar Kanunu’nda düzenlenen eser sözleşmesi, yapım unsuru bakımından önemli benzerlikler göstermektedir. YİD sözleşmelerinin önemli unsurlarından bir diğeri ise işletme hakkının özel sektöre devredilmesi hususudur. Böylece proje şirketi tarafından sağlanan yatırım bedeli, tesisin işletilmesi ile elde edilen gelirden ödenmiş olacaktır. Proje şirketinin sağladığı finansman temini ve inşaat borçlarının karşılığında işletme hakkına sahip olduğu göz önüne alındığında, proje şirketinin tesisi işletme hakkının kiracının hakkına benzediği kabul edilmektedir (Aynı yönde Sirmen 1996, Pekgüçlü 2005, Keşli 2009). YKD modelindeki kira ilişkisinde ise özel sektör kiralayan ve idare kiracı konumuna geçmektedir. Böylece proje şirketi yapımını gerçekleştirdiği tesisin kullanımını bir bedel karşılığında idareye bırakmaktadır.

KÖİ sözleşmelerinin, Borçlar Kanunu’nda düzenlenen ana sözleşme türlerinden bir veya bir kaçını ana unsurları itibarıyla içermesi nedeniyle karma sözleşme niteliğinde olduğu görüşü kabul edilmektedir (Aynı yönde Sirmen 1996, Keşli 2009, karşı yönde Pekgüçlü 2005) Karma sözleşmeler, kanunun düzenlediği çeşitli sözleşme tiplerine ait unsurların, kanunun öngörmediği tarzda bir araya getirilmesiyle kurulan sözleşmelerdir. Karma sözleşmelere uygulanacak hükümlere ilişkin olarak doktrinde çeşitli görüşler bulunmakla birlikte, KÖİ sözleşmelerinin her bir unsuruna modelin özellikleriyle uygun düştüğü ölçüde Borçlar Kanunu’nun ilgili sözleşme tipine ilişkin hükümlerinin uygulanmasının yerinde olacağı kabul edilmektedir (Keşli 2009).

KÖİ modeline ilişkin mevzuatımızda sözleşme sürelerine ilişkin üst limitler belirlenmiştir. Söz konusu azami süreler içerisinde kalmak şartıyla belirlenen sözleşme süresinin sonunda, sözleşme kendiliğinden sona ermektedir. Bu şekilde sözleşme süresinin tamamlanması ile idare açısından tesisin inşaat edilip belirlenen hizmetlerin sunulması sağlanmış olmakta ve inşaat edilen tesisin kendisine devri gerçekleşmekte, proje şirketi de harcadığı sermayeyi ve hedeflediği kârını elde etmiş olmaktadır. Böylece taraflar hem kendi borçlarından kurtulmuş hem de sözleşmeden beklenen faydayı elde etmiş olmaktadır. KÖİ sözleşmelerinin diğer bir sona erme sebebi ise kusursuz imkânsızlığın doğması şeklinde olmaktadır. KÖİ sözleşmelerinde ifa imkânsızlığı halleri özel hükümlerle düzenlenmekte ve söz konusu haller “mücbir sebep” olarak belirlenmektedir ve bu hallerde de ifa imkânsızlığının doğduğu kabul edilmektedir (Sarcan 2009).

Sürekli borç ilişkisi niteliğindeki KÖİ sözleşmelerinin sona erdirilmesinde, sözleşmeden dönme imkânı bulunmamakla birlikte fesih imkanı kullanılabilir (Seliçi 1976, Keşli 2009). Doktrinde KÖİ projelerinde yapılan bir feshin, sözleşmeyi ileriye etkili olarak sona erdireceği ve idarenin yatırım vesilesiyle kullanılan ve fakat proje şirketinin işletme gelirinden geri almasına imkân kalmayan finansmanı iade etmesinin gerektiği ileri sürülmektedir (Pekgüçlü 2005). Ayrıca feshe yol açan haklı nedenin doğumunda taraflardan birinin kusuru var ise, müspet zararın tazminine izin verilmesinin uygun olacağı ifade edilmektedir. Bu kapsamdaki müspet zararın, sürekli borç ilişkisinin vaktinden önce sona ermesi nedeniyle alacaklının maruz kaldığı kar kaybı olacağı belirtilmektedir (Seliçi 1976).

23 12/8/1999 tarihli ve 4446 sayılı Kanun’la Anayasa’nın 47’nci maddesine “Devlet, kamu iktisadi teşebbüsleri ve diğer kamu tüzelkişileri tarafından yürütülen yatırım ve hizmetlerden hangilerinin özel hukuk sözleşmeleri ile gerçek veya tüzelkişilere yaptırılabilirliği veya devredilebileceği kanunla belirlenir.” fıkrası eklenmiştir.

3. Uluslararası Uygulamalarda KÖİ Sözleşmelerinin Feshi ve Fesih Ödemeleri

Her ne kadar KÖİ sözleşmelerinin, normal seyrinde ilerleyerek, sözleşmede belirlenen süre sonunda sona ermesi beklense de, çeşitli sebeplerle sözleşmenin süresinden önce feshedilmesi gündeme gelebilmektedir. Dolayısıyla KÖİ sözleşmelerinin, fesih halleri ile feshin sonuçlarına ilişkin düzenlemeleri içermesi gerekmektedir. Sözleşmenin feshine neden olabilecek temel durumlar olarak; proje şirketinin veya idarenin temerrüde düşmesi, idarenin takdiri fesih hakkı ve mücbir sebep halleri sayılmaktadır. Sözleşmenin feshi halinde, proje varlıklarının idareye devredilmesi ve idarenin proje şirketine ödeme yapmasına ilişkin hususlara KÖİ sözleşmelerinde yer verilmektedir (EPEC 2011b).

KÖİ sözleşmesinin feshi halinde, görevli şirkete fesih ödemesi yapılması, idarenin sebepsiz zenginleşmesinin önlenmesi ve kreditorlerin projeye ilgilerinin arttırılması bakımından gerekli görülmektedir. Nitekim sözleşmenin feshi halinde, belirlenen standartlara uygun olmasa da proje şirketi tarafından inşa edilen ve belirli bir değeri haiz olan varlığın idareye devri söz konusu olduğundan, idare tarafından hiçbir ödeme yükümlülüğüne katlanılmadan böyle bir kazanımda bulunulması adil görülmemektedir (Yescombe 2007, EPEC 2013). Ayrıca KÖİ projelerinin finansmanının büyük kısmı kreditorler tarafından sağlanmakta olup, kredi geri ödemeleri proje kapsamında elde edilen gelirler ile gerçekleştirilmektedir. KÖİ modelinde her bir proje için ayrı bir görevli şirket kurulmakta ve görevli şirketin ortaklarından bağımsız ayrı bir tüzel kişiliği bulunmaktadır. Dolayısıyla KÖİ sözleşmesinin süresinden önce feshedilerek, görevli şirket tarafından inşa edilen varlığın idare tarafından devralınması halinde yatırımların finansmanında kullanılan kaynağın ne şekilde geri ödeneceği, finansman temini açısından hayati bir sorudur.

Uluslararası uygulamalarda, fesih halinde, idare tarafından şirkete yapılan fesih ödemesinin miktarı sözleşmenin fesih sebebine göre değişmektedir (Dünya Bankası 2015). Ayrıca söz konusu tutarın hesaplanmasına yönelik genel kabul görmüş bir yaklaşım bulunmamaktadır. Ülkeler fesih ödemesinin miktarının hesaplanmasına yönelik farklı yaklaşımları benimseyebilmektedir. KÖİ sözleşmeleri kapsamındaki fesih ödemelerine ilişkin ülke örneklerinin incelenmesinde, uygulayıcı kuruluşlara yönelik rehberler ile standart sözleşme düzenlemelerini yayımlayan, İngiltere, Avustralya ve Güney Afrika'daki fesih uygulamalarından faydalanılmıştır.²⁴

3.1. İdarenin Temerrüdü Nedeniyle Sözleşmenin Feshi veya İdarenin Takdiri Feshi

Pek çok ülkede KÖİ sözleşmeleri proje şirketine, idarenin esaslı yükümlülüklerini yerine getirmede temerrüde düşmesi halinde sözleşmeyi feshetme hakkı tanıyan açık hükümler içermektedir. Sözleşmede idarenin temerrüdü nedeniyle proje şirketine fesih hakkı tanınmamış olsa dahi proje şirketinin, söz konusu hakkın kullanımı için genel hukuk ilkeleri çerçevesinde talepte bulunabileceği belirtilmektedir. İdarenin temerrüdüne yol açabilecek haller olarak;

- Proje şirketine idare tarafından yapılması gereken ödemelerin yerine getirilmemesi,
- Proje konusu tesise ya da proje şirketinin diğer varlıklarına el konulması,
- Şirket tarafından tesisin inşasının ya da işletilmesinin imkânsız hale gelmesine yol açacak biçimde idarenin sözleşme kapsamındaki yükümlülüklerini ihlal etmesi, sayılmaktadır.

Uluslararası uygulamalarda idarenin sözleşmeyi tek taraflı olarak tamamen kendi takdir yetkisi dahilinde ve herhangi bir sebebe dayanmaksızın feshetme yetkisine sahip olduğu KÖİ sözleşmeleri de mevcuttur. İdarenin takdiri fesih hakkının, kamu yararı ilkesine dayandığı belirtilmektedir. İdarenin temerrüdü nedeniyle fesih ile idarenin takdiri fesih hakkının kullanımı sonucu gerçekleşen fesih hallerine ilişkin fesih ödemesinin miktarının aynı seviyede belirlenmesinin gerektiği kabul edilmektedir (Yescombe 2007, EPEC 2013).

Dünya Bankası (2015) tarafından feshin idareden kaynaklandığı durumlarda, idarenin proje şirketine, projenin finansmanı amacıyla sağladığı kaynağın (öz kaynak ve kredi) tamamını geri ödemesi gerektiği kabul edilmektedir. Projeye finansman sağlayan kreditorlere geri ödeme yapılması amacıyla proje şirketine yapılacak ödemenin hesaplamasında, ana kredinin bakiye anapara borç miktarı, ödenmemiş faiz ve ücretler ile türev anlaşmalarının sona erdirilmesinden kaynaklanan bozulma maliyeti dikkate alınmaktadır. İlave olarak proje şirketinin beklenen kârının da fesih ödemesi kapsamına dâhil edilmesi önerilmektedir. Böylece projeye finansman sağlayan kreditorler ile sermayedarların zararları tamamen telafi edilmektedir. Dünya Bankası tarafından tavsiye edilen yaklaşımın İngiltere, Avustralya ve Güney Afrika'da benimsendiği görülmektedir.

24 İngiltere (HM Treasury 2012), Avustralya (DIRD 2008, DIRD 2011), Güney Afrika (PPP Unit 2004).

Ayrıca bu fesih hallerinde, proje şirketinin maruz kaldığı tüm maliyetlerin karşılanması gerektiği belirtilmektedir (Dünya Bankası 2015). Bu çerçevede ülke uygulamalarında fesih ödemesinin kapsamına proje şirketinin, kendi personeline ilişkin işten çıkarma maliyetleri ile alt yüklenicilerle girdiği sözleşmelerin feshi nedeniyle katlandığı maliyetlerin de dâhil edildiği görülmektedir.

3.2. Proje Şirketinin Temerrüdü Nedeniyle Sözleşmenin Feshi

İdare tarafından sözleşmenin feshedilmesine yol açabilecek, proje şirketinin temerrüt hallerinin esaslı nitelikteki sözleşme ihallerine ilişkin olması gerekmektedir olup, proje şirketinin kısa süreli olarak yükümlülüklerini yerine getiremediği hallerde para cezası uygulanması veya idare tarafından yapılacak ödemelerden indirim yapılması yolu tercih edilebilmektedir (Yescombe 2007). Proje şirketinin temerrüt hallerine örnek olarak;

- Sözleşme konusu işlerin belirlenen sürede tamamlanamaması,
- İdari makamlarca veya mahkemelerce proje şirketinin tasfiye veya feshine karar verilmesi,
- Proje şirketinin acze düşmesi veya iflası,
- Sözleşme konusu hizmetin tamamen veya kısmen sağlanamaması, sayılmaktadır.

Proje şirketinin temerrüde düştüğü durumlarda kreditorlere müdahale ederek (step-in) projeyi kurtarma ve kredilerini koruma imkanı sağlanmalıdır. Kreditorlerin müdahale etme hakkı genelde idare, proje şirketi ve kreditorler arasında imzalanan doğrudan anlaşma ile sağlanmaktadır. Kreditorlere müdahale etme hakkının tanındığı durumlarda, söz konusu müdahalenin başarısız olması ya da kreditorün söz konusu imkanı kullanmadığı hallerde sözleşme feshedilmektedir (EPEC 2011b).

Erken KÖİ uygulamalarında idarenin, proje şirketinin temerrüdü nedeniyle fesih halinde, şirkete tazminat ödemesi gerekmemekte idi. Günümüzde tazminatsız rejimin, idarenin haksız kazanç elde etmesine yol açtığı gerekçesiyle hakkaniyete aykırı sonuçlara neden olduğu ve yatırımcılar ile kreditorlerin projeye finansman sağlamasını zorlaştırdığı kabul edilmektedir (EPEC 2013). Yine de ülke örnekleri incelendiğinde, söz konusu uygulamanın genel geçer bir şekilde kabul gördüğü söylenememektedir. Proje şirketinin temerrüdü nedeniyle fesih halinde, fesih ödemesi yapılması öngörülen ülkelerde söz konusu ödeme miktarının tespitine ilişkin farklı yöntemler kullanıldığı görülmektedir.

Bu fesih halinde, fesih ödemesinin miktarının tespiti için İngiltere’de piyasa değeri yöntemi kullanılmaktadır. Piyasa değeri yönteminde, sözleşmesi feshedilmiş proje kalan işletme dönemi için yeniden ihale edilmekte ve bu ihalede alınan en yüksek teklif bedeli, fesih tazminatı olarak ödenmektedir. Proje konusu varlıklar yeterince likit ve yeniden ihalesi mümkün ise yeniden yapılan ihale sonucunda oluşacak piyasa değerine göre proje şirketine ödenecek tazminatın belirlenmesi en adil yaklaşım olarak görülmektedir. Böylece idarenin, proje şirketine inşa edilen varlığın değerinden daha yüksek miktarda ödeme yapması engellenirken, haksız kazanç sağlamasının da önüne geçilmektedir. Likit bir piyasanın mevcut olduğunun kabulü için KÖİ piyasasında yeterli sayıda yüklenicinin bulunması gerekmektedir. Bu husus sözleşme için teklif edilen fiyatın, sözleşmenin piyasa değerini yansıtmaması bakımından zaruridir. Likit bir piyasanın bulunmaması halinde projenin tahmini piyasa değeri hesaplanmalıdır. Bu durumda idare kendi kaynaklarından proje şirketine, likit bir piyasa bulunsaydı projenin yeniden ihale edilmesi yolu ile elde edeceği tutarda bir fesih tazminatı ödemesi yapmaktadır (HM Treasury 2012).

Grafik 28 - Piyasa Değeri Yönetiminin İşleyişi



Kaynak: PPP Unit 2004

Güney Afrika'da piyasa değeri yöntemi bakiye borç yöntemi ile birlikte uygulanarak, kreditorler lehine proje için sağlanan borcun belirli bir yüzdesinin geri ödenmesi garanti altına alınmaktadır. Bakiye borç yönteminde, tazminat ana kredinin fesih anındaki bakiye borç tutarı üzerinden hesaplanmaktadır. Piyasa değeri yönteminin kullanımı için Güney Afrika KÖİ pazarının yeterince gelişmediği belirtilmektedir. Henüz gelişme aşamasındaki Güney Afrika KÖİ pazarının durumu dikkate alınarak, kreditorlerin endişelerinin giderilmesi amacıyla, piyasa değeri yöntemi ile belirlenen fesih tazminatının, borcun belirli bir yüzdesine karşılık gelen kısmının altında kalması halinde, fesih tazminatı olarak söz konusu borç miktarının ödenmesi sağlanmaktadır. Yine de tazminatın belirlenmesinde piyasa değeri yaklaşımı en uygun yöntem olarak görülmekte ve Güney Afrika Ulusal Hazinesi tarafından Güney Afrika KÖİ pazarı geliştikçe borca dayalı yöntemden münhasıran piyasa değeri yöntemine geçilmesi öngörülmektedir (PPP Unit 2004).

Dünya Bankası tarafından bakiye borç yönteminde borcun yüzde 80 ila yüzde 85'lik kısmının ödenmesi ve böylece bir miktar riskin kreditorlere yansıtılması önerilmektedir (Dünya Bankası 2015). Nitekim kreditorlerin alacaklarının tamamen garanti altına alınmasının, kreditorler tarafından gerekli özenin gösterilmemesi ve projenin yakından takip edilmemesi sonuçlarına yol açabileceği ileri sürülmektedir (Yescombe 2007).

Avustralya'da proje şirketinin temerrüdü nedeniyle fesihte, projenin niteliğine bağlı olarak farklılık bulunmaktadır. Ekonomik altyapı projeleri, özel sektörün talep riskini üstlendiği ve gelirini üçüncü taraflardan elde ettiği projelerdir. Bu özelliği nedeniyle ekonomik altyapı projeleri, idarenin tesisin kullanıma hazır bulundurulması karşılığında ödeme yaparak, talep riskini üstlendiği sosyal altyapı projelerinden ayrılmaktadır. Ekonomik altyapı projelerinde görevli şirketin temerrüdü nedeniyle sözleşmenin feshedildiği durumlarda, görevli şirket fesih tazminatına hak kazanamadığı gibi, fesih nedeniyle idarenin uğradığı zararları telafi etmesi gerekebilmektedir (DIRD 2008). Sosyal altyapı projelerinde, proje şirketinin temerrüdü nedeniyle fesihte, fesih tazminatının belirlenmesi yöntemine ilişkin olarak eyaletler arasında farklılık bulunmaktadır. Bazı eyaletlerde piyasa değeri yöntemi kullanılırken, bazı eyaletlerde projenin yapımı için harcanan yatırım maliyeti esas alınarak, fesih ödemesinin miktarı belirlenmektedir. (DIRD 2011).

3.3. Sürekli Mücbir Sebep Nedeniyle Sözleşmenin Feshi

KÖİ sözleşmelerinde genelde her iki tarafa da, mücbir sebeplerin, uzun süreli olarak yükümlülüklerin yerine getirilmesini imkânsız kıldığı durumlarda sözleşmeyi feshetme hakkı tanınmaktadır. Mücbir sebeplerin, sözleşme taraflarının kontrolleri dışında gerçekleşen olayları içermesi ve söz konusu olayların meydana gelmesinde iki tarafın da kusurunun bulunmaması nedeniyle, genel prensip fesih nedeniyle doğan mali yükün paylaşılması yönündedir. Projeyi yok eden ve yeni bir yatırım yapılmadan devamını imkânsız kılan mücbir sebep halleri genelde sigorta kapsamında olup, tesis yeniden inşa edilmeyecek ise proje şirketi zararını sigorta gelirinden karşılayabilmektedir. Sigorta tarafından kapsanmayan mücbir sebep hallerinde ise sözleşmenin her iki tarafının da oluşan zarara belirli oranda katlanması gerektiği ifade edilmektedir. Bu durumda idare tarafından yapılacak fesih ödemesinin miktarı, proje şirketinin temerrüdü halindeki fesih tazminatından yüksek ancak idarenin temerrüdü halindeki fesih tazminatından düşük olmalıdır (Yescombe 2007, EPEC 2011b).

Bu çerçevede, mücbir sebep nedeniyle fesih halinde, proje şirketinin bakiye borcunun tamamının, projeye sağlanan öz kaynağın ise tamamının veya belirli bir kısmının fesih ödemesi kapsamına dâhil edilebileceği kabul edilmektedir. Ancak fesih tazminatı, mahrum kalınan karı içermemelidir (Dünya Bankası 2015).

Mücbir sebep hali nedeniyle fesih durumunda, İngiltere ve Güney Afrika'da fesih tazminatının, bakiye borcun yanı sıra öz kaynağın proje gelirlerinden geri ödenmeyen kısmını da kapsadığı görülmektedir. Avustralya'da ise bakiye borç miktarının yanında proje şirketinin bilançosundaki öz kaynağın yarısına karşılık gelen tutarın fesih tazminatına dâhil edildiği uygulamalara rastlanmaktadır. Yine İngiltere ve Güney Afrika'da fesih ödemesinin kapsamına proje şirketinin, kendi personeline ilişkin işten çıkarma ve alt yüklenicilerle girdiği sözleşmelerin feshi nedeniyle katlandığı maliyetlerin de dâhil edildiği görülmektedir.

4. Türkiye Uygulaması ve Hazine Borç Üstlenim Taahhüdü

Ülkemizde YİD ve YKD modeline ilişkin mevzuatta, sözleşmenin süresi bitiminde sona ermesi halinde, görevli şirket tarafından yapımı gerçekleştirilen tesisin her türlü borç ve taahhütlerden arı, bakımlı, çalışır ve kullanılabilir bir durumda bedelsiz olarak kendiliğinden idareye geçeceği düzenlenmiştir. Sözleşmelerin feshine ilişkin olarak ise sözleşmenin feshedebileceği haller genel niteliği itibarıyla belirlenmiş olmakla birlikte, feshe ilişkin hükümler ile feshin sonuçlarının uygulama sözleşmelerinde düzenleneceği hüküm altına alınmıştır.

YİD modeline ilişkin bir düzenleme olan 3996 Sayılı Bazı Yatırım ve Hizmetlerin Yap-İşlet-Devret Modeli Çerçevesinde Yaptırılması Hakkında Kanun'un Uygulama Usul ve Esaslarına İlişkin Kararda idare tarafından uygulama sözleşmesinin süresinden önce feshedilebileceği haller olarak; görevli şirketin yükümlülüklerini yerine getirememesi veya uygulama sözleşmesi şartlarını ihlal etmesi, iflası, konkordato ilan etmesi, ödeme güçlüğüne düşmesi (md. 28), izin alınmadan yatırım veya işletme ile ilgili faaliyetlerde bulunmuş ve teknik yeterliliğe sahip olan ortağın şirketin kuruluş sermayesindeki payının yatırım döneminde değiştirilmesi (md. 17) sayılmaktadır. Uygulama sözleşmelerinin feshine ilişkin olarak, YİD modeline ilişkin mevzuatta proje şirketinin temerrüt halleri ile mücbir sebep hallerinden bahsedilmekle birlikte, idarenin kusurundan kaynaklanan sebeplerle görevli şirketin sözleşmeyi feshetme imkanına ilişkin açık bir düzenlemeye yer verilmemektedir. Ancak "feshe ilişkin hükümler" ibaresi ile geniş bir düzenleme alanının sözleşmeler kapsamına bırakıldığı görülmektedir.

YKD modeline ilişkin Sağlık Bakanlığınca Kamu Özel İş Birliği Modeli ile Tesis Yaptırılması, Yenilenmesi ve Hizmet Alınmasına Dair Uygulama Yönetmelik'inde sözleşmenin feshine ilişkin madde hükmünde her ne kadar açıkça fesih tazminatı ibaresi kullanılsa da yüklenicinin öz kaynağının iade edilmesinden ve zararının giderilmesinden bahsedilmektedir. Söz konusu 62'nci maddede yükleniciden kaynaklanan sebeple sözleşmenin feshi halinde, yüklenicinin idareye ödeyeceği tazminat ve cezai şartlar ile yüklenicinin yatırımda kullandığı öz kaynağın iade edilip edilmeyeceğinin ve sözleşmenin yüklenicinin herhangi bir kusuru olmaksızın idare tarafından feshedilmesi veya idarenin kusurundan kaynaklanan nedenlerle sözleşmenin yüklenici tarafından feshi durumunda, yüklenicinin zararının ne şekilde ve ne ölçüde telafi edileceğinin sözleşme kapsamında düzenleneceği belirtilmektedir. Söz konusu hüküm doğrultusunda sözleşmeyi hem idare hem de proje şirketinin feshetme imkânının bulunduğu söylenebilmektedir.

KÖİ modeline ilişkin mevzuatımızda fesih hükümleri ile feshin sonuçlarına ilişkin ayrıntılı hükümler yer almadığından ve hatta bu hususun sözleşmelerde düzenleneceği hükme bağlandığından, söz konusu özel düzenlemeler sözleşmelerin içinde detaylı bir şekilde yer almaktadır. Ancak bahse konu sözleşmeler kamuoyu ile paylaşılmamaktadır.

Diğer taraftan mevzuatımızda uygulama sözleşmelerinin süresinden önce feshedilmesi ve tesisin kamuya devredilmesi durumunda, fesih tarihine kadar yapılan işler için kullanılmış olan dış finansmanın ilgili idare veya Hazine Müsteşarlığınca üstlenilmesine imkân tanıyan düzenlemeler yer almaktadır. Hazine borç üstlenimine ilişkin uygulamanın usul ve esasları, 4749 sayılı Kamu Finansmanı ve Borç Yönetiminin Düzenlenmesi Hakkında Kanun ile Hazine Müsteşarlığı Tarafından Gerçekleştirilecek Borç Üstlenimi Hakkında Yönetmelik çerçevesinde düzenlenmiş bulunmaktadır. Bu düzenlemeler kapsamında uygulama sözleşmelerinde borç üstlenimine ilişkin yer alması gereken hükümler belirlenmiş durumdadır. Borç üstlenimi yönteminde, uygulama sözleşmesinin feshedilmesi ve tesisin kamuya devredilmesi halinde idare ya da Hazine Müsteşarlığı proje şirketinin yerine geçerek borçlu hale gelmekte ve proje için kreditorlerden sağlanan borcun bakiye tutarı doğrudan kreditorlere ödenmektedir.

Borç üstlenimi yönteminde, ödemenin proje şirketi yerine doğrudan kreditorlere yapılması, söz konusu yöntemin uluslararası uygulamalar bölümünde açıklanan fesih ödemesi uygulamasından farklılaşan yanını oluşturmaktadır. Ancak ülkemizde uygulanan borç üstlenimi yöntemi uluslararası literatürde fesih ödemesi olarak değerlendirilmektedir. Nitekim fesih ödemesinin proje için sağlanan borcun geri ödenmesi için tasarlandığı durumlarda, ödemenin proje şirketi aracılığıyla değil, doğrudan idare tarafından kreditorlere yapılmasının da tercih edilebileceği kabul edilmektedir (Yescombe 2007). Bu çerçevede EPEC'in 2013 yılında yayımladığı KÖİ sözleşmelerindeki fesih ve mücbir sebep hükümlerine ilişkin inceleme raporunda, ülkemizde uygulanan borç üstlenim mekanizmasından fesih tazminatı kapsamında bahsedilmektedir. Ayrıca EPEC tarafından fesih ödemesinin tutarı, bakiye borç miktarına göre belirlense dahi ödemenin doğrudan kreditorlere değil, proje şirketine yapılmasının kreditorlere daha az koruma sağladığı belirtilmektedir (EPEC 2011a).

Hazine Müsteşarlığı tarafından sağlanacak borç üstlenim taahhüdünün genel çerçevesi 4749 sayılı Kanun'un 8/A maddesinde belirlenmiştir. Bu kapsamda genel bütçe kapsamındaki kamu idareleri ile özel bütçeli idareler tarafından 3996 sayılı Kanun hükümlerine göre YİD modeli ile gerçekleştirilmesi planlanan ve yatırım tutarının asgari bir milyar Türk Lirası olması öngörülen projeler ile 6428 sayılı Kanun veya 652 sayılı Kanun Hükmünde Kararname hükümlerine göre YKD modeli ile gerçekleştirilmesi planlanan ve yatırım tutarının asgari beş yüz milyon Türk Lirası olması öngörülen projeler için Hazine Müsteşarlığınca borç üstlenim taahhüdü verilebilmektedir. Hazine borç üstlenim taahhüdünün yalnızca genel bütçe kapsamındaki kamu idareleri ile özel bütçeli idarelerin projelerine yönelik sağlanabileceği düzenlendiğinden, kamu iktisadi teşebbüsleri tarafından gerçekleştirilen projelere Hazine Müsteşarlığı tarafından borç üstlenim taahhüdü sağlanması mümkün değildir.

Müsteşarlık tarafından borç üstlenim taahhüdü verilmesine karar vermeye ve üstlenime konu mali yükümlülüklerin kapsam, unsur ve ödeme koşullarını belirlemeye Bakanlar Kurulu yetkilidir. Borç üstlenim taahhüdünün kapsamına, proje için yurt dışından sağlanan finansman ve varsa bu finansmanın teminine yönelik türev ürünlerden kaynaklananlar da dâhil olmak üzere finansman maliyetleri dâhil edilmektedir (4749 sayılı Kanun 8/A).

Mevzuatımızda "kredi üstlenimi" olarak adlandırılan bir kurum daha yer almaktadır. 3996 sayılı Kanun'un 11/A maddesi "Kredi Üstlenimi" başlığını taşımakla birlikte, söz konusu terim "borç üstlenimi" kavramı ile aynı içeriğe karşılık gelmektedir. Ancak bahse konu madde hükmünde Hazine Müsteşarlığının dışındaki kuruluşlar tarafından sağlanacak borç üstlenim taahhütlerine ilişkin hükümlere yer verilmektedir. Bu çerçevede genel bütçe dışındaki kamu kurum ve kuruluşları ile bağlı ortaklıklar ve mahalli idareler tarafından gerçekleştirilen projelerde, sözleşmelerin süresinden önce feshedilerek tesisin idare tarafından devralınması halinde proje için yurt dışından sağlanan finansmanı üstlenmeye söz konusu idare yetkilidir. İdarenin, özel bütçe kapsamında olması hâlinde bu yükümlülüklerin ilgili idarenin bağlı olduğu Bakanlığın teklifi üzerine ilgili idare tarafından üstlenilmesine karar vermeye, üstlenime konu mali yükümlülüklerin kapsam, unsur ve ödeme koşullarını belirlemeye ve teyit edilmesine ilişkin usul ve esasları düzenlemeye Bakanlar Kurulu yetkilidir (3996 sayılı Kanun md. 11/A-2).

3996 sayılı Kanun ile 4749 sayılı Kanun'da yer alan düzenlemeler çerçevesinde, genel bütçe kapsamındaki kamu idarelerince gerçekleştirilen KÖİ projeleri için borç üstlenim taahhüdünün yalnızca Hazine Müsteşarlığı tarafından sağlanabileceği anlaşılmaktadır. Nitekim uygulama sözleşmesinin feshedilmesi halinde, üstlenilecek tutarlar nedeniyle kamu sektörü borçlu duruma geçmektedir. Genel bütçeli idarelerce üstlenim taahhüdünde bulunulamaması, genel bütçe için borçlanma yetkisinin münhasıran Hazine Müsteşarlığına ait olmasından kaynaklanmaktadır. Müsteşarlığın borç üstlenimi için yetkilendirilmesi ise Bakanlar Kurulu kararı ile mümkün olmaktadır. Diğer taraftan 3996 sayılı Kanun'da genel bütçe dışındaki kamu kurum ve kuruluşları ile bağlı ortaklıklar ve mahalli idareler tarafından gerçekleştirilen projelerde borç üstlenim taahhüdü vermeye söz konusu idarenin yetkili olduğu düzenlenmiştir. Genel bütçe dışında yer alan özel bütçeli kuruluşlar açısından ise ilave düzenleme yapılarak, bu kuruluşlarca gerçekleştirilen projelere borç üstlenim taahhüdü verilmesinin Bakanlar Kurulu kararı ile mümkün olduğu hüküm altına alınmıştır. Özel bütçeli idareler tarafından gerçekleştirilen projelerde, borç üstlenim taahhüdü idarenin kendisi ya da Hazine Müsteşarlığı tarafından verilebilmektedir.

Hazine borç üstlenim taahhütlerinden kaynaklanan risklerin sınırlandırılması ve söz konusu risklerin kreditorler ile paylaşılabilmesine imkân tanınması amacıyla borç üstlenim taahhüdünün fesih sebeplerine göre kısmen veya tamamen verilebileceği düzenlenmiştir (4749 sayılı Kanun 8/A).

Bu kapsamda borç üstlenim taahhüdü, ana kredi tutarının;

- Sözleşmenin şirket kusuru nedeniyle feshi halinde yüzde 85'ini,
- Sözleşmenin şirket kusuru dışındaki nedenlerle feshi halinde yüzde 100'ünü,

ve finansman maliyetlerinin tamamını içerecek şekilde verilmektedir (Hazine Müsteşarlığı Tarafından Gerçekleştirilecek Borç Üstlenimi Hakkında Yönetmelik md.4/2). Görevli şirketin kusuru nedeniyle sözleşmenin feshedilmesi halinde borç bakiyesinin yüzde 85'inin üstlenilmesi yönünde taahhüt verilmek suretiyle kreditorler de risk paylaşımının içerisinde dâhil edilmektedir.

Yüksek maliyetli projeler için sağlanacak finansman paketi, finansmanın bir parçası olarak proje şirketi tarafından kur ve/veya faiz riskine karşı satın alınan türev ürünleri de içermektedir. Fesih halinde, türev ürün sözleşmeleri de feshedilmekte ve kapama maliyetleri ortaya çıkmaktadır. Türev ürün kapama maliyetleri üstlenime konu edilebilmekle birlikte, türev ürünlerden kaynaklanacak maliyetlere bir üst sınır getirilmiştir. Borç üstlenimine dâhil olacak türev maliyeti, ana kredinin yüzde 10'unu geçmeyecek şekilde borç üstlenim anlaşmalarında belirlenmektedir (Hazine Müsteşarlığı Tarafından Gerçekleştirilecek Borç Üstlenimi Hakkında Yönetmelik md.4/3).

Hazine tarafından borç üstlenim taahhüdü verilmesine ilişkin süreç, Hazine Müsteşarlığı Tarafından Gerçekleştirilecek Borç Üstlenimi Hakkında Yönetmelik'in 5'inci maddesinde düzenlenmektedir. Madde hükmüne göre söz konusu süreç projeler ile ilgili ihale şartnamesi yayımlanmadan önce başlamakta ve borç üstlenim anlaşmasının imzalanması ile son bulmaktadır.²⁵

Hazine tarafından borç üstlenim taahhüdü verilen projeler kapsamındaki borcun üstlenimi, projeye ilişkin uygulama sözleşmesinin feshedilmesi halinde gerçekleşmektedir. Söz konusu fesih gerçekleştiğinde proje şirketi tarafından inşa edilen tesis idareye devredilmekte ve kamunun malvarlığına dâhil olmaktadır. Borç üstlenim anlaşmaları ile belirlenen koşullar çerçevesinde fesih tarihine kadar yapılan işler için kullanılmış ancak geri ödenmemiş olan dış finansman ise Müsteşarlık tarafından üstlenilmektedir. Yani borç üstlenimi uygulama sözleşmesinin feshedilmesi şartına bağlı olup, uygulama sözleşmesinin feshedilmemesi halinde Müsteşarlık açısından herhangi bir yükümlülük doğmamaktadır.

Bu kapsamda borç üstlenim taahhütleri, Müsteşarlık açısından koşullu yükümlülük oluşturmaktadır. Borç üstlenim taahhütlerinin yarattığı koşullu yükümlülüklerin sınırlandırılması ve mali disiplinin artırılması amacıyla 4749 sayılı Kanun'un 8/A maddesinin beşinci cümlesinde yer alan hüküm ile mali yıl içinde sağlanabilecek borç üstlenim taahhütlerine ilişkin limitin, yılı merkezi yönetim bütçe kanunuyla belirleneceği düzenlenmiştir. Söz konusu limit tutarı ilgili mali yılda sağlanabilecek borç üstlenim taahhütlerinin üst sınırını teşkil etmektedir.²⁶

Son olarak, Hazine borç üstlenimi yönteminin uluslararası uygulamalar ile karşılaştırılması halinde, Hazine borç üstlenim taahhüdünün kapsamına finansman maliyetlerinin de dâhil edildiği ve görevli şirket kusuru nedeniyle fesih halinde ana kredi tutarının yüzde 85'inin üstlenime konu edildiği göz önüne alındığında, uluslararası standartlara uygun bir yapı kurulduğu söylenebilmektedir. Nitekim Hazine borç üstlenimi yöntemi, Dünya Bankası (2015) tarafından tavsiye edilen sözleşme hükümleri çerçevesindeki fesih ödemelerinin, ana borca ilişkin unsurları ile kapsam bakımından örtüşmektedir. Ancak uluslararası uygulamalarda, bazı hallerde fesih ödemesi, kreditorlerin yanı sıra projeye öz kaynak sağlayan yatırımcıların zararlarının da telafi edilmesine imkân tanıyacak biçimde düzenlenmektedir.

Her ne kadar borç üstlenimi uygulamasında yalnızca kreditorlerin zararının telafi edilmesine imkân tanınsa da KÖİ modeline ilişkin mevzuatta uygulama sözleşmelerinin feshine ilişkin hükümler ile feshin sonuçlarının sözleşmelerde düzenleneceği hüküm altına alındığından, uygulama sözleşmelerinin fesih hükümleri kapsamında sermayedarlara yönelik tazmin mekanizmaları getirilmesinin önünde bir engel bulunmamaktadır. Ancak Hazine borç üstleniminin aksine mevzuatımızda söz konusu ödemelere ilişkin usul ve esaslar belirlenmemiştir.

25 "Kamu Özel İşbirliği (KÖİ) Projelerinde Borç Üstlenim Taahhüdü Verilmesi Süreci"ne ilişkin ayrıntılı bilgiler 2014 yılı Kamu Borç Yönetimi Raporunda yer almaktadır.

26 Hazine Müsteşarlığınca borç üstlenim taahhüdü sağlanan projeler için bakınız: Tablo 7: Hazine Müsteşarlığı Tarafından Verilen Borç Üstlenim Taahhütleri.

Sonuç ve Değerlendirmeler

Ülkemizde KÖİ sözleşmelerinin feshine ilişkin uygulamanın tespitinde, KÖİ sözleşmelerinin Borçlar Hukuku bağlamındaki karma niteliği uyarınca; sözleşmelerdeki tipik edimlere ilişkin Borçlar Kanunu hükümlerinin ve bu kapsamdaki doktrin ile yargı içtihatlarının göz önünde bulundurulması gerekli görülmektedir. Ayrıca söz konusu projelere dâhil olan tarafların çok uluslu niteliği uyarınca, kamunun üstleneceği risk seviyesinin belirlenmesinde, uluslararası standartların da dikkate alınmasının yararlı olacağı değerlendirilmektedir.

Her ne kadar KÖİ sözleşmelerinin fesih hallerine ilişkin tarafları feshe teşvik etmeyecek, idarenin sebepsiz zenginleşmesine yol açmayacak ve finansal kayıpların taraflar arasında adil bir şekilde paylaşılmasını sağlayacak bir denge kurulmasının, ülkemiz KÖİ pazarının gelişimi açısından olumlu etkileri olacağı değerlendirilse de hangi hallerde fesih ödemesi yapılacağı, söz konusu ödemenin kapsamı ve hesaplama yönteminin standart prensipler çerçevesinde belirlenmesi gerekmektedir.

Hazine borç üstlenimine ilişkin uygulamanın usul ve esasları, 4749 sayılı Kanun ile Hazine Müsteşarlığı Tarafından Gerçekleştirilecek Borç Üstlenimi Hakkında Yönetmelik çerçevesinde düzenlenmiş olup, söz konusu düzenlemeler kapsamında uygulama sözleşmelerinde borç üstlenimine ilişkin yer alması gereken standart hükümler belirlenmiş durumdadır. Ancak Hazine borç üstlenimi yöntemi dışında, fesih ödemelerine ilişkin standart bir uygulama bulunmamaktadır. Bu nedenle fesih ödemelerine ilişkin proje bazında farklı yaklaşımların sergilenmesi mümkün görülmektedir. Borç üstlenimine ilişkin düzenlemelere benzer şekilde fesih ödemelerine ilişkin usul ve esasların belirlenmesi gerektiği değerlendirilmektedir.

Fesih ödemelerine ilişkin standart prensiplerin, Hazine borç üstlenimi mekanizmasında olduğu gibi mevzuat kapsamında ya da proje sahibi idarelere yol gösterici nitelikte hazırlanacak standart sözleşme örnekleri çerçevesinde belirlenebileceği değerlendirilmektedir. KÖİ uygulamalarına ilişkin hazırlanan standart sözleşmeler, hem kamu idareleri açısından yol gösterici olmakta hem de projelerin gerçekleştirilmesi sürecini kısaltmaktadır. Bununla beraber, standart sözleşmeler ile KÖİ uygulamaları kapsamında eşgüdüm sağlanarak, risk paylaşımının etkinliğinin artırılmasına katkıda bulunmaktadır (Şener 2009). KÖİ projelerine ilişkin hukuki süreçlerin verimliliğinin artırılması amacıyla sözleşmelerin standardizasyonu önerilmektedir. Böylece benzer projelerde yaklaşım ve fiyatlandırma bakımından tutarlılık sağlanmasına imkân tanınmaktadır. Ayrıca proje taraflarınca gerçekleştirilen müzakere süreçleri kısaltılarak, zaman ve maliyet tasarrufu sağlanmaktadır (UNECE 2008).

KÖİ sözleşmelerinin feshine bağlı olarak görevli şirkete karşı çeşitli ödeme taahhütlerinde bulunulması, idareler açısından koşullu yükümlülük oluşturmaktadır. KÖİ projelerinin başarısız olması ve uygulama sözleşmelerinin feshedilmesi durumunda söz konusu koşullu yükümlülüklerin gerçekleşmesi ile ortaya çıkan mali yükümlülükler, kamu maliyesi ve kamu borç stoku üzerinde olumsuz etki doğurabilecek niteliktedir. Fesih ödemelerine ilişkin standartların belirlenmesi, KÖİ sözleşmelerinin feshine bağlı olarak doğabilecek ödeme yükümlülüklerinin kamu maliyesi üzerinde yaratabileceği olumsuz etkinin sınırlandırılması bakımından da önem taşımaktadır. Nitekim KÖİ projelerindeki koşullu yükümlülüklerin, uygun araçlar ile yönetilmediği durumlarda borç stokunun kamu açısından sürdürülemez hale gelebileceği ifade edilmektedir (Irwin ve Mokdad 2010).

Ülkemizde KÖİ modelinin uygulamasına ilişkin idarelere rehberlik edebilecek ve farklı idarelerin proje uygulamalarından alınan dersleri takip ederek, diğer idarelere aktarabilecek merkezi bir KÖİ birimine ihtiyaç duyulmaktadır. Yüksek Planlama Kurulu (YPK), KÖİ yatırımları için kurumları yetkilendirmekte ve kararlarını Kalkınma Bakanlığı, Maliye Bakanlığı ve Hazine Müsteşarlığı başta olmak üzere ilgili diğer kuruluşlardan gelen bilgiler ışığında vermektedir. Ancak YPK'ye bağlı, özel görevli merkezi bir KÖİ birimi bulunmamaktadır. Bu çerçevede KÖİ konusunda uzmanlaşmış ve KÖİ projelerinin gerçekleştirilmesine ilişkin sürecin bütünsel olarak izlendiği merkezi bir birimin kurulması KÖİ uygulamalarının geliştirilmesi bakımından kritik öneme sahiptir (Özel İhtisas Komisyonu Raporu 2014).

Son olarak, Türkiye'de KÖİ alanındaki mevcut hukuki çerçeve dağınık ve sistematik olmayan bir yapıda bulunmaktadır. KÖİ süreci, kamu kesimi üzerinde uzun yıllara yayılan yüksek mali yük getirebilecek bir yapıya sahip olduğundan, söz konusu sürecin doğru kurgulanması ve yönetilmesi gerekmektedir. Bu nedenle hâlihazırda model ya da sektör bazında farklılaşan dağınık yapıdaki KÖİ mevzuatının, çerçeve bir yasayla bütüncül bir yapıya kavuşturulmasına ihtiyaç duyulmaktadır (Onuncu Kalkınma Planı).

Kaynakça

1. Avrupa Komisyonu. 2004. Green Paper on the Public-Private Partnerships and Community Law on Public Contracts and Concessions. <http://eur-lex.europa.eu/legal-content/EN/TXT/PDF/?uri=CELEX:52004DC0327&from=EN>. Erişim Tarihi: 28.04.2017
2. DIRD (Australian Government The Department of Infrastructure and Regional Development). 2008. National Public Private Partnership Guidelines, Volume 3: Commercial Principles for Social Infrastructure. https://infrastructure.gov.au/infrastructure/ngpd/index.aspx#anc_public-private. Erişim Tarihi: 28.04.2017
3. DIRD. 2011. National Public Private Partnership Guidelines, Volume 7: Commercial Principles for Economic Infrastructure. https://infrastructure.gov.au/infrastructure/ngpd/index.aspx#anc_public-private. Erişim Tarihi: 28.04.2017
4. Dünya Bankası. 2015. Report on Recommended PPP Contractual Provisions. <http://ppp.worldbank.org/public-private-partnership/library/wbg-report-recommended-ppp-contractual-provisions>. Erişim Tarihi: 28.04.2017
5. EPEC. 2011a. State Guarantees in PPPs A Guide to Better Evaluation, Design, Implementation and Management. <http://www.eib.org/epec/resources/epec-state-guarantees-in-ppps-public>. Erişim Tarihi: 28.04.2017
6. EPEC. 2011b. The Guide to Guidance How to Prepare, Procure and Deliver PPP Projects. <http://www.eib.org/epec/resources/guide-to-guidance-en>. Erişim Tarihi: 28.04.2017
7. EPEC. 2013. Termination and Force Majeure Provisions in PPP Contracts. http://www.eib.org/epec/resources/Termination_Report_public_version. Erişim Tarihi: 28.04.2017
8. HM Treasury. 2012. Standardisation of PF2 Contracts (Draft). https://www.gov.uk/government/uploads/system/uploads/attachment_data/file/207383/infrastructure_standardisation_of_contracts_051212.PDF. Erişim Tarihi: 28.04.2017
9. Irwin T., Mokdad T. 2010. Managing Contingent Liabilities in Public-Private Partnerships Practice in Australia, Chile, and South Africa. The World Bank – PPIAF. <https://www.ppiaf.org/sites/ppiaf.org/files/publication/WB-ManagingContingentLiabilitiesAustraliaChileSoAfrica.pdf>. Erişim Tarihi: 28.04.2017
10. Keşli T. A. 2009. Kamu Özel Sektör İşbirliği (PPP) Projelerinin Hukuki Rejimi. Marmara Üniversitesi. Doktora Tezi.
11. OECD. 2008. Public-Private Partnerships in Pursuit of Risk Sharing and Value for Money.
12. Onuncu Kalkınma Planı (2014-2018), <http://www.resmigazete.gov.tr/eskiler/2013/07/20130706M1-1-1.doc>. Erişim Tarihi: 28.04.2017
13. Özel İhtisas Komisyonu Raporu (Onuncu Kalkınma Planı). 2014. Kamu Özel İşbirliği. Kalkınma Bakanlığı. <http://www.kalkinma.gov.tr/Lists/zel%20ihtisas%20Komisyonu%20Raporlar/Attachments/221/Kamu%20%C3%96zel%20%C4%B0%C5%9Fbirli%C4%9Fi%20%C3%96%C4%B0K%20Raporu.pdf>. Erişim Tarihi: 28.04.2017
14. Pekgüçlü (Karabulut) G. 2005. Türk Özel Hukukunda Yap-İşlet-Devret (YİD) Sözleşmesi. Ankara Üniversitesi. Doktora Tezi.
15. PPP Unit. 2004. Standardised Public-Private Partnership Provisions. http://www.ppp.gov.za/Legal%20Aspects/Standardised%20PPP%20Provisions/National%20Treasury%20PPP%20Practice%20Note%20No%201%20of%202004;%20Standardised%20PPP%20Provisions;%20First%20Issue;%2011%20March%202004_1.pdf. Erişim Tarihi: 28.04.2017
16. Sarcan C. 2009. Kamu-Özel İşbirliği Modellerinin Hukuki Yapısı. Devlet Planlama Teşkilatı Müsteşarlığı. Yayımlanmamış Uzmanlık Tezi.
17. Seliçi Ö. 1976. Borçlar Kanununa Göre Sözleşmeden Doğan Sürekli Borç İlişkilerinin Sona Ermesi. İstanbul. Fakülteler Matbaası.
18. Sirmen L. 1996. Sözleşme Hukuku Açısından Yap-İşlet-Devret Modeli. Yap-İşlet-Devret Modelinin Uygulanmasında Ortaya Çıkan Sorunlar ve Öneriler Sempozyumu. Banka ve Ticaret Hukuku Enstitüsü Yayını. s.11.
19. Şener M. B. 2009. Kamu Özel Sektör İşbirliği Modellerinin Uygulanmasında Risk Paylaşımı. Hazine Müsteşarlığı. Uzmanlık Tezi.
20. UNECE. 2008. Guidebook On Promoting Good Governance In Public-Private Partnerships. <http://www.unece.org/fileadmin/DAM/ceci/publications/ppp.pdf>. Erişim Tarihi: 28.04.2017
21. Uz A. 2007. Kamu-Özel Ortaklığı/Public-Private Partnership (PPP) (Kavram ve Hukuksal Çerçeve). Gazi Üniversitesi Hukuk Fakültesi Dergisi. Cilt:XI, s.1-2.
22. Yescombe. 2007. Public-Private Partnerships Principles of Policy and Finance. Great Britain. Butterworth-Heinemann.



BİR KAMU BORÇ YÖNETİMİ ARACI OLARAK BÜYÜMEYE ENDEKSİ TAHVİLLER²⁷

1.GİRİŞ

1990'lı yıllardan günümüze kadar yaşanan finansal krizler, gerek krizin merkezinde bulunan ülkeler gerekse söz konusu ülkeler ile ekonomik bağları bulunan ülkeler açısından çok ciddi sıkıntılara yol açmıştır. Söz konusu krizlerin büyüme oranlarını aşağıya çekmesi, zaten zor duruma düşmüş ekonomilerin borç yüklerini daha da artırarak kamu maliyesi üzerinde önemli baskı yaratmaktadır. Bu açıdan, borç geri ödemelerini ekonominin iniş-çıkış dönemleriyle ilişkilendiren Büyüme Endeksli Tahvillerin (BET) ülkelerin finansman ihtiyacının konjonktürel dalgalanmalara olan duyarlılığını azaltmada bir araç olarak kullanılabilmesi uzun bir süredir üzerinde tartışılan bir konudur. Söz konusu senetlerin, büyümenin düşük olduğu dönemlerde ortaya çıkaracağı maliyet düşürücü etki bütçe harcamalarından önemli kesintiler yapılmasının önüne geçebilecek, büyümenin yüksek olduğu dönemlerde ise harcamaların dizginlenmesini sağlayarak bir otomatik stabilizatör rolü üstlenebilecektir. Böylece özellikle ekonomik zorlukların arttığı dönemlerde politika yapıcılara daha fazla manevra alanı sağlanabilecektir.

Son yıllarda küresel anlamda artan kamu borç yükü ise konunun G20 gündemine alınmasına ve Uluslararası Para Fonu (IMF) gibi kuruluşların söz konusu enstrümanlara ilişkin çalışmalarına hız vermesine sebep olmuştur. Bu çerçevede, Temmuz 2016'da Chengdu, Çin'de yapılan G20 zirvesinde, BET'ler de dâhil olmak üzere ekonominin durumuna bağlı (state-contingent) borç enstrümanlarına ilişkin çalışmaların hayata geçirilmesine karar verilmiştir. Ayrıca, 2017 yılında kamu ve özel sektör borcunun sürdürülebilir bir patikaya oturtulması ve kredi finansmanına dayalı büyüme olan bağlılığın azaltılması hususları G20'nin finans alanındaki öncelikleri arasında yer almış ve Mart 2017'de BET'lere ilişkin G20 Pusulası yayınlanmıştır. IMF de ekonominin durumuna bağlı borç enstrümanlarına ilişkin çeşitli makaleler ve değerlendirme notları yayınlamıştır. Ayrıca, başta İngiltere Merkez Bankası olmak üzere Fransa, Almanya ve Avustralya Merkez Bankaları konuya ilişkin çeşitli çalışma raporları ve makaleler yayınlamıştır.

Söz konusu gelişmeler, BET'lerin ülkelere ve küresel finansal sisteme olan potansiyel faydalarının, olası maliyet ve zorlukları ile söz konusu enstrümanların tasarımı ile ilişkin hususların geniş platformlarda tartışılmasına olanak tanımıştır. Bu çalışmada ise son dönemde yaşanan gelişmeler çerçevesinde ortaya konan çalışmalardan yola çıkılarak BET'lerin kamu borç yönetimindeki yeri analiz edilmiştir.

Mevcut çalışmalar incelendiğinde BET'lerin borcun sürdürülebilirliğini sağlamak isteyen ülkeler tarafından finansal sıkışıklık dönemlerinde ihraç edilmesi ile borcun sürdürülebilirliği sorunu olmayan ancak yatırımcı tabanını genişletmek isteyen ülkeler tarafından ihraç edilmesinin önemli farklılık arz ettiği görülmektedir. Bu kapsamda makalenin ikinci bölümünde BET'lerin ortaya çıkışı ve yapısı ele alınmakta, üçüncü bölümde ise söz konusu enstrümanların ihraççılar ve yatırımcılar açısından faydaları ortaya konmaktadır. Makalenin dördüncü bölümünde BET'lere ilişkin temel sorunlar ele alındıktan sonra beşinci bölümde tasarım alternatifleri ve diğer teknik hususlara değinilmektedir. Altıncı ve son kısımda ise yapılan analizler çerçevesinde ulaşılan sonuç ve değerlendirmeler yer almaktadır.

2.BÜYÜMEYE ENDEKSİ TAHVİLLERİN ORTAYA ÇIKIŞI VE YAPISI

Büyüme endeksli tahvillerin ilk ortaya çıkışı "Brady tahvilleri" olarak adlandırılan enstrümanlarla olmuştur. 1989'da başlayan Brady tahvilleri uygulamaları, temel olarak borç yapılandırmasına giden ülkelerin ekonomik büyüme oranları ve/veya ticaret hadlerinde meydana gelecek iyileşmelerin söz konusu borcu yapılandırmış alacaklılara yansıtılmasını hedeflemiştir. Böylelikle, hammadde ihracatçısı konumundaki ülkeler hammadde fiyatlarındaki yükselişlere paralel ödeme yapan tahvilleri hayata geçirmişlerdir. Bazı ülkeler ise söz konusu mekanizmayı ticaret hadlerini takip edecek şekilde oluşturmuşlardır. Hayata geçirilen bu tahviller, benzer biçimde koruma sağlayan borçlanma araçlarını da gündeme getirmiş ve büyüme paralel ödeme yapan enstrümanlar da ihraç edilmiştir. Ancak bahsedilen bu tahviller temel olarak borç yapılandırma işlemini kolaylaştıracak bir unsur olarak kullanıldığından, hammadde fiyatlarındaki azalışları, ticaret hadlerindeki kötüleşmeleri veya büyüme oranlarındaki azalışları takip etmemektedir. Bu asimetrik mekanizma nedeniyle de söz konusu senetlerin risk transfer işlevi bulunmamaktadır.

Kamu borç yönetiminde bir risk aktarım aracı olarak kullanılması planlanan BET'lerin ise Brady tahvillerinin aksine simetrik bir ödeme yapısı içermesi gerekmektedir. Farklı tasarım alternatifleri bulunmakla beraber, BET'ler engeniş anlamda getirisi büyüme oranına endeksli olan tahviller olarak tanımlanmaktadır (Borensztein ve Mauro, 2004). Bu yapıda yatırımcılara yapılan ödemeler yüksek büyüme zamanlarında artarken, düşük büyüme zamanlarında azalmaktadır. Böylece, borç geri ödemelerinin ülkenin ödeme kapasitesine bağlı olarak değiştiği bir yapı kurularak gerek BET'lerin gerekse diğer konvansiyonel tahvillerin üzerindeki temerrüt priminin azaltılmasına katkıda bulunulacağı öne sürülmektedir (Cabrillac, Gauvin & Gossé, 2017).

BET ihracı finansal açıdan standart bir tahvil ihraç etmek ve aynı anda büyüme oranına endeksli bir menkul kıymette kısa pozisyon almakla aynı finansal sonuçları doğurmaktadır. Dolayısıyla standart tahvillerden farklı olarak bir endeksleme koşulu getirmektedir. Benford, Best & Joy (2016) yatırımcılar açısından BET'lerin hisse senedi benzeri bir enstrüman olduğunu ileri sürmektedir. Buna göre BET'ler yalnızca şirket kârlılıklarına değil maaşlar, ücretler ve diğer çalışan gelirlerinin de dahil olduğu ekonominin tümünün gidişatına ilişkin bir yatırım aracı sunmaktadır. Hisse senetleri yalnızca şirketlerin ekonomik performanslarını yansıtan bir enstrüman olduğundan toplam milli gelirin daha oynak ve daha küçük bir bölümüne ilişkin getiri sunmaktadır. Bu nedenle hisse senedi piyasalarının çok gelişmediği yükselen ekonomilerde BET'ler mevcut şirket kârlılıklarından çok daha geniş kapsamlı getiri sağlayan enstrümanlar olarak ön plana çıkabilecektir. Ayrıca, BET'lerin nominal milli gelire endekslenmesi halinde mevcut enflasyona endeksli senetlere benzer bir koruma sağlaması da mümkündür. Bu durum, enflasyona ilaveten milli gelirle birlikte hareket eden değişkenleri de ihtiva eden yükümlülükleri bulunan yatırımcılar için BET'leri oldukça cazip kılacaktır (Benford vd., 2016).

3.BÜYÜMEYE ENDEKSİ TAHVİLLERİN POTANSİYEL FAYDALARI

BET'lerin yatırımcılar ve ihraççılar açısından birçok potansiyel faydası bulunmaktadır. Aşağıda detaylarıyla ele alınan bu faydaların yanı sıra söz konusu enstrümanın dünya çapında yaygın olarak kullanılan bir enstrüman haline gelmesi halinde ise finansal krizleri azaltıcı/hafifletici etki yapabileceği ve istikrara katkı sağlayabileceği değerlendirilmektedir. Konunun uluslararası arenada popülerliğinin artmasındaki temel faktör de budur.

Ayrıca, söz konusu senetlerin pratiğe geçirilip piyasada işlem görmeye başlamasının ardından, piyasanın GSYH büyümesine ilişkin beklentilerinin fiyatlanması da mümkün olabilecektir. Böylece, iktisadi faaliyetleri GSYH büyümesiyle yakından alakalı olan tüm ekonomik ajanlar (yerel yönetimler, şirketler, ticaret partnerleri vb.) risk yönetimi ve planlama süreçlerini daha verimli bir biçimde yönetebilecektir.

BET'lerin gerek ihraççılara gerekse yatırımcılara olan potansiyel faydalarının söz konusu enstrümanlara ilgi gösteren ülke sayısının artmasına paralel olarak artacağı değerlendirilmektedir.

3.1. BET'lerin Yararlarının Sayısal Analizi

Yukarıda belirtilen faydaları sayısal olarak göstermek için Benford vd. (2016) farklı senaryolar altında borç stokunu simüle etmişlerdir. Bu çerçevede, borç stokunun konvansiyonel tahvillerden oluşması ya da BET'lerden oluşması halinde çok senaryolarının nasıl farklılaştığını ortaya koymuşlardır.

Bunun için ilk olarak yalnızca yerel para cinsinden borçlanan bir ülkenin borç stoku/GSYH oranındaki değişim (Δd_t^c); nominal faiz oranları (i_t), nominal büyüme (g_t), faiz dışı denge (pb_t), ve borç stokuna yapılan diğer ayarlamalar ($oadj_t$) kelimelerinin bir fonksiyonu olarak tanımlanmıştır.

$$\Delta d_t^c = \frac{i_t - g_t}{1 - g_t} d_{t-1}^c - pb_t + oadj_t \quad (01)$$

Daha sonra söz konusu denklem kullanılarak 20 yıllık bir baz senaryo oluşturulmuştur. Baz senaryo oluşturulurken 2016-2020 dönemi için IMF'nin Ekim 2015'te yayınlamış olduğu Küresel Ekonomik Görünüm raporu tahminleri, 2020 sonrası için ise nominal GSYH büyümesinin potansiyel reel büyüme ve enflasyon hedefinin toplamı kadar olacağı, faiz oranlarının ve faiz dışı denge rakamlarının 2020 düzeyinde kalacağı ve diğer ayarlama kelimelerinin ise sıfır olacağı varsayılmıştır.

Senaryolar oluşturulurken ise projeksiyon dönemindeki her bir yılda açıklayıcı değişkene birleşik normal dağılıma sahip şoklar verilmiştir. Söz konusu değişkenlerin kovaryansları ($\hat{\Sigma}$) ise 1999-2015 yıllarını kapsayan veriler kullanılarak hesaplanmıştır. Böylece borç dinamiklerine ilişkin denklik Denklem-2'deki halini almıştır.

$$\Delta d_t^c = \frac{(i_t + \varepsilon_{i,t}) - (g_t + \varepsilon_{g,t})}{1 + (g_t + \varepsilon_{g,t})} d_{t-1}^c - (pb_t + \varepsilon_{pb,t}) + oadj_t \quad (02)$$

$$\varepsilon_t = (\varepsilon_{i,t}, \varepsilon_{g,t}, \varepsilon_{pb,t}) \sim N(0, \hat{\Sigma})$$

Bu birleşik dağılım kullanılarak, borç stoku/GSYH oranının 20 yıllık zaman dilimi içindeki gidişatına ilişkin 1 milyon simülasyon patikası elde edilmiştir.

Borç stokunun BET'lerden oluştuğu patikalar için ise BET'lerin i_t^{gdp} kadarlık bir (ex-post) getiri sağlayacağı varsayılmıştır (Denklem-3).

$$i_t^{gdp} = g_t + k + \theta_{gdp} \quad (03)$$

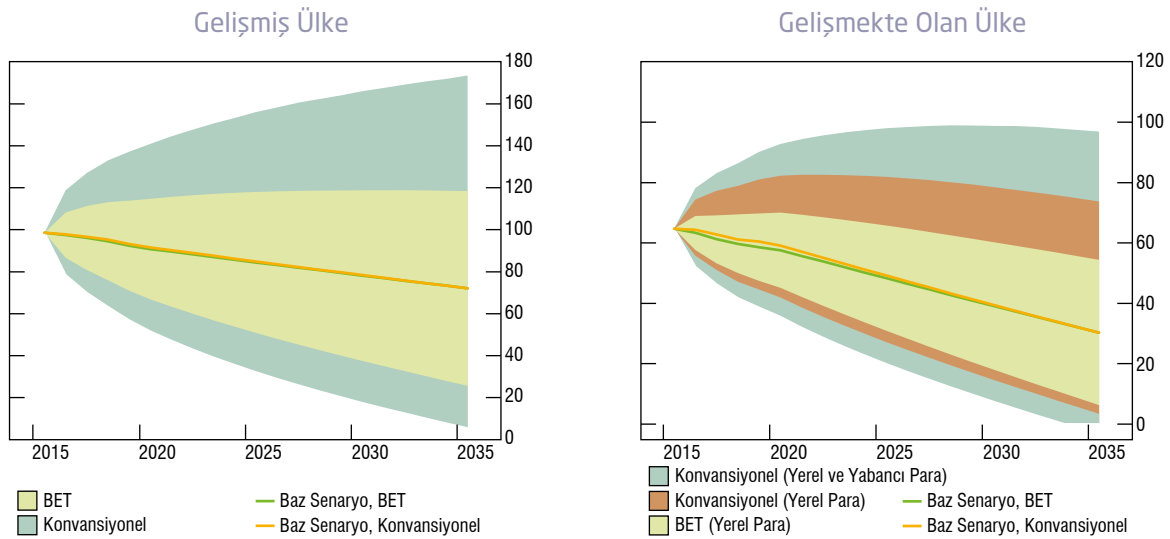
Burada, θ_t GSYH risk primini, k ise BET'in kuponunu ifade etmektedir. Denklem-3, birinci denkleme yerleştirildiğinde ise BET'lerden oluşan bir yapıya ilişkin denklik elde edilmiştir (Denklem-4).

$$\Delta d_t^{gdp} = \frac{k + \theta_{gdp}}{1 + g_t} d_{t-1}^{gdp} - pb_t + oadj_t \quad (04)$$

Hesaplamalarda θ_{gdp} sıfır alınmış, k ise 2035 yılı itibarıyla konvansiyonel borç enstrümanlarının kullanıldığı durumda ortaya çıkan baz senaryodaki oranı verecek düzeye eşitlenmiştir.

Çalışma, gelişmiş ve gelişmekte olan ülkeler için ayrı ayrı yapılmakta olup elde edilen simülasyon patikaları Grafik-29'da yer almaktadır.

Grafik 29 - Brüt Borç Stokunun Konvansiyonel Borçlanma Araçları veya BET'lerden Oluşması Halindeki Simülasyonu (%)



Notlar: Grafikler birleşik normal dağılım şoklarının 1., 50. ve 99. yüzdilik dilimine denk gelen borç stoku/GSYH patikalarını göstermektedir. Turuncu çizgi 50. yüzdilik dilimde konvansiyonel tahvillerden oluşan borcu, yeşil çizgi ise 50. yüzdilik dilimde BET'lerden oluşan borcu göstermektedir. Patikalar 2035 yılında aynı olacak şekilde tasarlanmıştır ve BET'lerin üzerindeki risk primi sıfır kabul edilmiştir. Yabancı para cinsinden borcun toplam içindeki payı yüzde 25'tir.

Kaynak: Benford vd. (2016)

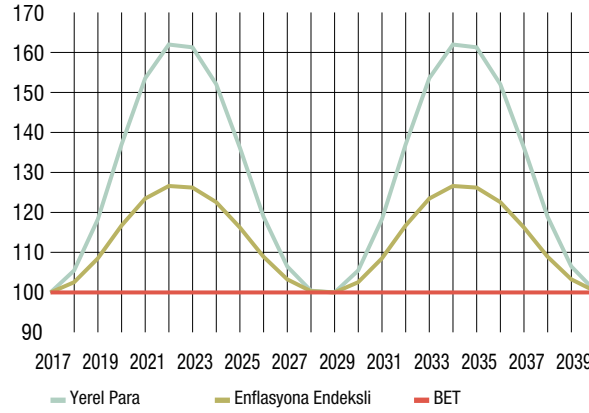
Grafiklerde görüldüğü üzere, gerek gelişmiş ülkeler gerekse gelişmekte olan ülkeler açısından değerlendirildiğinde BET'lerin kullanımı şok senaryolarının etkisini önemli ölçüde sınırlandırmaktadır. Cabrillac vd. (2017) ve IMF'de (2017b) benzer analizler yapmış ve aynı yönde sonuçlara ulaşmışlardır.

3.2. BET'lerin İhraççılar Açısından Faydaları

BET'in ihraç eden ülke için en büyük avantajı, anapara ve/veya faiz ödemelerinin büyümeye endekslenmesi sonucunda senedin geri ödemelerinin ülkenin borç ödeme kapasitesi ile eşleştirilmesidir. Kamu mali yönetimi açısından değerlendirildiğinde borç geri ödemelerinin ekonomik döngülerle paralel hareket etmesiyle, sahip olunan mali alan korunabilecek, borç göstergeleri daha istikrarlı bir yapıya kavuşacak ve borcun sürdürülebilirliğine katkı sağlanabilecektir. Bir başka deyişle, BET'ler düşük büyüme dönemlerinde harcamalar ve/veya düşük vergiler için mali alan yaratarak harcamaların (en çok ihtiyaç duyulduğu bir dönemde) daha istikrarlı seviyelerde tutulmasına katkı yapabilecektir (Ocampo, 2003). Böylece vergi artışları olmaksızın kamusal hizmetlerin kesintiye uğramadan sürdürülmesine katkıda bulunmaktadır. Benzer biçimde, yüksek

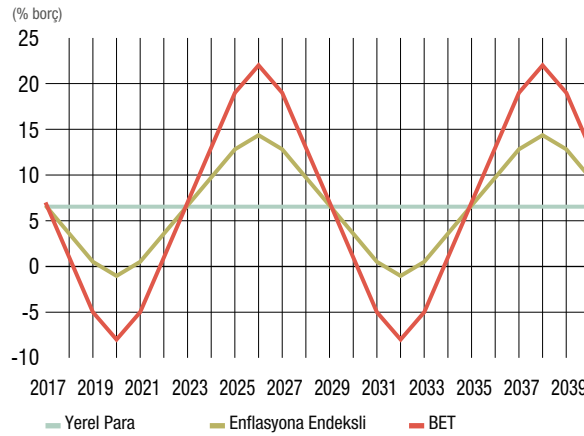
büyüme dönemlerinde harcamaların gereğinden fazla artırılmasını baskılayabilecektir. Ayrıca, düşük (ya da negatif) büyüme zamanlarında BET'ler borç servis oranını azaltarak borç krizlerinin önlenmesine ve temerrüt olasılığının azaltılmasına yardımcı olabilecektir. Borcun tamamının yerel para, enflasyona endeksli veya büyümeye endeksli tahvil olmasına göre borç stoku/GSYH oranı ve borç servisi/toplam borç oranlarının seyri Grafik-30 ve Grafik-31'de özetlenmektedir.

Grafik 30 - Kamu Borç Stoku/GSYH (%)



Kaynak: Cabrillac vd. (2017)

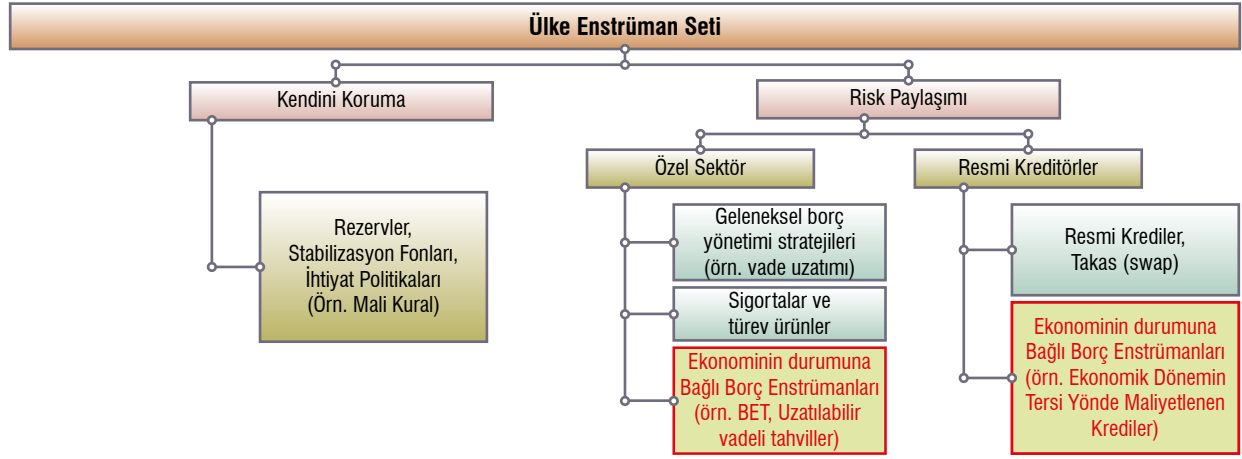
Grafik 31 - Toplam Finansman Maliyeti



Kaynak: Cabrillac vd. (2017)

Konuyu daha geniş bir perspektiften ele alan IMF'ye (2017a, 2017b) göre ise BET'ler ülkelerin politika alanlarını korumalarına yardımcı olacak yeni bir araç olabilecektir. Ülkeler hali hazırda ekonomik sıkıntılarla baş edebilmek amacıyla farklı stratejiler izlemekte ve nakit rezervleri, istikrar fonları, mali kurallar gibi çeşitli araçlar kullanmaktadır. Ayrıca, ekonomik sıkışıklık dönemlerinde resmi kreditorlerden de finansman sağlamak mümkün olmaktadır. Bunlara ilaveten konvansiyonel tahvillerin riskleri hem etkin borç yönetimi uygulamaları hem de türev ürünler vasıtasıyla yönetilebilmektedir (Grafik-32). Ancak tüm bu araçların yetersiz kalması ve verimli bir şekilde uygulanamama ihtimali bulunmaktadır. Resmi kreditorlerden beklenen finansmanın da zamanında gelmemesi halinde, borçların geri ödenmesinde önemli zorluklar ortaya çıkabilmektedir. Bu sayılan nedenlerle BET'lerin kullanımı ve yaygınlaşması ülkelerin politika alanlarını korumalarında kullanabilecekleri etkin bir aracın ortaya çıkmasına neden olması açısından büyük önem taşımaktadır. Söz konusu enstrümanlar emeklilik maaşı ödemelerinin büyüme oranlarına endekslediği (örn. İtalya, Paraguay) ülkelerde fon yöneticileri için riskin yönetimine katkı sağlayacak bir enstrüman rolü de görebilecektir. Bu durum, yatırımcı tabanının genişletilmesi açısından da katkı sağlayabilecektir.

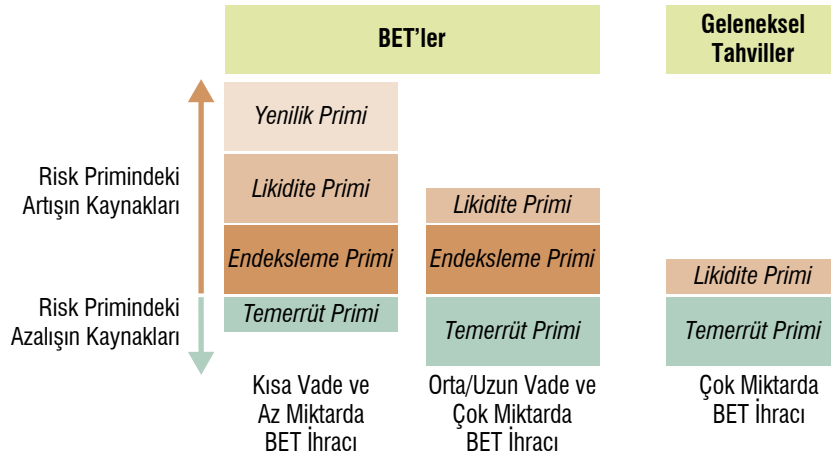
Grafik 32 - Ülkelerin Politika Alanlarının Korunmasına Yönelik Stratejiler



Kaynak: IMF (2017)

Cabrillac vd.ne (2017) göre konvansiyonel tahvillerle kıyaslandığında BET'ler ilk ihraç edildiğinde üzerlerinde taşıyacakları risk primi; *yenilik primi*, *likidite primi*, *endeksleme primi* ve *temerrüt priminin* toplamından ibaret olacaktır. Söz konusu ihraç, piyasaya yeni bir araç dahil olması nedeniyle konvansiyonel tahvillerin likidite primini artıracak olmakla birlikte, orta-uzun vadede BET ihraçlarının artmasına paralel olarak yenilik priminin sıfırlanacağı, likidite priminin azalacağı ve tüm tahvillerin temerrüt primini aşağı çekeceği değerlendirilmektedir (Grafik-33).

Grafik 33 - Bet'lerin İhracından Sonra Risk Priminin Değişimi



Not: Grafikteki oranlar ampirik tahminlere dayanmadığı için yalnızca gösterimseldir.

Kaynak: Cabrillac vd. (2017)

3.3. BET'lerin Yatırımcılar Açısından Faydaları

Yatırımcılar açısından BET'leri çekici kılan özelliklerin başında yukarıda bahsedildiği gibi hisse senetlerine benzer bir yapıda olmaları gelmektedir. Enstrümanların yatırımcının yükümlülükleriyle yüksek korelasyona sahip olması veya yatırımcının varlıklarıyla düşük (ya da negatif) korelasyona sahip olması da söz konusu enstrümanların çekiciliğini artırmaktadır.

Özellikle yabancı yatırımcılar varlıkları yada gelirleriyle düşük korelasyona sahip ülkelerin BET'lerine yatırım yaparak portföy çeşitlendirme kazancı sağlayabilecek ve böylece risk-getiri oranlarını (Sharpe rasyosu) daha yüksek bir seviyeye taşıyabileceklerdir. Yüksek büyüme potansiyeli olan ülkelerde yatırım yapmak isteyen yatırımcılar, hisse senetleri piyasasından daha düşük volatiliteye sahip ve ekonominin tümüne ilişkin gelişmeleri birebir yansıtan bir yatırım aracına sahip olacaklardır. Düşük büyüme oranına sahip ülkelerde ise BET'ler yatırımcılar tarafından riskten korunma aracı olarak da kullanılabilir. Ayrıca söz konusu senetlerin nominal gelire endekslenmesi halinde enflasyona ve devalüasyona karşı da kısmi koruma sağlayabilecektir.

Günümüzde finansal sistemdeki mevcut araçları kullanarak GSYH büyümesini replike eden nakit akışlarını gerçekleştirmek mümkün olmakla birlikte söz konusu araçlar kompleks türev ürün ve varlık sepetlerinin kullanımını gerektirmektedir. Dolayısıyla BET'ler bahsedilen karmaşık alternatife kıyasla yalın, alınıp-satılabilir, standart bir enstrüman olarak yatırımcılara sunulacak ve büyüme oranlarıyla eş yönde hareket eden yükümlülükleri bulunan yatırımcılar için doğal bir riskten korunma aracı olarak kullanılabilir.

4.BÜYÜMEYE ENDEKSİ TAHVİLLERE İLİŞKİN TEMEL SORUNLAR

Önceki bölümde bahsedilen faydaların hayata geçirilmesini sağlayacak en temel unsur yatırımcıların söz konusu enstrümanları ihraççıların kabul edebileceği bir fiyattan almaya razı olmalarıdır. Bu çerçevede, söz konusu dengenin sağlanması ve BET'lerin piyasada işlem gören bir enstrüman haline gelebilmesi için mevcut sıkıntıların çözüme kavuşturulması önem taşımaktadır.

BET'lere ilişkin temel sıkıntıların operasyonel zorluklar, fiyatlama problemleri ve yeni bir piyasa oluşturulması olduğu söylenebilir. İhraççıların BET'lere temkinli yaklaşmasına neden olan temel faktörler, ihraççının ödemesi gereken primin miktarı, bu primlerin fiyatlanmasına ilişkin zorluklar ve buna bağlı olarak yükselen maliyetlerdir. BET'lere ilişkin temel sorunları aşağıdaki başlıklar altında özetlemek mümkündür.

Fiyatlama ve Risk Primi

BET ihraç edecek olan ihraççıların endeksleme primi (model risk primi), likidite primi ve yeni bir enstrüman olması nedeniyle yenilik primi (novelty premium) ödemesi gerekecektir. Bir başka deyişle söz konusu faktörleri göz önünde bulunduran yatırımcılar BET'ler için daha fazla ek getiri talep edebileceklerdir.

Enstrümanların standardize edilmesi ve yasal altyapısının hazırlanması, söz konusu sorunları azaltabilecek olmakla birlikte tam olarak ortadan kaldırmayacaktır. Örneğin yenilik primi zamanla ortadan kalkabilecekken, likidite primi ve endeksleme primi zaman içinde azalacak ancak çok düşük seviyelere de gerilemeyecektir.

Mesaj Etkisi

İhraççılar açısından piyasalara verilebilecek olumsuz sinyaller de ihraçları engelleyen diğer bir sorun olarak gözükmektedir. Yatırımcılar söz konusu ihracı yapacak ülkelerin en kötü makroekonomik dinamiklere sahip olduğunu düşünerek, bu durumu maliyetlere yansıtabileceklerdir.

Ahlaki Tehlike

Yatırımcılar devletlerin bu riskleri bertaraf etmelerinin ardından riskleri azaltıcı politikalardan vazgeçebileceği ihtimalini (moral hazard) de olumsuz bir faktör olarak dile getirmişlerdir.

Verilere İlişkin Hususlar

GSYH revizyonları, büyüme verilerini açıklayan birimlerin güvenilirliği ve olası veri manipülasyonları (Griffith ve Sharma, 2006) da gündeme gelen diğer sorunlar arasında yer almaktadır. Teorik olarak böyle bir olasılık bulunmakla birlikte, rakamların aşağı çekilmesi ve/veya BET'ler nedeniyle büyüme hedeflerinin baskılanması çok gerçekçi değildir. Yine de, milli gelir ve deflatörün ölçümüne ilişkin sorunlar ve ilgili kurumlara olan güvensizlik yatırımcıların söz konusu enstrümanlardan kaçınmasına neden olabilecektir. Bu sebeple geriye dönük milli hasıla güncellemelerinin ve/veya hesap yöntemi değişikliklerinin borç ödemelerine nasıl yansıtılacağına net bir biçimde belirlenmesi söz konusu sıkıntıların çözülmesine önemli katkı sağlayabilecektir.

Riskin Aktarım Yeri

Değerlendirilmesi gereken önemli bir husus da BET'ler ile yatırımcılara aktarılan risklerin nerede son bulduğudur. Bu açıdan senetleri alan yatırımcıların yerli veya yabancı yatırımcı olması arasında risk yönetimi açısından önemli farklar bulunmaktadır. Keza yerel yatırımcılara satılacak olan BET'ler kamu finansmanına katkı yapmakla birlikte ülkenin bütünü açısından değerlendirildiğinde kayda değer bir avantaj sağlamayabilecektir. Zira bu durumda riskler kamudan özel sektöre aktarılmakta ve ülke genelinde net bir avantaj olup olmayacağı belirsizlik taşımaktadır. Hatta özel sektörün söz konusu risklerden çok olumsuz etkilenmesi halinde ortaya çıkan olumsuz tablonun yine kamuya yansması ihtimali dahi bulunmaktadır.

Geleneksel Tahvil Talebine Etkisi

Mevcut durumda uzak bir ihtimal olarak görünen ancak BET'lerin yaygınlaşması ve bunun geleneksel tahvilleri olumsuz etkileyerek olması durumunda (örneğin, BET'lerin aynı yatırımcı kitlesine satılması sonucu konvansiyonel tahvillerin miktarının azalması) konvansiyonel borçlanma araçlarının likiditesi etkilenebilecek ve likidite primi artabilecektir.

Olası İhraççıların ve Yatırımcıların Görüşleri

Konuya ilişkin olarak IMF'nin 20 gelişmiş ve 8 gelişmekte olan ülkenin borç yöneticileri ile varlık yöneticileri, yatırım bankacıları, hedge fonlar, bankalar, sigorta şirketleri, emeklilik fonları gibi yatırımcılar ile görüşerek hazırladığı değerlendirme anketi (IMF, 2017a) potansiyel ihraççıların ve yatırımcıların görüşlerini yansıtmaları açısından önemli bilgiler taşımaktadır. Ankette ortaya çıkan ana başlıklar şu şekilde özetlenebilir:

İhraççıların Görüşleri;

- Katılımcılardan hiçbirinin yakın gelecekte kendi portföyleri için ekonominin durumuna bağlı borç enstrümanı (EDBE)²⁸ ihraç etme planı bulunmamaktadır
- Bazı katılımcılar EDBE'nin potansiyel faydaları olduğunu ve nihayetinde bir EDBE piyasasının ortaya çıkmasının mümkün olduğunu ifade etmiştir
- Borç yönetimi birimleri enstrümanlara şüpheci yaklaşırken merkez bankaları konuya daha ılımlı yaklaşmıştır
- Piyasanın oluşmasındaki temel engeller doğal yatırımcı tabanının ve EDBE'nin taşıdığı potansiyel primin belirsizliği olarak belirtilmiştir.

Yatırımcıların Görüşleri;

- Yatırımcılar daha ziyade yukarı yönlü risklerle, yani iyi zamanlarda elde edebilecekleri yüksek getirilerle ilgilenmektedir
- Yatırımcılar genellikle fiyat ayarlamasının sürekli olacağı enstrümanları, ayarlamaların tek seferde olacağı enstrümanlara tercih etmektedir
- Yatırımcılar modelleme, verinin güvenilirliği, istatistiki şeffaflık, revizyonlar ve tanım değişiklikleri gibi hususlarda endişeleri olduğunu da ifade etmiştir
- Emeklilik fonları gibi bazı varlık yöneticileri yönetim ilkeleri gereği anapara değerinin korunmasız olduğu ya da negatif kupon ödeme ihtimali olan enstrümanlara yatırım yapamayacaklarını ifade etmişlerdir
- Yatırımcılar EDBE'nin yasal açıdan konvansiyonel borç enstrümanlarından öncelikli olmaması gerektiğini ifade etmişlerdir

Sonuçlar değerlendirildiğinde, ihraççıların senedin orta-uzun vadede sağlayabileceği yararları kabul ettiği ancak hiçbirinin yakın gelecekte böyle bir senet ihraç etmeyi planlamadığı ve çekimser bir duruş sergilediği görülmektedir. Yatırımcılar arasında ise bir fikir birliği bulunmamakla birlikte genel olarak iyi tasarlanmış, veri manipülasyonunun engellendiği ve yasal altyapının sağlam olacağı bir enstrümana destek veren bir yatırımcı kitlesinin bulunduğu görülmektedir.

5.TASARIM ALTERNATİFLERİ VE TEKNİK HUSUSLAR

Mevcut literatür incelendiğinde BET'lerin nominal GSYH, reel GSYH, ticaret partnerinin GSYH'si, finansal piyasa endeksleri, ihracat gibi çeşitli değişkenlere bağlı şekilde tasarlanabileceği görülmektedir.

Ödeme yapıları açısından da anaparanın endekslenmesi, kuponun endekslenmesi, anapara ve kuponun endekslenmesi, yerel/yabancı para, uzatılabilir vade, minimum/maksimum ödemeli, süresiz (perpetual) şeklinde tasarımların olası olduğu görülmektedir. Söz konusu çeşitliliğe rağmen yukarıda bahsedilen sıkıntıların çözümüne hizmet etmesi ve likiditeye katkı yapması açısından standart bir enstrümanın tasarlanması önem arz etmektedir.

Konuyu daha geniş bir perspektiften ele alan IMF, BET'lerin de içinde bulunduğu ekonominin durumuna bağlı (state-contingent) borç enstrümanları için 3 temel tasarıma odaklanılması gerektiğini öne sürmektedir (IMF, 2017b). Söz konusu tasarım seçenekleri Tablo-14'te yer almaktadır.

28 IMF konuya daha geniş bir perspektiften yaklaşmakta bu nedenle BET'lerin yanı sıra afet tahvilleri, hammadde fiyatlarına endeksli tahviller gibi enstrümanları da içeren ekonominin durumunda bağlı borç enstrümanı tanımını kullanmaktadır.

Tablo 14 - Ekonominin Durumuna Bağlı Borç Enstrümanı Alternatifleri

Gösterge/ Özellikler	(i) GSYH'ye Bağlı	(ii) Değişken Kuponlu	(iii) Uzatılabilir
Para Birimi	Yerel para	Yerel ya da yabancı para	Yerel ya da yabancı para
Durum değişkeni/tetikleyici değişken örneği	Nominal GSYH seviyesi, hammadde fiyat endeksi	Reel büyüme oranı, hammadde fiyat değişimi, ya da ticaret partnerinin reel GSYH büyümesi gibi bir gösterge değişken	Dış talepte, hammadde fiyatlarında, mal ihracatında, finansal piyasa endekslerindeki büyük değişimlere ya da doğal afet gibi olaylara bağlı tetikleyici değişkenler
Uyarılma Mekanizması	Anapara GSYH'ye endeksli, kupon ise anaparanın belli bir oranı olarak değişmektedir. Daha geniş bir yatırımcı kitlesine ulaşmak amacıyla anapara için belli bir alt sınır getirilebilir	Kupon GSYH'nin büyümesine endeksli ancak sıfırın altına düşmemektedir. Anapara sabittir. Kupon büyük değişimler gösterebilir ancak bunun için belli bir üst sınır getirilebilir	Önceden belirlenen koşullar çerçevesinde anapara ödemesi 1-3 yıl kadar ötelenebilir. Bunun gerçekleşmesi halinde kuponlar da artırılabilir
Vade	> = 5 yıl	> = 5 yıl	Tetikleyici süre ve ötelem periyoduna bağlı olarak değişmektedir
Ana Amaç	Borç stoku/GSYH oranını iktisadi dönem boyunca ve en uç senaryoların yaşanması halinde bile stabil tutmaktadır. Ekonomik döngünün tersine çevrilmesini sağlayabilecek politikaları desteklemekte ve temerrüt riskini azaltmaktadır.	Daralma dönemlerinde borç servisini rahatlatmaktadır. Ancak anapara sabit olduğu için stabil bir borç stoku/GSYH oranı sağlayamamaktadır.	Sıkıntılı dönemlerde önemli likidite desteği sağlamaktadır. Borcun seviyesi üzerinde doğrudan bir etkisi bulunmamaktadır.
Hedef İhraççılar	Öncelikli olarak gelişmiş ekonomiler ve iyi işleyen yerel piyasaları olan gelişmekte olan ülkeler	Başta sermaye piyasalarına erişim sıkıntısı çeken gelişmekte olan ülkeler olmak üzere tüm ülkeler	Sermaye piyasalarına erişim sıkıntısı çeken gelişmekte olan ülkeler, doğal afetlere açık ülkeler, hammadde ihracatçıları
Hedef Yatırımcılar	Yerel emeklilik fonları ve uzun vadeli yatırımcılar, yabancı yatırımcılar	Yüksek getiri arayan yabancı yatırımcılar	Likidite riski az olan yatırımcılar, getiri ve çeşitlendirme kazancı arayan yatırımcılar, sigorta ve reasürans şirketleri

Kaynak : IMF, 2017b

Tablo-14'te görüldüğü üzere "GSYH'ye Bağlı" (linker) olarak adlandırılacak birinci seçenek, anapara ve kupon ödemelerinin nominal GSYH'nin seviyesine bağlı olduğu bir yapıyı işaret etmektedir. Bu açıdan, anapara ve faiz ödemeleri enflasyona endeksli senetlerde olduğu gibi doğrudan ilgili değişkenin seviyesine göre değişmektedir. Bu haliyle tahvil ekonominin tümünün ekonomik performansını yansıtan bir hisse senedine benzer bir yapıya sahip olacaktır.

Tabloda yer alan ve "Değişken Kuponlu" (floater) olarak adlandırabileceğimiz ikinci seçenekte ise anapara sabit kalmakta, yalnızca kuponlar GSYH değişimine göre hareket etmektedir. Buna örnek olarak Borensztein'in ve Mauro'nun (2004) yalnızca kuponların reel büyümeye endekslediği senet tasarımı gösterilmektedir.

Tablodaki üçüncü seçenek olan "Uzatılabilir" senetler ise belli bir olayın gerçekleşmesi (örneğin hammadde fiyatlarının aniden düşmesi, doğal afet vb.) halinde senedin vadesinin otomatik olarak uzadığı bir yapıyı işaret etmektedir. Ancak bu senetler GSYH dışındaki faktörlerin etkisinin bertaraf edilmesine yönelik olduğu için bu çalışma çerçevesinde ele alınmayacaktır.

Senet tasarımlarına yönelik olarak Cabrillac vd. (2017) ise ülke risklerini en iyi bertaraf edebilecek alternatifin;

- anaparanın nominal GSYH'ye endekslediği
- faiz harcamalarının anaparanın endekslenmesi yoluyla GSYH'deki değişime bağlı olarak değişeceği
- faiz oranının sabit ya da değişken ancak doğrudan GSYH'ye endekli olmadığı, yerel para cinsinden tasarlanacak bir senet olacağını belirtmektedir.

Benford vd.(2016) fiyatlamasının yanı sıra önceki bölümlerde bahsedilen diğer teknik sıkıntılara ilişkin olarak İngiliz Merkez Bankası liderliğinde finansal piyasa katılımcıları, avukatlar, politika yapımcılar, ülkelerin hazine ve maliye bakanlığı yetkilileri ve akademisyenlerden oluşan bir grubun BET'lere ilişkin bir prospektüs (London Term-Sheet) üzerinde çalıştığını ifade etmektedir. Söz konusu çalışmalar 2015 yılında başlamış olup prospektüsün son hali ise Eylül 2016'da yayınlanmıştır. Bu dokümanda, Schiller'te (1993) önerildiği şekilde senet tasarlanırken anaparanın yanı sıra kuponların da GSYH'ye endekslediği bir tasarımın baz alındığı ifade edilmektedir. Prospektüste ayrıca anapara ve faiz ödemelerinin hesaplanmasına ilişkin detaylar, GSYH gecikme dönemleri, GSYH revizyonu halinde yapılacak hesaplamalar, temerrüt durumları, yasal öncelik gibi hususlara açıklık getirilmekte ve tüm bu hususlar açık bir şekilde dokümente edilmektedir.

Bunlara ilaveten, senetlerin geri ödemelerinin GSYH'nin gidişatına göre simetrik bir ödeme yapısına sahip olması borcun sürdürülebilirliğine katkı sağlaması ve risk paylaşımı açısından önemli bir faktör olmakla birlikte bazı büyük yatırımcıların yasal zorunluluklar nedeniyle negatif getiri sağlayacak enstrümanlara yatırım yapması mümkün olmamaktadır. Bu çerçevede, yatırımcılar için daha cazip bir hale getirebilmek adına BET'leri büyümenin belli bir eşik değerin üstüne çıktığında daha fazla getiri sağlayacak, eşik değerinin altına düştüğünde ise minimum bir getiri alınmasını garanti edecek biçimde tasarlamak mümkün olabilecektir. Böylece, her ne kadar ödeme yapısı bir miktar asimetrik hale gelecektir de, söz konusu enstrümanların piyasaya ihracı kolaylaştırılacak ve zaman içerisinde daha etkin bir yapıya geçilmesine zemin hazırlanabilecektir. Bunun için hedefteki yatırımcı kitlesinin iyi analiz edilmesi ve tasarımın ona göre şekillendirilmesi uygun olacaktır.

6.SONUÇ VE DEĞERLENDİRME

BET'ler borç servisinin maliyetinin ve büyüklüğünün ekonomik gelişmelere göre hareket etmesini sağlayabilecektir. Böylece, borç servisi ekonomik genişleme ve daralma dönemlerine paralel hareket ederek borcun çevrilmesine ilişkin kaygıları azaltıcı yönde etki yapacaktır.

Dünya uygulamalarına bakıldığında söz konusu senet ihraçlarının yalnızca borç yeniden yapılandırılmaları (örn: Arjantin, Bosna Hersek, Bulgaristan, Kosta Rika) esnasında yapıldığı görülmektedir. Diğer taraftan şu ana kadar hiçbir gelişmiş ülke söz konusu tahvillerden ihraç etmemiştir. Gelişmiş ülkelerin ihraç yapmamış olmasının ardındaki temel nedenin, hâlihazırda mali istikrar sağlamış ülkelerin büyüme dönemlerinde yüksek faiz ödemeye razı olmamaları düşünülmektedir.

BET'lerin etkin bir şekilde kullanılabilmesi, söz konusu senetlerin vadesinin ekonomideki daralma ve genişleme dönemlerini kapsayacak kadar uzun olmasını gerektirmektedir. Öte yandan vadelerin uzaması, ortaya çıkardığı belirsizlik nedeniyle senetlerin fiyatlamasının da zorlaşmasına neden olmaktadır. Dolayısıyla senetlerin vadesinin bu iki unsuru dengeleyecek şekilde belirlenmesi gerekmektedir.

BET'lerin temel kullanım alanları değerlendirildiğinde borcun sürdürülebilirliğine ilişkin problemleri olan ve böyle bir sorunu olmayan ülkeler tarafından yapılacak ihraçların önemli farklara sahip olacağı görülmektedir. Borcun sürdürülebilirliğinin sorgulandığı ülkelerin söz konusu ihraçları gerçekleştirmesi durumunda yüksek risk primleri ödemeleri oldukça olası görünmektedir. Zira yatırımcılar, ihraççının zor koşullarda olduğunu ve temel amacının riskini azaltmak olduğunu bildiğinden yüksek bir getiri talep edebilecektir. Borç yöneticilerinin her ne kadar kısa vadeye odaklanmaması ve yalnızca kısa vadeli maliyetleri göz önünde bulundurmaması gerekse de, ortaya çıkabilecek olumsuz mesaj etkisiyle birlikte değerlendirildiğinde söz konusu yüksek maliyete katlanılarak ihraç, borcun sürdürülebilirliğinin sorgulandığı bir ülke tarafından gerçekleştirilmesi uzak bir ihtimal olarak görünmektedir.

Borcun sürdürülebilirliğinin bir sorun olmadığı ülkelerde ise söz konusu enstrümanlar yatırımcı tabanının genişletilmesi ya da mevcut enstrüman setinin çeşitlendirilmesine yönelik olarak kullanılabilir. BET'lerin yeni bir enstrüman olarak mevcut yatırımcı kitlesine sunulması durumunda, borç ödemeleri ekonomik döngülerle paralel hareket edecek bir yapıya kavuşacak olmasına karşın, yatırımcılar tarafından alınacak bu riskin ek maliyet olarak ihraççıya yansımaya ve geleneksel tahvillerin talebini azaltarak söz konusu

senetlerin likiditesinin olumsuz etkilenmesine neden olabilecektir. Bu nedenle söz konusu ek maliyetlere katlanılarak borcun daha güvenli bir yapıya kavuşturulması, borcun sürdürülebilirliğinin bir sorun olmadığı ülkelerdeki risk yöneticileri açısından elzem bulunmayabilecektir.

Diğer taraftan, söz konusu enstrümanların yapısı hisse senetlerine benzemektedir. Dolayısıyla hisse senetlerine yatırım yapan yatırımcıların yukarıda bahsedilen ek maliyetleri talep etmeden söz konusu senetlere ilgi göstermesi mümkün olabilecektir. Keza IMF anketinden anlaşıldığı üzere teknik sorunların halledilmesi halinde, hisse senetleri endekslerine yatırım yapan yatırımcılar söz konusu enstrümana ilgi gösterebilecektir. Zira bu enstrümanlar yatırımcıların almış olduğu riskin dağıtılmasını ya da daha yüksek risk-getiri portföylerinin elde edilmesini sağlayacaktır.

BET'lere ilişkin mevcut operasyonel sorunların teknik çalışmalarla önemli ölçüde aşılabileceği düşünülmektedir. Yine de fiyatlamaya ilişkin zorluklar hala en önemli sıkıntıların başında gelmektedir. Bu noktada fiyatlaması en kolay BET'lerin kuponları milli gelire endeksli ve anapara tutarı 100 olan alternatif olabileceği değerlendirilmekle birlikte senetler tasarlanırken dikkate alınması gereken en temel husus hedef yatırımcı kitlesinin tercihleridir.

Sonuç olarak, nihai riskin konuşlandırılması anlamında yerli ve yabancı yatırımcılar arasındaki farklar gözetildiğinde, hisse senedi piyasalarına yatırım yapmayı tercih eden yabancı yatırımcılara, yabancı kalkınma bankalarına ya da doğrudan GSYH büyümesine duyarlı yükümlülükleri olan yatırımcılara BET ihraç edilmesi ülkeler açısından potansiyel faydaların maksimize edilmesine hizmet edebilecektir. Buna ilaveten, yeterli talebin sağlanabilmesi için söz konusu senetlerin ihracının büyümeye ilişkin beklentilerin olumlu olduğu dönemlerde yapılması kolaylık sağlayabilecektir. Böyle bir durumda ise senetlerin vadeleri boyunca yüksek büyüme elde edilmesi halinde, politika yapıcıların yüksek faiz ödemelerini izah etmeleri siyasi açıdan baskı yaratabilecektir. Uluslararası kuruluşlar ve bölgesel kalkınma bankaları da BET piyasasının geliştirilmesinde önemli rol oynayabilecek ve piyasa likiditesinin artırılmasına katkıda bulunabilecektir. Uluslararası kredi kuruluşları, ülkelere finansman sağlarken BET benzeri yapıları kullanabilecek, böylece sağlamış olduğu finansmanı ülkelerin borç ödeme kapasitelerine göre geri alarak ülkenin borç sürdürülebilirliğine önemli katkıda bulunabileceklerdir. Uluslararası kuruluşların da destek vermesi ve/veya aracılık etmesiyle temel göstergeleri sağlam gelişmekte olan ülkeler tarafından yapılacak olası bir BET ihracının, dünyada bir ilk niteliği taşıyacak olması sebebiyle ilgi çekebileceği değerlendirilmektedir.

Kaynakça:

1. Barr, D., Bush, O., and Pienkowski, A., 2014, "GDP-Linked Bonds and Sovereign Default," Bank of England Working Paper No. 484.
2. Benford, J., Best, T., and Joy, M., 2016, "Sovereign GDP-Linked Bonds," Bank of England Financial Stability Paper No. 39, (Eylül 2016).
3. Borensztein E., Mauro P., "The case for GDP-indexed bonds", Center for Economic Policy Research, Nisan 2004.
4. Bowman, J., and Naylor, P., 2016, "GDP-Linked Bonds," Reserve Bank of Australia Bulletin, (Eylül 2016).
5. Brooke, M., Mendes, R., Pienkowski, A., and Santor, E., 2013, "Sovereign Default and State-Contingent Debt," Bank of England Financial Stability Paper No 27.
6. Cabrillac, B., Gauvin, L., Gossé, J.B., 2017, "GDP-Indexed Bonds: What are The Benefits for Issuing Countries, Investors and International Financial Stability?" Quarterly Selection of Articles Banque de France No. 44 (Winter 2016–17).
7. Deutsche Bundesbank, 2016, "Approaches to Resolving Sovereign Debt Crises in the Euro Area," Monthly Report, (Temmuz 2016).
8. Griffith-Jones S., Sharma K., "GDP-Indexed Bonds: Making It Happen", DESA Working Paper No 21, Nisan 2006.
9. International Monetary Fund, 2017a, "Staff Note for the G20: State-Contingent Debt Instruments for Sovereigns" (Washington).
10. International Monetary Fund, 2017b, "State-Contingent Debt Instruments for Sovereigns" (Washington).
11. Ocampo J.A., "Capital account and counter-cyclical prudential regulations in developing countries", UNU-WIDER Studies in Development Economics and Policy Series, 2003

YATIRIMCILAR
İÇİN BİLGİLER



DEVLET BORÇLANMA SENETLERİ

1. Devlet İç Borçlanma Senetleri

Devlet İç Borçlanma Senedi (DİBS) T.C. Başbakanlık Hazine Müsteşarlığınca ihraç edilen Hazine Bonoları ve Devlet Tahvillerinin ortak adıdır. DİBS'lerin ihraçlarına ilişkin bilgilere, senet türlerine ilişkin kılavuz ve sıkça sorulan sorulara Müsteşarlık internet sayfası üzerinden (www.hazine.gov.tr > Kamu Finansmanı > Yatırımcılar İçin Bilgiler) ulaşılabilmektedir.

2. Kira Sertifikaları

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. İhraç edilen senetlere ilişkin yatırımcı kılavuzu www.hazine.gov.tr adresinde, "Kamu Finansmanı > Yatırımcılar İçin Bilgiler" bağlantısında yer almaktadır.

3. Uluslararası Tahviller

Hazine Müsteşarlığı tarafından 1988 yılından bu yana bütçe finansmanı amacıyla uluslararası sermaye piyasalarında ihraç edilen tahvillerdir. Söz konusu tahvillerin ihracına ilişkin bilgiler Müsteşarlık internet sitesi üzerinden basın duyuruları ile yapılmaktadır.

DİBS İHALELERİNE KATILIM ESASLARI

Devlet İç Borçlanma Senetleri İhalelerine Katılım esasları Hazine Müsteşarlığınca gerçekleştirilen DİBS ihalelerine ilişkin esasları düzenlemekte ayrıca ihalelere katılım teklif formu yer almaktadır. Bu dokümana Müsteşarlık internet sitesi "Kamu Finansmanı > Yatırımcılar İçin Bilgiler" bağlantısından ulaşılabilmektedir.

DİBS GERİ ALIM İHALELERİNE KATILIM ESASLARI

Borç ödemelerinin dönemler arası dengeli dağılmasının sağlanması, ödemeler esnasında gerekli nakit ya da finansman elde edilememesi riski olarak tanımlanan "likidite riski"nin kontrol altına alınması ve ikincil piyasada fiyat etkinliğinin artırılması amaçlarıyla iç piyasalarda geri alım ihaleleri gerçekleştirilebilmektedir. Geri alım ihaleleri ile senetler vadesinden önce Hazine tarafından erken itfa edilerek karşılığında yatırımcılara nakit ödeme yapılmaktadır.

Devlet İç Borçlanma Senetlerinin Geri Alımına İlişkin Usul ve Esaslar Müsteşarlık internet sitesi "Kamu Finansmanı > Yatırımcılar İçin Bilgiler" bağlantısından ulaşılabilmektedir.

HAZİNECE İHRAÇ EDİLEN SENETLERİN VERGİLENDİRİLMESİ²⁹:

01.01.2006 tarihinden itibaren ihraç edilen Devlet İç Borçlanma Senetlerinden (DİBS) elde edilen faiz gelirleri ve alım satım kazançları üzerinden yapılmakta olan yüzde 15'lik tevkifat oranı, 27.9.2010 tarih ve 2010/926 sayılı Bakanlar Kurulu Kararı uyarınca 1.10.2010 tarihinden geçerli olmak üzere tam ve dar mükellef gerçek kişiler için yüzde 10 olarak belirlenmiştir. Söz konusu tevkifat oranı, Kanun'da sayılmış tam ve dar mükellef sermaye şirketleri için yüzde 0 iken diğer mükellefler için yüzde 10 olarak uygulanmaktadır.

Yurt dışında ihraç edilen menkul kıymetlerden (Eurobond) elde edilen faiz gelirleri ve alım satım kazançları ihraç tarihi ne olursa olsun Geçici 67'nci madde kapsamında tevkifat uygulaması dışında olduğundan, eurobond faiz gelirleri 2015 yılına ilişkin beyan haddinin aşılması halinde beyan edilmektedir. Alım-satım kazancı ise maliyet bedeli endekslemesi ve istisna uygulaması sonucu kalan tutar ne olursa olsun beyan edilmektedir. Dar mükellefler içinse, Eurobondlardan elde edilen gelirler beyannameye tabi değildir.

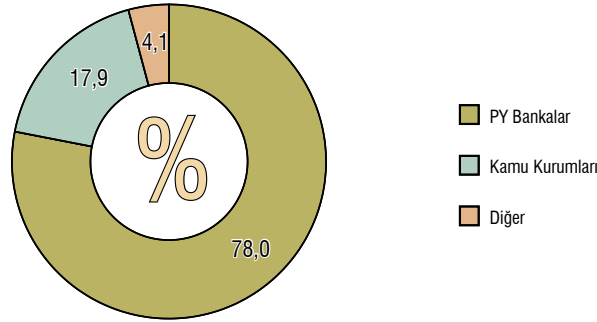
²⁹ Devlet İç Borçlanma Senetlerinin Vergilendirilmesine ilişkin bilgiler, Gelir İdaresi Başkanlığı'na yayımlanan "G.V.K. Geçici 67'inci Madde Uygulaması ile İlgili Olarak Gerçek Kişilere Yönelik Vergi Rehberi (2015)"nden hazırlanmıştır.

PİYASA YAPICILIĞI SİSTEMİ

Piyasa Yapıcılığı Sistemi kamu borçlanma senetleri birincil ve ikincil piyasasının sağlanan belli hak ve yükümlülükler çerçevesinde düzenlenmesine yönelik olarak, borç çevirme (roll-over) riskinin azaltılması, yatırımcı tabanının geliştirilmesi, şeffaf, rekabetçi ve daha organize bir piyasa oluşturulması amaçları ile kurulan bir sistemdir. Piyasa Yapıcı bankaların seçilmesine ilişkin belirlenen kriterler, piyasa yapıcı olarak seçilen bankalar ve bankalara sağlanan haklar ve yükümlülükleri içeren "Piyasa Yapıcılığı Sözleşmesi"ne www.hazine.gov.tr adresi altında yer alan duyurular ve "Kamu Finansmanı > Yatırımcılar İçin Bilgiler" bölümündeki "Piyasa Yapıcılığı Sistemi" başlığından ulaşılabilmektedir.

2016 yılında birincil piyasadan yapılan prim dahil toplam nakit finansmanın yüzde 78'ini Piyasa Yapıcı Bankalar karşılamıştır.

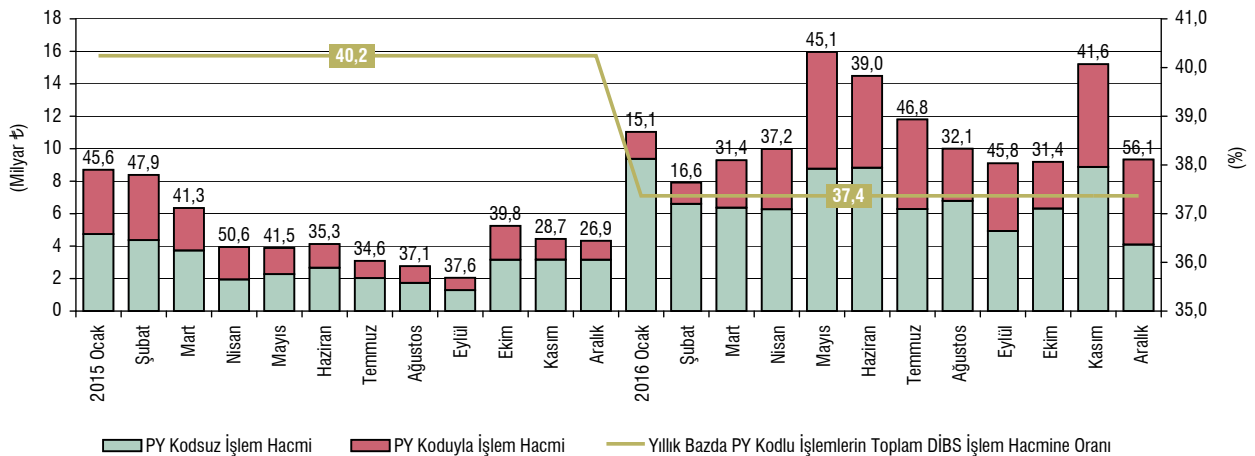
Grafik 34 - 2016 Yılı Birincil Piyasada Satılan DİBS'lerin Yatırımcı Dağılımı (%)



Diğer taraftan, Piyasa Yapıcılığı Sözleşmesine göre, ikincil piyasaya derinlik kazandırmak ve işlem hacmini artırmak amacıyla piyasa yapıcı bankalar değişik vadelerde seçilmiş 9 ölçüt senetten kendi seçtikleri 6 senet için PY (piyasa yapıcı) koduyla sürekli alım-satım kotasyonu vermek zorundadırlar. Bu kapsamda, 2016 yılında BIST (Borsa İstanbul) bünyesindeki borçlanma araçları piyasasında; PY koduyla gerçekleştirilen işlemlerin hacminin ölçüt senetlerin toplam işlem hacminin içerisindeki payı yüzde 37,4 iken tek taraflı DİBS işlem hacminin yüzde 15'i PY koduyla gerçekleştirilmiştir.

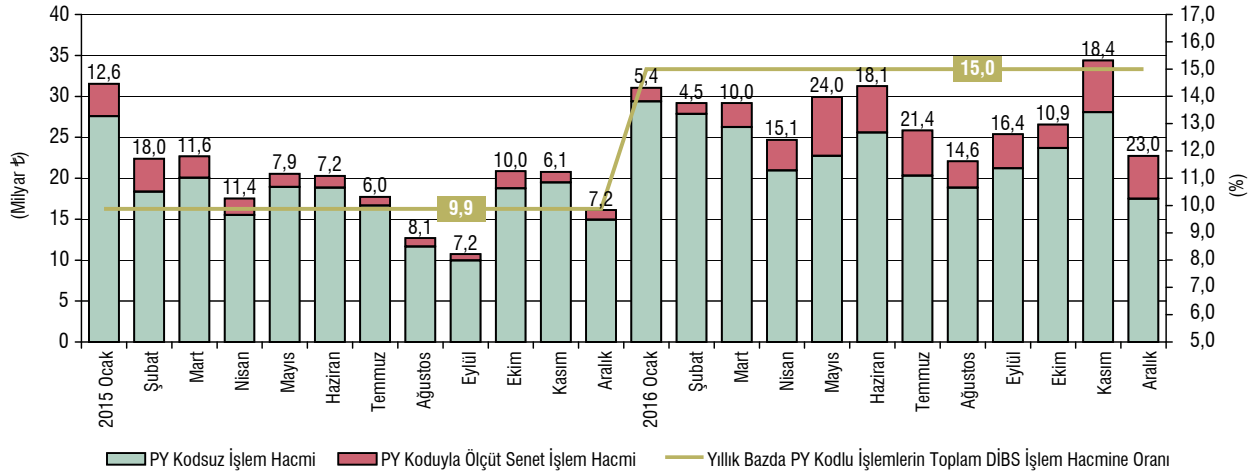
Ayrıca 2016 yılında yaz saati uygulaması düzenlemesi kapsamında yurtdışı ile olan saat farkındaki artışın etkilerinin hafifletilmesi amacıyla kotasyon verme saatleri tekrar düzenlenmiştir.

Grafik 35 - 2015 - 2016 Yıllarında Ölçüt Senetlerin İşlem Hacmi İçerisinde PY Kodlu İşlem Hacminin Payı (Milyar ₺, %)



Kaynak: BİAŞ

Grafik 36 - Piyasa Yapıcılığı Kapsamında Ölçüt Senet Olarak Belirlenen DİBS'lerin Toplam İşlem Hacmi İçerisindeki Payı (Milyar ₺)



Kaynak: BİAŞ

2016 yılı başında Piyasa Yapıcılığı Sözleşmesinde yapılan değişiklik ile kotasyon verilen ölçüt senetlerin alım satım fiyatları arasındaki fark azaltılmış olup söz konusu değişikliğin, ölçüt senetlerin toplam işlem hacmi içerisindeki payını olumlu etkilediği değerlendirilmektedir

2016 yılı Piyasa Yapıcılığı döneminde Piyasa Yapıcı olan 13 banka:

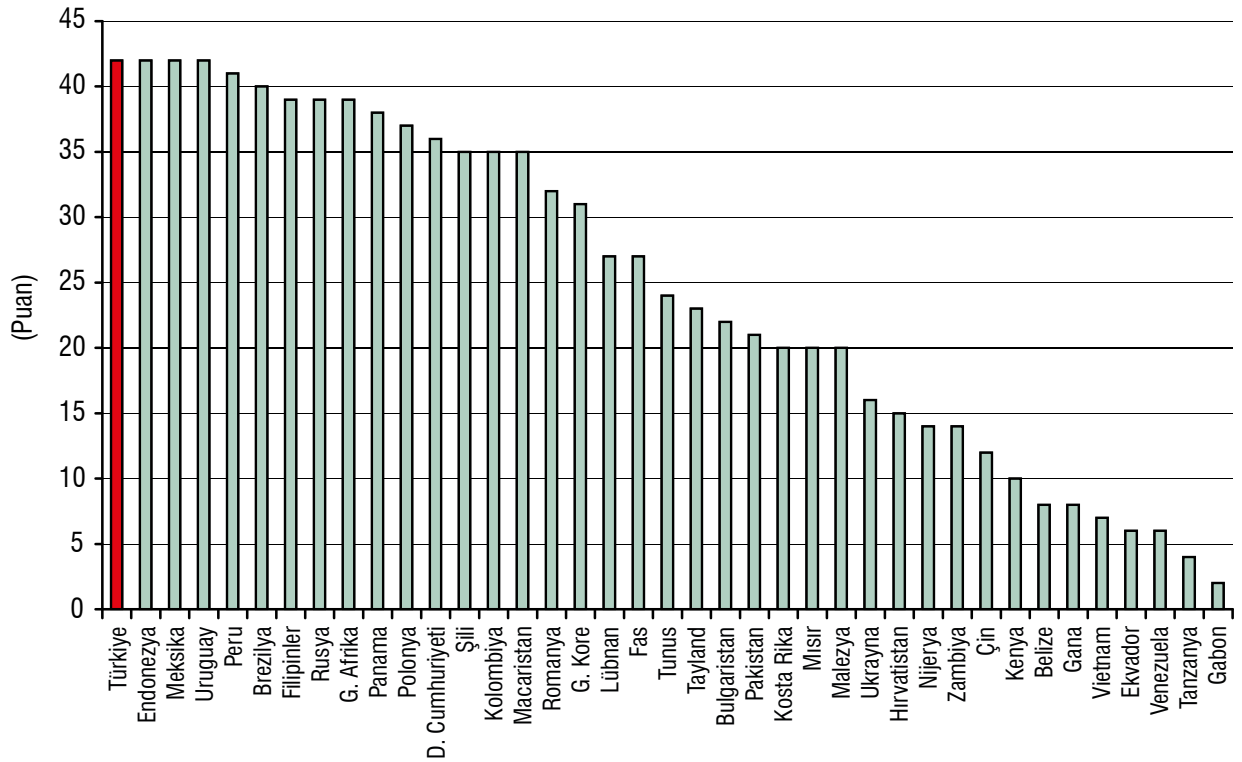
1. Akbank T.A.Ş.
2. Denizbank A.Ş.
3. Deutsche Bank A.Ş.
4. Finansbank A.Ş.
5. HSBC Bank A.Ş.
6. ING Bank A.Ş.
7. T. Ekonomi Bankası A.Ş.
8. T. Garanti Bankası A.Ş.
9. T. İş Bankası A.Ş.
10. T. Vakıflar Bankası T.A.O.
11. T. Halk Bankası A.Ş.
12. TC. Ziraat Bankası A.Ş.
13. Yapı ve Kredi Bankası A.Ş.

YATIRIMCI İLİŞKİLERİ OFİSİ

Yatırımcı İlişkileri Ofisi, yerli ve yabancı yatırımcılara ülkemiz ekonomisine ilişkin ilk elden veri ve bilgilerin sunulması amacıyla oluşturulmuş olup internet sayfasına <http://www.treasury.gov.tr/link/iro> adresinden ulaşılabilir.

Yatırımcı ilişkilerinin geliştirilmesi faaliyetleri, daha sağlıklı finansal piyasalar oluşturulmasının temel şartlarından biridir. Bu doğrultuda Uluslararası Finans Enstitüsü (IIF), sermaye piyasalarında aktif olan 39 gelişmekte olan ülkenin yatırımcı ilişkileri programını, yayımladığı bir raporla periyodik olarak değerlendirmektedir. Son sayısı 2016 Ekim ayında yayımlanan söz konusu raporda, ülkemiz Yatırımcı İlişkileri Ofisi uygulamaları, yatırımcı ilişkileri ve veri şeffaflığı uygulamaları kategorisinde 42 tam puan ve veri dağıtım uygulamaları kategorisinde 44 tam puan alarak her iki kategoride de ilk sırada yer almıştır.

Grafik 37 - Yatırımcı İlişkileri ve Veri Şeffaflığı Uygulamaları Sıralaması (IIF - Ekim 2016)



ÖZET İSTATİSTİKLER



Hazine Müsteşarlığı tarafından mali varlık-yükümlük yönetimi kapsamında gerçekleştirilen tüm işlemler, ilgili muhasebe birimleri tarafından muhasebeleştirilmekte ve bu işlemlerin sonuçları istatistik birimlerince periyodik olarak kamuoyunun bilgisine sunulmaktadır. Bu çerçevede, aylık olarak yayımlanan kamu borç yönetimi raporları, aylık-çeyreklik-yıllık istatistikler ve çeşitli sunumlar Müsteşarlığımız kurumsal web sitesinde paylaşılmaktadır. Bahsedilen tüm bu bilgilere www.hazine.gov.tr adresinden ulaşım sağlanabilmekte olup raporun bu bölümünde bazı temel istatistiklere yer verilmektedir.

MERKEZİ YÖNETİM BORÇ STOKU DÖVİZ - FAİZ YAPISI ⁽¹⁾

		2013			2014			2015			2016		
		Milyar ₺	Milyar ABD Doları	%	Milyar ₺	Milyar ABD Doları	%	Milyar ₺	Milyar ABD Doları	%	Milyar ₺	Milyar ABD Doları	%
FAİZ YAPISI	TOPLAM BORÇ STOKU	586,2	274,2	100,0	612,5	263,7	100,0	678,2	232,8	100,0	759,7	215,5	100,0
	Sabit	360,5	168,6	61,5	399,6	172,0	65,2	458,6	157,4	67,6	530,4	150,4	69,8
	Değişken	129,5	60,6	22,1	112,0	48,2	18,3	120,2	41,3	17,7	122,4	34,7	16,1
	TÜFE'ye endeksli	96,2	45,0	16,4	100,9	43,4	16,5	99,4	34,1	14,7	106,8	30,3	14,1
	TL	403,0	188,5	100,0	414,6	178,5	100,0	440,1	151,1	100,0	468,6	132,9	100,0
	Sabit	212,0	99,2	52,6	234,9	101,1	56,6	256,4	88,0	58,3	278,9	79,1	59,5
	Değişken	94,8	44,3	23,5	78,9	34,0	19,0	84,3	28,9	19,1	82,9	23,5	17,7
	- TÜFE'ye endeksli	96,2	45,0	23,9	100,9	43,4	24,3	99,4	34,1	22,6	106,8	30,3	22,8
	Döviz	183,2	85,7	100,0	197,9	85,2	100,0	238,1	81,7	100,0	291,0	82,5	100,0
	Sabit	148,5	69,4	81,0	164,7	70,9	83,2	202,2	69,4	84,9	251,5	71,3	86,4
	Değişken	34,7	16,2	19,0	33,2	14,3	16,8	35,9	12,3	15,1	39,5	11,2	13,6
	İç Borç Stoku	403,0	188,5	100,0	414,6	178,5	100,0	440,1	151,1	100,0	468,6	132,9	100,0
	Sabit	212,0	99,2	52,6	234,9	101,1	56,6	256,4	88,0	58,3	278,9	79,1	59,5
	Değişken	94,8	44,3	23,5	78,9	34,0	19,0	84,3	28,9	19,1	82,9	23,5	17,7
	TÜFE'ye endeksli	96,2	45,0	23,9	100,9	43,4	24,3	99,4	34,1	22,6	106,8	30,3	22,8
	TL	403,0	188,5	100,0	414,6	178,5	100,0	440,1	151,1	100,0	468,6	132,9	100,0
	Sabit	212,0	99,2	52,6	234,9	101,1	56,6	256,4	88,0	58,3	278,9	79,1	59,5
	Değişken	94,8	44,3	23,5	78,9	34,0	19,0	84,3	28,9	19,1	82,9	23,5	17,7
	- TÜFE'ye endeksli	96,2	45,0	23,9	100,9	43,4	24,3	99,4	34,1	22,6	106,8	30,3	22,8
	Döviz	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
	Sabit	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
	Değişken	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
	Dış Borç Stoku ⁽²⁾	183,2	85,7	100,0	197,9	85,2	100,0	238,1	81,7	100,0	291,0	82,5	100,0
	Sabit	148,5	69,4	81,0	164,7	70,9	83,2	202,2	69,4	84,9	251,5	71,3	86,4
	Değişken	34,7	16,2	19,0	33,2	14,3	16,8	35,9	12,3	15,1	39,5	11,2	13,6
DÖVİZ YAPISI	TOPLAM BORÇ STOKU	586,2	274,2	100,0	612,5	263,7	100,0	678,2	232,8	100,0	759,7	215,5	100,0
	TL	403,0	188,5	68,8	414,6	178,5	67,7	440,1	151,1	64,9	468,6	132,9	61,7
	USD	105,8	49,5	18,0	119,5	51,4	19,5	148,4	51,0	21,9	191,1	54,2	25,2
	EUR	60,6	28,3	10,3	60,2	25,9	9,8	67,1	23,0	9,9	74,3	21,1	9,8
	SDR	12,3	5,7	0,5	3,3	5,8	2,2	4,0	5,6	2,4	4,7	5,6	2,6
	JPY	3,2	1,5	2,1	13,5	1,4	0,5	16,4	1,4	0,6	19,8	1,3	0,6
	Diğer	1,4	0,6	0,2	1,4	0,6	0,2	2,3	0,8	0,3	1,2	0,3	0,2
	İç Borç Stoku	403,0	188,5	68,8	414,6	178,5	67,7	440,1	151,1	64,9	468,6	132,9	61,7
	TL	403,0	188,5	68,8	414,6	178,5	67,7	440,1	151,1	64,9	468,6	132,9	61,7
	USD	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
	EUR	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
	Dış Borç Stoku ⁽²⁾	183,2	85,7	31,2	197,9	85,2	32,3	238,1	81,7	35,1	291,0	82,5	38,3
	USD	105,8	49,5	18,0	119,5	51,4	19,5	148,4	51,0	21,9	191,1	54,2	25,2
	EUR	60,6	28,3	2,1	60,2	25,9	9,8	67,1	23,0	9,9	74,3	21,1	9,8
	JPY	12,3	5,7	10,3	13,5	5,8	2,2	16,4	5,6	2,4	19,8	5,6	2,6
	SDR	3,2	1,5	0,5	3,3	1,4	0,5	4,0	1,4	0,6	4,7	1,3	0,6
	Diğer	1,4	0,6	0,2	1,4	0,6	0,2	2,3	0,8	0,3	1,2	0,3	0,2
	ABD Doları alış kuru	2,1343			2,3189			2,9076			3,5255		
	USD/Euro Parite	1,3759			1,2164			1,0929			1,0542		
	USD/SDR Parite	1,53989			1,44815			1,38720			1,34407		

(1) Geçici

(2) Dış borç stoku TL değerleri ilgili dönem sonu ABD Doları döviz satış kuru ile hesaplanmıştır.



AVRUPA BİRLİĞİ TANIMLI⁽¹⁾ GENEL YÖNETİM BORÇ STOKU

Milyon ₺	2012	2013	2014	2015	2016
A-GENEL YÖNETİM TOPLAM BORÇ STOKU⁽²⁾	549.038	606.563	633.620	702.174	791.340
Merkezi Yönetim	532.901	586.192	612.516	678.245	759.668
Diğer kamu kurumları	16.137	20.371	21.103	23.929	31.671
B-İÇ BORÇ STOKU	396.841	416.399	429.339	456.829	490.754
Merkezi Yönetim	386.542	403.007	414.649	440.124	468.644
Diğer kamu kurumları	10.299	13.392	14.690	16.705	22.110
C-DIŞ BORÇ STOKU	152.197	190.164	204.281	245.345	300.585
Merkezi Yönetim	146.359	183.185	197.868	238.121	291.024
Diğer kamu kurumları	5.838	6.979	6.413	7.225	9.561
D-AYARLAMA KALEMLERİ⁽³⁾	-36.959	-40.658	-47.909	-59.130	-58.534
Merkezi Yönetim	21.312	22.398	26.951	28.516	37.779
Diğer kamu kurumları	-58.271	-63.055	-74.860	-87.646	-96.314
AB TANIMLI TOPLAM BORÇ STOKU					
AB Tanımlı Genel Yönetim Borç Stoku (A + D)	512.079	565.905	585.711	643.044	732.805
GSYH	1.569.672	1.809.713	2.044.466	2.337.530	2.590.517
AB Tanımlı Genel Yönetim Borç Stoku / GSYH (%)	32,6	31,3	28,6	27,5	28,3

(1) Avrupa Hesaplar Sistemi 95 (ESA 95) borç ve açık kılavuzu çerçevesinde tanımlanan borç stokudur.

(2) Konsolide edilmemiş Genel Yönetim brüt borç stoku

(3) Ayarlama kalemleri:

Merkezi Yönetime ilişkin ayarlama kalemleri, iskontolu DİBS'lerin faiz tutarı, enflasyona endeksli senetlerde anaparadaki TÜFE kaynaklı değer artışı, dolaşımdaki bozuk para stoku ve merkezi yönetimin elindeki DİBS'lerden oluşmaktadır. Diğer Kamu Kurumlarına ilişkin ayarlama kalemleri söz konusu kurumların elindeki DİBS'lerden oluşmaktadır.

KAMU NET BORÇ STOKU

Milyon ₺	2012	2013	2014	2015	2016
Toplam Kamu Net Borç Stoku (I-II-III-IV)	240.465	197.248	186.811	160.997	218.880
I- Toplam Kamu Borç Stoku (Brüt)	562.739	622.891	649.936	722.092	819.482
A-İç Borç	408.367	430.251	443.357	474.248	514.676
Merkezi Yönetim	386.542	403.007	414.649	440.124	468.644
Diğer Kamu	21.826	27.244	28.709	34.124	46.032
B- Dış Borç	154.371	192.641	206.579	247.843	304.806
Merkezi Yönetim	146.359	183.185	197.868	238.121	291.024
Diğer Kamu	8.012	9.455	8.711	9.723	13.781
II- Merkez Bankası Net Varlıkları	189.502	271.110	304.360	376.246	397.053
Net Dış Varlıklar	198.965	267.400	288.642	315.955	371.076
Diğer Varlık ve Yükümlülükler (Net)	-9.464	3.710	15.719	60.292	25.977
III- Kamu Mevduatı	71.610	84.182	77.372	91.775	100.346
Merkezi Yönetim	33.535	45.691	50.592	48.074	48.380
Diğer Kamu	38.075	38.491	26.779	43.701	51.966
IV-İşsizlik Sigortası Fonu Net Varlıkları	61.162	70.352	81.393	93.074	103.202
Bilgi için:					
Net Dış Borç Stoku	-44.594	-74.760	-82.063	-68.111	-66.271
Net İç Borç Stoku	285.059	272.007	268.874	229.108	285.151
Kamu Net Borç Stoku/GSYH(%)	15,3	10,9	9,1	6,9	8,4
GSYH	1.569.672	1.809.713	2.044.466	2.337.530	2.590.517

TÜRKİYE BRÜT DIŞ BORÇ STOKU - BORÇLU DAĞILIMI

Milyon ABD Doları	2012	2013	2014	2015	2016
KISA VADELİ BORÇLAR	100.155	130.291	131.565	101.880	97.967
KAMU	11.040	17.605	17.866	14.550	16.279
GENEL YÖNETİM	0	0	0	0	0
Merkezi Yönetim	0	0	0	0	0
Mahalli İdareler	0	0	0	0	0
Fonlar	0	0	0	0	0
FİNANSAL KURULUŞLAR	11.040	17.605	17.866	14.550	16.038
Kamu Bankaları	11.040	17.605	17.866	14.550	16.038
FİNANSAL OLMAYAN KURULUŞLAR	0	0	0	0	241
KİT'ler	0	0	0	0	241
Diğer	0	0	0	0	0
TCMB	1.036	833	342	176	110
ÖZEL	88.079	111.853	113.357	87.154	81.578
FİNANSAL KURULUŞLAR	59.197	76.962	78.878	52.024	42.918
Bankalar	57.338	74.614	76.877	49.970	41.316
Bankacılık Dışı	1.859	2.348	2.001	2.054	1.602
FİNANSAL OLMAYAN KURULUŞLAR	28.882	34.891	34.479	35.130	38.660
UZUN VADELİ BORÇLAR	239.338	259.528	270.317	294.170	306.215
KAMU	92.983	98.340	99.845	98.569	102.932
GENEL YÖNETİM	85.481	89.325	88.213	84.449	85.460
Merkezi Yönetim	81.710	85.663	85.163	81.738	82.535
Mahalli İdareler	3.769	3.661	3.050	2.711	2.925
Fonlar	3	0	0	0	0
FİNANSAL KURULUŞLAR	6.245	7.834	10.643	13.262	16.516
Kamu Bankaları	6.245	7.834	10.643	13.262	16.516
FİNANSAL OLMAYAN KURULUŞLAR	1.257	1.181	989	858	956
KİT'ler	1.214	1.158	989	858	956
Diğer	43	23	0	0	0
TCMB	6.052	4.401	2.142	1.151	711
ÖZEL	140.303	156.787	168.329	194.449	202.572
FİNANSAL KURULUŞLAR	56.869	72.857	84.884	105.097	106.081
Bankalar	41.683	54.849	65.982	86.034	87.303
Bankacılık Dışı	15.187	18.008	18.902	19.062	18.778
FİNANSAL OLMAYAN KURULUŞLAR	83.433	83.930	83.445	89.352	96.491
TÜRKİYE BRÜT DIŞ BORÇ STOKU	339.493	389.819	401.882	396.050	404.182
KAMU	104.023	115.945	117.711	113.119	119.211
GENEL YÖNETİM	85.481	89.325	88.213	84.449	85.460
Merkezi Yönetim	81.710	85.663	85.163	81.738	82.535
Mahalli İdareler	3.769	3.661	3.050	2.711	2.925
Fonlar	3	0	0	0	0
FİNANSAL KURULUŞLAR	17.285	25.439	28.509	27.812	32.554
Kamu Bankaları	17.285	25.439	28.509	27.812	32.554
FİNANSAL OLMAYAN KURULUŞLAR	1.257	1.181	989	858	1.197
KİT'ler	1.214	1.158	989	858	1.197
Diğer	43	23	0	0	0
TCMB	7.088	5.234	2.484	1.327	821
ÖZEL	228.382	268.640	281.686	281.603	284.150
FİNANSAL KURULUŞLAR	116.066	149.819	163.762	157.121	148.999
Bankalar	99.021	129.463	142.859	136.004	128.619
Bankacılık Dışı	17.046	20.356	20.903	21.116	20.380
FİNANSAL OLMAYAN KURULUŞLAR	112.315	118.821	117.924	124.482	135.151



TÜRKİYE NET DİŞ BORÇ STOKU (Milyon ABD Doları)									
TÜRKİYE BRÜT DİŞ BORÇ STOKU	TCMB DİŞ BORÇ STOKU (-)	BANKACILIK KESİMİ DİŞ BORÇ STOKU (-)	BANKACILIK SEKTÖRÜ HARIÇ DİŞ BORÇ STOKU (I)	PARASAL YETKİLİ VE MEVDUAT BANKALARI VARLIKLARI (I)	KATILIM VE YATIRIM KALKINMA BANKALARI VARLIKLARI	PARASAL SEKTÖR NET DİŞ VARLIKLARI (II)(2)	TÜRKİYE NET DİŞ BORÇ STOKU (I-II)	TÜRKİYE NET DİŞ BORÇ STOKU / GSYH (%)	
2012	339.493	116.305	216.099	38.541	-12.240	26.301	189.798	21,8	
2013	389.819	154.902	229.682	15.232	-15.554	-323	230.005	24,2	
2014	401.882	171.368	228.030	0	-16.529	-16.529	244.559	26,2	
2015	396.050	163.817	230.905	-4.629	-16.623	-21.252	252.158	29,3	
2016	404.182	161.173	242.188	7.856	-18.399	-10.543	252.731	29,5	

(1) Hazine'nin IMF'ye olan yükümlülükleri TCMB'ce yayınlanan Parasal Durum tablosunun Dış Yükümlülükler bölümünde ve Türkiye Brüt Dış Borç Stoku'nda yer almaktadır. Mükerrerliği önlemek amacıyla Hazine'nin IMF'ye olan yükümlülükleri bu kalemde çıkarılmıştır.

(2) 2005 yılından önceki veriler TCMB tarafından yayımlanan "bankalar durumu" verileridir. 2005 yılı ve sonrası için ise TCMB tarafından yayımlanan "parasal durum" verileri kullanılmıştır.

MERKEZİ YÖNETİM PROGRAM TANIMLI FAİZ DİŞ DENGESİ									
(GSYH %)	2012	2013	2014	2015	2016 ⁽¹⁾	2017 OVP	2018 OVP	2019 OVP	
MYB Faiz Dışı Dengesi	1,2	1,7	1,3	1,3	0,8	0,4	0,7	1,1	
MYB Program Tanımlı Faiz Dışı Dengesi	0,2	0,8	0,4	0,4	-0,5	-0,6	0,0	0,6	

(1) Geçici

Milyon ABD Doları	HAZİNE GARANTİLİ KREDİ ÖDEME MİKTARLARI								
	2014			2015			2016		
	Hazinece Ödenen	Kuruluşca Ödenen	Üstlenim Oranı (%)	Hazinece Ödenen	Kuruluşca Ödenen	Üstlenim Oranı (%)	Hazinece Ödenen	Kuruluşca Ödenen	Üstlenim Oranı (%)
Mahalli İdareler	32	107	22,9	28	103	21,2	27	103	21,0
Fonlar	-	0		-	0		-	0	
Kamu Kesimi Finansal Kuruluşlar	-	194		-	305		-	441	
Kamu Kesimi Finansal Olmayan Kuruluşlar	-	237		-	203		-	156	
Özel Kesim Finansal Kuruluşlar	-	373		-	357		-	339	
Özel Kesim Finansal Olmayan Kuruluşlar	-	1		-	0		-	0	
Toplam	32	911	3,4	28	968	2,8	27	1.040	2,6

(1) Geçici.

Milyon ₺	HAZİNE ALACAK STOKU ⁽¹⁾								
	2014			2015			2016		
	Vadesi Geçmiş	Vadesi Gelecek	Toplam	Vadesi Geçmiş	Vadesi Gelecek	Toplam	Vadesi Geçmiş	Vadesi Gelecek	Toplam
Mahalli İdareler	22	11.327	11.349	3.411	8.752	12.163	3.186	9.144	12.330
KİT'ler	245	1.884	2.129	425	1.950	2.375	644	1.787	2.431
Bankalar	0	386	386	0	355	355	0	322	322
Sosyal Güvenlik Kuruluşları	0	9	9	0	9	9	0	9	9
Kamu Bankaları	0	479	479	0	659	659	0	664	664
Kamu İşletmeleri ⁽²⁾	0	638	638	0	476	476	0	254	254
Merkezi Yönetim	93	1.603	1.696	100	1.590	1.690	0	1.581	1.581
Organizasyonlar ⁽³⁾	0	1	1	0	0	0	0	0	0
Sigorta Kuruluşları	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Özel Kuruluşlar ⁽⁴⁾	0	3	3	0	2	2	0	1	1
Vakıflar ⁽⁵⁾	0	10	10	0	7	7	0	0	0
TOPLAM	360	16.339	16.699	3.935	13.799	17.734	3.830	13.763	17.593

(1) Geçici. Vadesi geçmiş ve gelecek alacak stok verilerini içermektedir.

(2) EGYO ve İGDAŞ' tan oluşturulmaktadır.

(3) Organize sanayi bölgeleri, birlikler ve İstanbul Olimpiyat Oyunları Hazırlık ve Düzenleme Kurulu'ndan oluşmaktadır.

(4) Özelleştirilmiş KİT'ler ve vakıf şirketlerinden oluşmaktadır.

(5) Vakıf üniversiteleri ile Türkiye Teknoloji Geliştirme Vakfı'ndan oluşmaktadır.



T.C.
BAŞBAKANLIK
HAZİNE MÜSTEŞARLIĞI